

# LUISS



*Dipartimento di Impresa e Management*  
*Cattedra di Principi Contabili Internazionali*

## COVID-19: Un virus anche per le società

Relatore  
Prof. **Fabrizio Di Lazzaro**

Correlatore  
Prof.ssa **Francesca Di Donato**

Candidato  
**Alberto Maria Lombardi**  
**706081**

*Anno accademico 2019/2020*



# INDICE

<b>Introduzione</b> .....	1
<b>1. Effetti della pandemia nei bilanci e nel mondo</b> .....	3
1.1 Impatti del COVID-19 sull'economia mondiale.....	3
1.2 COVID-19 come “ <i>non adjusting event</i> ” nei bilanci al 31.12.2019.....	4
1.3 Informativa nella relazione annuale.....	6
<b>2. Il postulato del <i>going concern</i> (continuità aziendale)</b> .....	9
2.1 Definizione e principi di riferimento.....	9
2.2 ISA 570.....	11
2.3 Indicatori finanziari e non per valutare il presupposto della continuità aziendale.....	14
2.4 Indicatori più rilevanti.....	15
2.5 Rottura dei <i>covenants</i> .....	16
2.5.1 Definizioni e principali caratteristiche.....	16
2.5.2 Rilevanza nella valutazione del <i>going concern</i> .....	18
2.6 Valutazione della continuità aziendale basata sulle relazioni semestrali.....	18
2.6.1 Edison.....	20
2.6.2 FCA (Fiat Chrysler Automobiles).....	21
2.6.3 GEDI Gruppo Editoriale.....	23
2.6.4 Autogrill.....	24
2.6.5 Kering.....	26
2.6.6 Lufthansa.....	28
2.6.7 Novartis.....	30
2.6.8 Ferrari.....	31
2.6.9 Enel.....	33
2.6.10 Webuild.....	34
<b>3. Il concetto di <i>Goodwill</i> (avviamento)</b> .....	38
3.1 Definizione e principi di riferimento.....	39
3.2 Analisi storica dell'evoluzione concettuale dell'avviamento.....	42
3.3 Aspetti critici che hanno portato al cambiamento di principio contabile.....	46
<b>4. L'<i>impairment test</i></b> .....	55
4.1 Caratteristiche principali del principio di riferimento.....	55
4.2 Processo di <i>Impairment</i> .....	56
4.3 <i>Impairment test</i> vs ammortamento.....	60
4.3.1 Ambiti di applicazione delle rispettive normative e differenze principali.....	60
4.3.2 L'approccio economico e patrimoniale nel trattamento del <i>goodwill</i> .....	61
4.4 Principali criticità e possibili cambiamenti.....	62
4.5 Esiti dell' <i>impairment test</i> nelle relazioni semestrali.....	66
<b>Conclusione</b> .....	77
<b>Bibliografia</b> .....	80
<b>Sitografia</b> .....	81
<b>Riassunto</b> .....	83

## Introduzione

Il presente elaborato si pone l'obiettivo di indicare gli impatti che il COVID-19 ha determinato nei bilanci societari. La disastrosa crisi sanitaria generata dalla pandemia ha destabilizzato tutto il mondo e la grave emergenza ha comportato una serie di misure restrittive che hanno limitato pesantemente la vita quotidiana. La conseguenza diretta di tutto questo, insieme alla paura generata, è stata l'inizio di una pesante crisi economica. La recessione economica iniziata a seguito della comparsa del virus è stata caratterizzata dalla presenza di due effetti combinati che hanno agito contemporaneamente sulla domanda e sull'offerta: dal lato della domanda le imprese si sono trovate costrette a chiudere o limitare le loro attività mentre dal lato dell'offerta la popolazione ha mirato a risparmiare meno in presenza di aspettative future incerte.

Le società si sono trovate, quindi, ad operare in un contesto economico completamente mutato.

In una situazione mondiale come quella appena descritta, risulta fondamentale andare ad analizzare, attraverso l'esame degli indicatori finanziari più rilevanti, la capacità delle società di garantire il presupposto della continuità aziendale. Chiaramente l'elaborato non ha come obiettivo quello di fornire una presunzione assoluta di verità, bensì, segnalare la presenza di possibili situazioni di tensione economico-finanziaria che dovranno essere valutate attentamente.

Lo scopo principale di una società, come afferma lo stesso Zappa, è quello di perdurare nel tempo ed è proprio la presenza/assenza di questa capacità aziendale che si vuole esaminare attraverso l'analisi delle relazioni semestrali.

Tuttavia, gli effetti del COVID-19 non sono rilevanti esclusivamente in merito al *going concern* poiché la crisi determinata dal virus, al di là degli "effetti normali" sulle poste operative di bilancio, ha generato delle forti conseguenze sulle risorse immateriali e, vista la loro crescente importanza come fattori di successo, anche agli *intangible assets* va dedicata un'analisi approfondita.

In particolare in un mercato mondiale soggetto (negli ultimi anni) a significative operazioni di M&A (*Merger and Acquisitions*) in cui si è riconosciuto un sovrapprezzo rispetto al valore contabile dei beni acquisiti, è interessante andare ad osservare le eventuali perdite di valore subite, a seguito della pandemia, dal *goodwill*. Quest'ultimo, nel corso degli anni, ha presentato delle variazioni nella sua contabilizzazione per cercare di raggiungere la tecnica migliore ai fini della rilevazione in bilancio del solo *core goodwill* isolando le distorsioni contabili.

Allo scopo di distribuire in maniera coerente e logica le basi e le argomentazioni a sostegno del presente elaborato si è deciso di strutturare il lavoro come segue:

- 1) Il primo capitolo punta a descrivere gli effetti della pandemia sull'economia mondiale attraverso l'utilizzo di dati numerici e di inquadrare l'evento COVID-19 nei bilanci al 31.12.2019.
- 2) Il secondo capitolo si prefigge l'obiettivo di valutare il presupposto del *going concern*, dopo il suo inquadramento concettuale e normativo, attraverso l'analisi di dieci società operanti, nella maggior parte dei casi, in settori differenti.

- 3) Il terzo capitolo, a seguito della definizione del concetto di *goodwill* e di una digressione storica sull'evoluzione del concetto di avviamento, analizza le motivazioni principali che hanno portato all'ultimo cambiamento del principio contabile.
- 4) Il quarto capitolo, infine, dopo un esame teorico sull'*impairment test*, descrive nel dettaglio il suo funzionamento in riferimento al *goodwill* e le sue eventuali perdite di valore subite nel corso del primo semestre del 2020 utilizzando sempre come verifica empirica lo studio delle dieci società introdotte precedentemente.

La tesi, volendo evidenziare gli effetti che la pandemia ha determinato nei bilanci societari, si concentra principalmente sull'analisi quantitativa delle relazioni semestrali mentre i concetti teorici, riportati nel corso dell'elaborato, sono propedeutici alla spiegazione degli elementi che verranno valutati. Le società scelte rappresentano, chi più chi meno, esempi di *best practices* nei settori in cui operano. L'eterogeneità delle società permette di andare ad osservare gli effetti negativi, neutri o positivi che la pandemia ha determinato in ragione del *core business* aziendale.

L'analisi delle relazioni semestrali è stata realizzata con il fine principale di fornire una giustificazione alla mia ipotesi principale:

solamente le società che presentavano una struttura economico-finanziaria solida prima dell'inizio della pandemia, sono riuscite a garantire il presupposto del *going concern* senza destare significative incertezze da valutare attentamente nel corso dell'esercizio dal *management* ma soprattutto dalle società di revisione.

# 1. Effetti della pandemia nei bilanci e nel mondo

L'obiettivo del capitolo è quello di descrivere le conseguenze apportate dalla pandemia. Come vedremo nel corso del capitolo, gli impatti economici nei bilanci delle società si rilevano a partire dal nuovo anno poiché il COVID-19 rappresenta un *non adjusting event* (ad eccezione del caso in cui, a seguito dell'emergenza pandemica COVID-19, venga meno il presupposto della continuità aziendale). Come tale, esso non comporta nessuna rettifica delle poste di bilancio iscritte al 31.12.2019 ma solamente l'obbligo di darne informativa qualora gli effetti siano materiali.

Nel primo paragrafo, dunque, verranno analizzati gli effetti disastrosi che la pandemia ha causato nei mercati mondiali mentre nel secondo paragrafo, si descriverà tecnicamente il trattamento che il COVID-19 avrà nei bilanci chiusi al 31.12.2019. La descrizione sarà qualitativa poiché la parte quantitativa, osservabile a seguito dell'inizio del virus, verrà analizzata nel secondo capitolo.

## 1.1 Impatti del COVID-19 sull'economia mondiale

L'inizio della pandemia ha destabilizzato l'intero pianeta da un punto di vista economico ma soprattutto sanitario. Nel mondo sono stati accertati oltre 23 milioni di casi ufficiali e 843.927 decessi avvenuti a causa del virus. Tutto questo ha portato al collasso del sistema sanitario mondiale. Seppur chiaramente in secondo piano rispetto agli inquietanti dati riportati poc'anzi, anche il sistema economico ha subito degli impatti devastanti.

Per vedere nel dettaglio le variazioni subite dal PIL (GDP) mondiale, per effetto del COVID-19, si riporta la seguente tabella:

<b>GDP DEVELOPMENT</b> in 2020					
in %	Q1	Q2	Q3 <sup>1)</sup>	Q4 <sup>1)</sup>	Full year <sup>1)</sup>
World	-2.3	-9.0	-5.5	-4.2	-5.5
Europe	-2.0	-14.6	-9.7	-7.4	-8.5
Germany	-2.3	-11.4	-6.6	-3.7	-6.0
North America	0.2	-10.6	-7.4	-6.8	-6.2
South America	-1.0	-16.0	-12.1	-10.3	-9.5
Asia/Pacific	-4.8	-3.2	0.0	0.9	-2.1
China	-6.7	0.6	4.0	4.0	0.5
Middle East	-6.1	-13.6	-12.6	-9.7	-10.2
Africa	1.4	-4.6	-5.3	-5.3	-4.4

<sup>1)</sup> Forecast.

Figura 1, Global Insight World Overview 2020

Come si può osservare, nell'ultimo semestre ci sono state solamente variazioni negative del PIL.

I dati forniti dall'Eurostat<sup>1</sup> presentano degli andamenti che confermano quelli osservati nella tabella.

Osservando più nel dettaglio l'andamento del PIL dei più influenti paesi europei, oltre alla già presente Germania, sono emerse solamente variazioni negative dovute ovviamente alla recessione economica in corso. L'Italia ha presentato un calo del prodotto interno lordo del 12,4% mentre il Regno Unito addirittura una diminuzione di oltre un quinto. La Francia e la Spagna rispettivamente con un -13,8% e -18,5% risultano essere state impattate in misura maggiore rispetto all'Italia ma minore se le paragoniamo con il Regno Unito. Anche la Cina è stata danneggiata dalla pandemia. D'altronde, considerando che la Cina è stata la nazione in cui è comparso il virus, un risultato differente sarebbe stato alquanto indecifrabile. Tuttavia la Cina è stata l'unica nazione che, nel trimestre concluso nel mese di giugno, è riuscita ad ottenere un valore del PIL positivo (+0,6%). Il dato deve essere considerato unitamente alla crescita che l'economia cinese stava presentando negli ultimi anni per capire che la perdita è stata ugualmente considerevole.

Confrontando le previsioni del Fondo monetario internazionale sugli impatti del COVID-19 sull'economia mondiale con quelli registrati nel 2009 a seguito del collasso dell'economia americana che culminò con il fallimento della Lehman Brothers, emerge come la crisi che stiamo vivendo sia ancora più aggressiva di quella già vissuta (-3% a fronte di uno -0,1%).

Sono stati presentati tutti questi dati numerici in questo paragrafo per dare un'indicazione della catastrofe economica che la pandemia ha generato.

Partendo da questa situazione mondiale, si potrà apprendere meglio come le aspettative circa i risultati semestrali dalle società scelte siano preoccupanti. In un contesto come quello attuale, il *management* della quasi totalità delle società dovrà cercare in tutti i modi di limitare i forti impatti negativi principalmente contenendo le spese e sostenendo gli investimenti strettamente necessari.

## 1.2 COVID-19 come “*non adjusting event*” nei bilanci al 31.12.2019

“*A fundamental principle in the preparation of accounts is that they should reflect the conditions that existed at the balance sheet date*”<sup>2</sup>. È questo uno dei principi cardine da seguire nella predisposizione di un bilancio. Tuttavia possono accadere eventi, significativi e non, tra la data di chiusura del bilancio e la data della sua approvazione che devono essere considerati ed analizzati.

---

<sup>1</sup> Eurostat è l'Ufficio statistico dell'Unione Europea che opera come una direzione generale della Commissione europea. La sua missione è fornire all'Unione un servizio di informazioni statistiche di alta qualità, che consentano raffronti tra i vari Paesi e le varie regioni dell'Unione, tramite l'armonizzazione di concetti, metodi di calcolo, strutture e standard tecnici a livello europeo.

<sup>2</sup> IAS 1.10.

Lo IAS 10, nel panorama della normativa internazionale, è il principio contabile che si occupa di disciplinare le situazioni in cui è necessaria una modifica dell'informativa in bilancio a seguito di fatti intervenuti dopo la chiusura di esercizio (31.12.2019).

I fatti intervenuti dopo la data di chiusura del bilancio possono essere:

- a) *Adjusting events*: riferiti ad operazioni esistenti alla data di chiusura, per i quali è necessaria la rettifica in bilancio;
- b) *Non adjusting events*: riferiti ad operazioni che hanno avuto origine dopo la chiusura del bilancio e per i quali non è necessaria alcuna rettifica nel bilancio stesso.

*“La data di riferimento ai fini della considerazione dei fatti di rilievo intervenuti dopo la chiusura del bilancio è la data nella quale si autorizza la pubblicazione dello stesso.*

*Qualora fatti successivi, che non comportano rettifica del bilancio, siano di importanza tale per cui la loro omissione pregiudicherebbe la capacità degli utilizzatori del bilancio di effettuare valutazioni corrette, l'impresa deve evidenziare in nota integrativa le seguenti informazioni:*

- *La natura del fatto; e*
- *Una stima dei connessi effetti finanziari, o la dichiarazione che tale stima non può essere effettuata”<sup>3</sup>.*

Poiché il COVID-19 rappresenta un *non adjusting event*, in quanto tale, non comporta la rettifica dei valori iscritti in bilancio ma solamente un'adeguata informativa (sempre con riferimento al 31.12.2019).

Ovviamente tutto ciò è ribadito dalla Consob la quale afferma:

*“l'epidemia da COVID-19 può essere considerata, per la maggior parte, come un evento sorto dopo la data di chiusura dell'esercizio e, in quanto tale, in conformità allo IAS 10, i correlati effetti non dovrebbero determinare rettifiche agli importi rilevati nel bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2019. Diverse considerazioni dovranno essere effettuate nei casi in cui le conseguenze dell'epidemia rappresentano il concretizzarsi di situazioni di criticità già esistenti prima della data di riferimento del bilancio”<sup>4</sup>.*

Per quanto riguarda il trattamento dei rischi legati al COVID-19 la Consob sottolinea l'importanza di:

- Indicare le azioni che il *management* ha intrapreso/pianificato;
- Calcolare i potenziali impatti sulle società da un punto di vista qualitativo e, se possibile, quantitativo.

Riguardo all'informativa in bilancio l'ESMA, in linea con le direttive della Consob, ha confermato che le stime quantitative devono essere fornite solo se il *management* è effettivamente in grado di produrle

---

<sup>3</sup> Di Lazzaro F., Fabi T., Tezzon M., *Principi contabili internazionali: temi e applicazioni*, Giappichelli Editore, 2018.

<sup>4</sup> Richiamo di attenzione sull'informativa finanziaria n. 6/20 del 9-4-2020, Consob.

Ovviamente tutto quello che è stato detto precedentemente non vale per gli esercizi che presentano chiusure successive al 31.12.2019. In questo caso bisogna identificare quali impatti del COVID-19 non siano inerenti il *non-adjusting period*.

### 1.3 Informativa nella relazione annuale

L'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) ha ribadito l'importanza che le informazioni finanziarie hanno per gli *users* nelle decisioni economiche, nell'esercizio del diritto di voto e nella valutazione dell'operato del *management*. Pur riconoscendo la difficoltà (per il *management*) nel produrre costantemente informazioni finanziarie attendibili in un contesto come quello attuale, l'ESMA ha sottolineato la loro rilevanza per garantire l'integrità e la trasparenza dei mercati finanziari.

L'ESMA ha voluto fare chiarezza sull'argomento poiché il COVID-19 ha generato un'incertezza assoluta sull'economia mondiale con la conseguenza diretta di una maggiore difficoltà, per gli *stakeholders*, di fare previsioni e avere rassicurazioni circa la continuità aziendale.

Ecco perché le società devono garantire completezza e trasparenza finanziaria nei bilanci anche se questo può essere molto oneroso e complesso.

Questo si traduce, con riferimento ai bilanci con chiusura d'esercizio al 31.12.2019, in una *disclosure*, nella relazione annuale, dei fatti accaduti dopo la data di riferimento.

Nello scenario dei principi contabili internazionali, lo IAS 1 definisce i criteri e la disciplina di carattere generale per la presentazione del bilancio. In un contesto competitivo come quello degli ultimi anni che richiede continuamente investimenti per offrire prodotti/servizi che soddisfino a pieno le esigenze della domanda, le società necessitano di ingenti risorse finanziarie. Gli investitori attuali/potenziali attraverso il bilancio riescono ad ottenere tutte le informazioni necessarie per prendere delle decisioni di carattere economico in maniera consapevole.

Il bilancio, inoltre, permette agli *stakeholders* di valutare l'operato del *management* attraverso le informazioni riguardanti:

- a) Attività;
- b) Passività;
- c) Patrimonio netto;
- d) Ricavi e costi, inclusi utili e perdite;
- e) Contribuzioni da parte dei soci e distribuzioni a questi in qualità di soci;
- f) Flussi finanziari.

Tutto ciò è contenuto nei sottostanti documenti:

- a) Prospetto della situazione patrimoniale-finanziaria alla fine dell'esercizio;
- b) Prospetto dell'utile (perdita) d'esercizio e altre componenti di conto economico complessivo dell'esercizio;
- c) Prospetto delle variazioni di patrimonio netto dell'esercizio;
- d) Rendiconto finanziario dell'esercizio;
- e) Prospetto della situazione patrimoniale-finanziaria all'inizio dell'esercizio precedente se un'entità applica un principio contabile retroattivamente o ridetermina retroattivamente le voci nel proprio bilancio.

I seguenti schemi contabili, unitamente alle note al bilancio che contengono i principi contabili rilevanti e altre informazioni esplicative, permettono di avere una situazione chiara e trasparente della condizione societaria.

Le entità presentano, oltre al bilancio, una relazione degli amministratori che motiva i risultati economico-finanziari ottenuti dall'entità ed espone le varie incertezze che essa affronta.

Confrontando la normativa civilistica con quella internazionale, emergono delle differenze come ad esempio l'obbligo di redazione del prospetto delle variazioni di patrimonio netto che è solamente previsto nei principi contabili internazionali IAS/IFRS.

Tuttavia la differenza più rilevante ai fini della mia analisi, si riscontra nella parte qualitativa. A differenza del codice civile che impone la redazione della nota integrativa e della relazione sulla gestione, lo IAS 1 contempla le sole "note al bilancio" e raccomanda la relazione degli amministratori, che risultata essere differente rispetto alla relazione di gestione (art. 2428 c.c). Il contenuto della relazione degli amministratori risulta essere più completo e approfondito rispetto alla relazione di gestione richiesta dal codice civile. Ne consegue che la *disclosure* dell'"evento COVID-19" nei bilanci IAS *adopter*, come emerso anche dall'osservazione dei bilanci societari analizzati, avvenga nel "*directors' report*" e nell'apposita nota al bilancio "fatti di rilievo avvenuti dopo il 31 dicembre 2019 (*subsequent event* o *events after the reporting date*)". Seppure la descrizione dell'evento assuma, ovviamente, lo stesso valore, l'informativa di bilancio presenta una configurazione diversa nei bilanci IAS *adopter* e OIC *adopter*.

Tutto ciò, ovviamente, ha trovato un riscontro nelle relazioni annuali delle società. La cosa che più mi ha colpito, però, è stata la diversa profondità nella descrizione della pandemia e degli effetti che si prevede genererà. Molte note erano esaustive e molto dettagliate mentre altre erano vaghe con la sola presentazione di quello che è stato il COVID-19 e dove ha avuto origine, senza apportare delle informazioni aggiuntive che, in una situazione di instabilità assoluta, avrebbero permesso agli *stakeholders* di avere una situazione più completa.

In particolare due, tra le dieci società analizzate, presentano informative che, per il loro contenuto, sono completamente agli antipodi. Le due società cui si faceva riferimento poc'anzi sono Ferrari ed Enel.

Nella fattispecie l'informativa di Ferrari S.p.A. (illustre colosso automobilistico) è contenuta nella sezione "risk factors", sezione in cui il *management* deve cercare di individuare tutti i possibili rischi che possono impattare la performance societaria. Dalla sua analisi, è emerso come il *management* si sia limitato solamente ad indicare il luogo in cui il virus è iniziato e le misure che i governi hanno attuato per contrastare il suo diffondersi senza però fornire ulteriori spiegazioni che meglio avrebbero potuto descrivere la situazione aziendale. Non è contenuta alcuna informazione strettamente collegata alla società in quanto tale e non vengono fornite informazioni e rassicurazioni riguardo al *going concern*. Non viene menzionata in alcun modo la modalità con la quale si prevede di affrontare la crisi e le risorse/mezzi da utilizzare per far fronte a questa situazione di piena emergenza.

Chiaramente tutto il discorso precedente fa riferimento alla sola parte qualitativa fornita dalla società. A mio avviso l'informativa riportata non fornisce alcuna notizia aggiuntiva rispetto alla conoscenza del fenomeno che gli *stakeholders* già possedevano.

L'unica nota riguardante la società è menzionata nell'ultimissima parte dove il *management* prevede la possibilità che l'effetto della pandemia possa essere materiale.

Quest'ultimo commento così riportato, senza un ulteriore approfondimento, rischia solamente di aumentare l'incertezza e la preoccupazione circa la continuità aziendale per gli *shareholders* in *primis*, ma anche per tutti coloro che hanno un interesse di qualsiasi tipo nella società.

La seconda informativa è stata invece estrapolata dalla relazione annuale di Enel S.p.A che è una multinazionale italiana dell'energia e uno dei principali operatori integrati globali nei settori dell'energia elettrica e gas. Già dopo una breve osservazione è apparso evidente come l'impostazione sia più elaborata e precisa; infatti, partendo dall'analisi dell'inizio dell'espansione del virus, si è proceduto poi a descrivere tutte le fasi dello sviluppo fino a quando il COVID-19 ha assunto il carattere di pandemia. Tuttavia la differenza più rilevante contenuta in essa riguarda la parte relativa agli effetti del virus sulla società.

L'elemento che ha spiccato di più è stato quello in cui il *management* ha assicurato la continuità aziendale. Questa viene giustificata in maniera molto articolata. Vengono infatti elencati gli elementi che assicurano il *going concern*. Tutto questo permette agli *users* di avere una situazione più nitida della situazione societaria e di poter analizzare quanto detto nell'informativa.

È innegabile il fatto che, la rassicurazione sulla capacità della società di continuare ad operare nel futuro fornita dagli amministratori, garantisca sicurezza ai soci, ai creditori e a tutti i fornitori collegati all'azienda. Sono stati riportati appositamente gli esempi di Ferrari ed Enel poiché rappresentano alla perfezione due modalità completamente differenti utilizzate dal *management* nel descrivere un evento catastrofico come il COVID-19. La strada utilizzata da Enel, sebbene più complessa ed onerosa, permette di apprendere in maniera migliore quelle che sono le condizioni societarie post-COVID-19.

## 2. Il postulato del *going concern* (continuità aziendale)

### 2.1 Definizione e principi di riferimento

Riprendendo la definizione che Zappa fece dell'azienda<sup>5</sup>, possiamo affermare che la qualità essenziale dell'istituto d'impresa è la relativa attitudine a perdurare nel tempo.

La dottrina è infatti unanime nel ritenere che “*l'azienda è un fenomeno di tempo*” poiché solo in base a questo riesce ad esprimere a pieno tutte le proprie potenzialità economiche.

Risulta chiaro, quindi, come il postulato del *going concern* rappresenti il fulcro dell'impresa ma, al tempo stesso, anche il presupposto di esistenza di alcuni principi di redazione quali la comparabilità nel tempo o la costanza dei criteri di valutazione.

Per *going concern* “*si intende quella capacità dell'impresa di operare in normale funzionamento e continui ad esserlo in un futuro prevedibile*”.

Su questo principio si poggia l'intera redazione del bilancio.

La verifica della normalità di funzionamento aziendale, comporta la costanza dei criteri di valutazione dei fatti aziendali che cambierebbero in ipotesi di liquidazione o di operazioni straordinarie.

Il *going concern* rappresenta uno dei concetti base cui è ispirato un bilancio redatto in conformità agli IAS/IFRS. Il documento che illustra questi concetti base è il *Conceptual Framework* (di seguito anche semplicemente “*Framework*”).

Il *Framework* è dunque principalmente rivolto allo *standard setter*, lo IASB, nella fase di elaborazione dei principi contabili internazionali. Il *Framework* quindi non ha il ruolo di disciplinare specifiche fattispecie poiché altrimenti renderebbe totalmente superfluo il ruolo degli standard contabili. È compito infatti dei singoli standard andare ad applicare questi concetti nella pratica.

Il *Framework* svolge inoltre la funzione di fornire gli elementi di principio generali all'impresa che si trova a dover rappresentare in bilancio i propri fatti ed operazioni per i quali un principio contabile in vigore non risulta applicabile. Tale funzione è appunto chiamata funzione bussola, proprio per la sua finalità di orientare l'impresa che applica gli IAS, a stabilire una propria regola contabile in assenza di regole specifiche.

Sebbene il *Framework* sia il punto di riferimento per l'emanazione di un principio contabile internazionale, nel caso in cui esistano delle divergenze tra quanto disciplinato da un principio contabile e i postulati contenuti in esso, prevale lo standard contabile. Per tale ragione, in Europa si è ritenuto non necessario omologare il *Conceptual framework*.

Nonostante la subordinazione rispetto agli *standard*, è innegabile che *Conceptual Framework* abbia un rilevante valore di indirizzo.

Quanto introdotto concettualmente dal *Framework* deve essere poi integrato dal disposto dello IAS 1 ai par. 25 e 26, che definiscono le linee operative per la corretta valutazione del *going concern*. È opportuno

---

<sup>5</sup> Zappa G., *La produzione nell'economia delle imprese*, vol. I, Giuffrè Editore, Milano, 1957

specificare che tanto il *Framework* che lo IAS 1 fanno riferimento ad una presunzione relativa in materia di continuità dell'impresa nel tempo.

Lo IAS 1 infatti richiede che, nella fase di preparazione del bilancio, il *management* valuti se sussiste il presupposto della continuità aziendale, ovvero la capacità dell'impresa di continuare ad operare come entità in funzionamento. Il presupposto della continuità aziendale è quindi chiaramente incompatibile con l'intenzione o la necessità di liquidare l'impresa o interromperne l'attività; in ipotesi contraria, il bilancio si troverebbe ad assolvere una diversa funzione informativa e, quindi, la sua formazione avverrebbe secondo criteri diversi da quelli di funzionamento, di cui si dovranno fornire adeguate informazioni nella nota integrativa.

Lo IAS 1 stabilisce che il *management* debba abbandonare il presupposto della continuità aziendale allorché abbia deciso di liquidare o cessare l'attività d'impresa o non vi siano ragionevoli alternative al riguardo. Il codice civile individua alcune cause che possono portare allo scioglimento della società. L'accertamento di tali cause di scioglimento spetta all'assemblea dei soci e in taluni casi agli amministratori, come previsto dagli articoli 2484 e 2485 del codice civile. È evidente che la decisione di abbandono del *going concern* nei principi contabili internazionali non possa discostarsi da quanto previsto dal legislatore nazionale. Non possono infatti gli amministratori dichiarare l'abbandono della continuità aziendale e non essere già intervenuti nell'accertamento di una causa di scioglimento ai sensi del codice civile.

Ciò non toglie che gli amministratori debbano verificare l'applicabilità delle *account policies* tenendo conto dell'orizzonte temporale residuo dell'impresa, adattandole dunque laddove necessario.

Nel giudicare se l'impresa è capace di continuare a perdurare nel tempo, il *management* deve tenere conto di tutte le informazioni disponibili sul futuro, che riguardano almeno, ma non si limitano, ai dodici mesi successivi alla data di chiusura dell'esercizio.

Il grado di approfondimento dell'analisi varia a seconda delle specificità delle singole società poiché se l'impresa ha un pregresso di attività redditizia e facile accesso alle risorse finanziarie, si può garantire il presupposto della continuità aziendale senza effettuare ulteriori analisi di dettaglio mentre in altri casi, si può aver bisogno di considerare una varietà di fattori prima di ritenere che sussista il presupposto del *going concern* come la redditività attuale e attesa, i piani di rimborso dei debiti e le potenziali fonti di finanziamento alternative etc. Tuttavia questa parte verrà analizzata maggiormente e più dettagliatamente nel prossimo paragrafo.

Seppur la presente tesi abbia come tematica principale i principi contabili internazionali, non si può non menzionare l'OIC 11 in tema di continuità aziendale. Infatti esiste una forte interdipendenza tra lo *standard setter* italiano (OIC) e quello internazionale (IASB). L'emanazione dei principi contabili nazionali ed internazionali è frutto di un processo lungo e complesso durante il quale avvengono interazioni tra i due organi prima di arrivare al principio ultimato.

Tornando invece nel dettaglio al principio contabile nazionale, l'OIC 11 (Finalità e Postulati del bilancio d'esercizio) è stato pubblicato a seguito del completamento di tutte le fasi del *due process*. Il documento si

applica ai bilanci con esercizio avente inizio a partire dal 1° gennaio 2018 o da data successiva, tranne i paragrafi relativi alla “Prospettiva della continuità aziendale” che si applicano a partire dal 1° gennaio 2017. Sostanzialmente l’OIC 11 riprende in toto lo IAS 1. La stretta similitudine tra i due principi si riscontra soprattutto nelle modalità attraverso cui gli amministratori devono valutare la continuità aziendale e l’arco temporale di riferimento. Questo non stupisce assolutamente poiché, come detto precedentemente, esiste una stretta interdipendenza tra la normativa nazionale ed internazionale.

In un mercato sempre più evoluto ed in cui i confini nazionali sono sempre meno marcati, è opportuno garantire un certo di livello di omogeneità in tema di normativa vigente.

Non a caso, infatti, tra l’OIC ha il compito di partecipare al processo di elaborazione dei principi contabili internazionali applicati in Europa. Di conseguenza, è chiaro che nella fase di promulgazione in campo nazionale l’OIC non si discosti in maniera consistente dalla normativa internazionale.

Questo non vuol dire che non siano presenti delle differenze in quando lo *standard setter* nazionale deve sempre tenere conto delle specificità del contesto in cui si trova a legiferare.

## 2.2 ISA 570

Il presente principio di revisione svolge sicuramente una funzione diversa dal principio cardine (IAS 1) in tema di continuità aziendale. Questo è sicuramente frutto della *ratio* sottostante la normativa IAS/IFRS che non segue schemi e regole rigidi ma si rifà a concetti e linee guida che poi il *management* deve avere la capacità di convertire nella pratica. Tuttavia l’ISA 570, contenendo delle direttive più specifiche, in una situazione di incertezza attuale, fornisce uno schema che, seppur semplicistico, può aiutare gli amministratori nella valutazione della continuità aziendale. In questo paragrafo verranno quindi presentati sinteticamente quelli che sono i tratti peculiari del seguente principio di revisione per avere una completezza normativa in tema di *going concern*. Il seguente principio, inoltre, fungerà da modello di riferimento durante la mia analisi sulla valutazione della continuità aziendale. Conclusa questa premessa, si può introdurre il principio sinteticamente. Il principio ISA 570 entra in vigore per le revisioni contabili dei bilanci relativi ai periodi amministrativi che iniziano dal 1° gennaio 2015 e successivamente e tratta delle responsabilità del revisore relativamente all’utilizzo da parte della direzione del presupposto della continuità aziendale per la redazione del bilancio.

In base al presupposto della continuità aziendale, un’impresa viene considerata in grado di continuare a svolgere la propria attività in un futuro prevedibile. Una società, per dimostrare di possedere il seguente presupposto, deve essere in grado di ottenere le attività necessarie allo svolgimento delle attività tipiche e

possedere le risorse finanziarie per far fronte alle passività. L'impresa deve quindi dimostrare, grazie all'autofinanziamento e le risorse finanziarie complessive, di possedere i mezzi necessari per estinguere le passività. Tuttavia, oltre all'ammontare totale delle risorse a disposizione, la società deve verificare anche la coincidenza tra la scadenza dei debiti e le tempistiche necessarie per essere finanziariamente solvibili. Nella valutazione del revisore circa la capacità di garantire il presupposto della continuità aziendale, le previsioni circa l'esito di eventi futuri giocano un ruolo fondamentale.

La difficoltà nel compiere queste previsioni è chiaramente maggiore laddove l'evento è lontano. Bisogna inoltre considerare che, nelle grandi società, gli elementi esterni che possono impattare sul manifestarsi di eventi o circostanze future sono maggiori.

Il periodo della valutazione della Direzione aziendale non può essere inferiore a 12 mesi rispetto alla data di riferimento del bilancio.

Lo stesso concetto, come visto, è stabilito dallo IAS 1 il quale afferma che, nel valutare il *going concern*, il *management* deve considerare tutte le informazioni disponibili sul futuro con una copertura almeno pari ai 12 mesi successivi alla data di riferimento.

Come già detto, dovendo includere nella valutazione almeno i 12 mesi successivi alla data di riferimento del bilancio, il *management* dovrà certamente fare delle previsioni circa l'esito di eventi o circostanze futuri che per loro natura sono incerti.

*“Se in passato l'impresa ha sempre mostrato risultati gestionali positivi e non si sono manifestate situazioni di difficoltà nel reperire le risorse finanziarie necessarie allo svolgimento dell'attività, la Direzione può effettuare la propria valutazione senza lo svolgimento di particolari analisi di dettaglio. In caso contrario, la valutazione del presupposto della continuità aziendale deve essere corroborata da analisi maggiormente dettagliate (redditività attuale e attesa, piani di rimborso debiti, potenziali fonti di finanziamento alternative ecc..).*

*Laddove gli amministratori ritengano che, pur risultando appropriato l'utilizzo del presupposto della continuità aziendale, sussistano tuttavia rilevanti incertezze, tali da far sorgere dubbi significativi circa la capacità dell'impresa di proseguire la propria attività in continuità aziendale, tali incertezze e i correlati significativi dubbi dovranno essere chiaramente esplicitati come tali, in aderenza a quanto previsto dal principio contabile IAS 1, nelle note esplicative al bilancio”<sup>6</sup>.*

Il revisore deve:

- a) acquisire dal *management* tutti gli elementi indispensabili per valutare la capacità societaria di continuare ad operare in un futuro prevedibile.
- b) sottolineare gli eventuali elementi di incertezza significativa che possono impattare significativamente la continuità aziendale.
- c) stabilire le eventuali implicazioni sul giudizio espresso nella relazione di revisione.

---

<sup>6</sup> Procedure di revisione – continuità aziendale: *overview* del principio ISA Italia 570.

*La valutazione richiesta al revisore comporta che egli debba effettuare una previsione circa l'esito di eventi e/o circostanze future che possono compromettere il presupposto della continuità aziendale.*

*È fondamentale inoltre che il revisore copra lo stesso periodo considerato dalla direzione nell'effettuare la propria valutazione,*

*Un ulteriore punto merita particolare attenzione. Nei casi in cui l'impresa ha predisposto una previsione dei flussi di cassa e questa rappresenta un fattore significativo nel considerare l'esito di eventi futuri, il revisore deve analizzare il materiale fornito prima di emettere un giudizio<sup>7</sup>. Il contesto attuale obbliga il revisore ad un'ulteriore accuratezza nello svolgimento delle verifiche necessarie. L'assoluta incertezza rende chiaramente il lavoro molto oneroso ma al tempo stesso un elemento imprescindibile per garantire la dovuta trasparenza ed attendibilità al mercato. La verifica puntuale e scrupolosa può apportare un beneficio a tutti gli stakeholders che si troveranno una situazione più chiara e completa dello stato di salute societaria e, di conseguenza, della sua capacità di continuare ad operare come un'entità in funzionamento.*

*“In presenza di dubbi significativi sulla continuità aziendale, il revisore deve svolgere specifiche procedure di revisione come ad esempio:*

- a) esaminare i piani di azione della Direzione e valutare l'effettiva implementazione di tali piani (piani tecnicamente realizzabili);*
- b) stabilire se, successivamente alla data in cui la Direzione ha effettuato la sua valutazione, sono venuti alla luce ulteriori fatti o informazioni tali da far modificare le conclusioni cui la Direzione era giunta;*
- c) ottenere copia della “lettera di supporto” e valutare la capacità finanziaria del garante qualora l'esistenza del presupposto sia fondato sulle garanzie rilasciate da parte di società controllanti”<sup>8</sup>.*

Il revisore deve, infine, emettere un giudizio sulla società in merito alla continuità aziendale. In particolare esistono diverse tipologie di giudizio:

- 1) senza rilievi: il presupposto della continuità aziendale è appropriato;
- 2) senza rilievi con richiamo d'informativa: il presupposto della continuità aziendale è appropriato ma esiste un'incertezza significativa<sup>9</sup> descritta adeguatamente in bilancio;
- 3) con rilievi: il presupposto della continuità aziendale è appropriato ma esistono incertezze significative di cui non viene data adeguata informativa in bilancio;

---

<sup>7</sup> Procedure di revisione – op.cit.

<sup>8</sup> Procedure di revisione – continuità aziendale: op.cit..

<sup>9</sup> L'espressione incertezza significativa viene utilizzata nello IAS 1 con riferimento alle incertezze relative ad eventi o circostanze che possono far sorgere dei dubbi sulla capacità dell'impresa di continuare ad operare come un'entità in funzionamento che dovrebbero essere oggetto di informativa in bilancio.

- 4) giudizio negativo o impossibilità di emettere un giudizio: il presupposto della continuità aziendale non è appropriato oppure il revisore non ha materiale a sufficienza per valutare la continuità aziendale

## 2.3 Indicatori finanziari e non per valutare il presupposto della continuità aziendale

Quando si valuta il *going concern* vanno considerati degli indicatori che, presi singolarmente o nel loro complesso, possono far sorgere dubbi significativi riguardo a tale presupposto.

Tuttavia bisogna precisare che la presenza di uno o più elementi non significa automaticamente che la continuità aziendale possa essere messa in dubbio. La valutazione va svolta tenendo in considerazione le specificità delle singole entità. Infatti, nella valutazione, c'è una vasta gamma di variabili da tenere in considerazione poiché ogni società ha dei punti di forza e debolezza e, soprattutto, ogni specifico mercato presenta delle peculiari ed indistinguibili caratteristiche.

Fatta questa importante premessa, è utile sapere che gli indicatori<sup>10</sup> si distinguono in tre categorie:

- a) *indicatori finanziari.*
- b) *indicatori gestionali.*
- c) *altri indicatori.*

### *Indicatori finanziari*

- *situazione di deficit patrimoniale o di capitale circolante netto negativo;*
- *prestiti a scadenza fissa e prossimi alla scadenza senza che vi siano prospettive verosimili di rinnovo o di rimborso; oppure eccessiva dipendenza da prestiti a breve termine per finanziare attività a lungo termine;*
- *indicatori di cessazione del sostegno finanziario da parte dei finanziatori e altri creditori;*
- *bilanci storici o prospettici che mostrano cash flow negativi;*
- *principali indici economico-finanziari negativi;*
- *consistenti perdite operative o significative perdite di valore delle attività che generano cash flow;*
- *cambiamento delle forme di pagamento concesse dai fornitori dalla condizione “a credito” alla condizione “pagamento alla consegna”;*

---

<sup>10</sup> Gli indicatori sono stati ripresi dal principio di revisione ISA Italia 570 – continuità aziendale.

- *incapacità di saldare i debiti alla scadenza o altre clausole contrattuali.*

#### *Indicatori gestionali*

- *perdita di amministratori o dirigenti chiave senza riuscire a sostituirli;*
- *perdita di mercati fondamentali, di contratti di distribuzione, di concessione o di fornitori importanti;*
- *intenzione della Direzione di liquidare l'impresa o cessare l'attività;*
- *presenza di concorrenti di grande successo sul mercato.*

#### *Altri indicatori*

- *capitale ridotto sotto i limiti legali o non conformità ad altre norme di legge;*
- *contenziosi legali o fiscali che, in caso di soccombenza, potrebbero comportare obblighi di risarcimento che l'impresa non è in grado di rispettare,*
- *modifiche legislative o politiche governative dalle quali si attendono effetti sfavorevoli all'impresa;*
- *sopravvenuta mancanza dei requisiti per il mantenimento delle autorizzazioni necessarie allo svolgimento dell'attività sociale.*

## 2.4 Indicatori più rilevanti

Identificare quelli che sono gli indicatori più rilevanti tra quelli presentati precedentemente non è sicuramente un compito scontato. Inoltre è utile tenere conto che non è presente una risposta corretta in assoluto in quanto, come è stato detto nel corso dell'elaborato, ogni entità risulta essere una realtà a sé stante con dei propri tratti distintivi. Tuttavia conoscere il parere di esperti, in campo economico, come *partner* di società di revisione e professori di Economia aziendale è sicuramente rilevante. Proprio a tali soggetti in una recente ricerca effettuata in ambito accademico (ISA 570: *Italian Auditor's and Academic's Perceptions of the Going Concern Opinion, Australian Accounting Review*), è stato sottoposto un questionario via *web*. Tra i diversi quesiti, è stato chiesto quali fossero gli indicatori (finanziari e non) ritenuti più utili nel valutare i rischi di continuità aziendale tra quelli proposti dall'ISA 570- Continuità aziendale. Dalla ricerca, a cui hanno partecipato 91 revisori e 190 accademici, è emerso che sono ritenuti più utili quelli finanziari (86% per i revisori e 69% per gli accademici). Tra questi, i due che sono stati ritenuti più efficaci sui bilanci consuntivi, sia dai revisori sia dagli accademici, risultano essere: posizione finanziaria netta/EBITDA (77%

per i revisori e 59% per gli accademici) e indipendenza finanziaria (rispettivamente 61% e 57%).

I risultati emersi, seppur con qualche piccola differenza, hanno evidenziato gli stessi indici che il Legislatore ha definito “significativi” poiché “*misurano la sostenibilità degli oneri dell’indebitamento con i flussi di cassa che l’impresa è in grado di generare e l’adeguatezza dei mezzi propri rispetto a quelli di terzi*”<sup>11</sup>.

Come si è potuto vedere però analizzando l’ISA 570, una parte fondamentale nella valutazione della continuità aziendale è data dalla previsione circa l’esito di eventi futuri. Per questo le previsioni svolgono un ruolo determinante nella valutazione del *going concern*. Ecco perché è stato chiesto quali fossero gli indicatori più rilevanti ma in merito ai dati previsionali. Dalla ricerca è emerso che è il *cash flow* l’indicatore ritenuto più significativo (82% per i revisori e 78% per gli accademici).

Nel valutare la continuità aziendale, è stato chiesto anche quale peso assegnassero ai dati previsionali e quale ai dati di bilancio. Ha prevalso di poco il dato previsionale, con il solo 51% sia per i revisori sia per gli accademici. Il fatto che i revisori che lavorano in una *Big4* abbiano attribuito un peso maggiore al *budget* (56%) rispetto a quelli che operano presso clienti di più modeste dimensioni (47% al *budget*) non deve stupire. Questo è frutto della minor accuratezza e precisione (nella maggior parte delle volte) del *budget* delle PMI.

Basare quindi la revisione su un materiale di dubbia affidabilità pregiudicherebbe l’attendibilità dei risultati che emergono.

## 2.5 Rottura dei *covenants*

### 2.5.1 Definizioni e principali caratteristiche

In ambito finanziario si definiscono *covenants* le clausole contrattuali che vengono inserite nei contratti di finanziamento e fanno parte di quella che è la finanza strutturata che differisce dalla classica finanza. Il fine ultimo di questi strumenti è quello di tutelare i finanziatori in quanto, qualora il debitore non rispettasse le seguenti clausole contrattuali, il creditore ha la facoltà di ritirare le risorse finanziarie erogate o, in alternativa, rinegoziare le clausole del finanziamento con condizioni più favorevoli.

I *covenants* sono legati a finanziamenti particolarmente elevati quindi, visto che il sistema economico italiano è caratterizzato, per la maggior parte, dalla presenza di piccole e medie imprese, sono scarsamente utilizzati.

Vi sono tre famiglie principali di *covenants*:

---

<sup>11</sup> Articolo 13 del D.lgs n. 14/2019.

- 1) *Positive covenants* (cioè gli obblighi di fare). Un esempio potrebbe essere quello di imporre un aumento di capitale trascorsi due anni dall'inizio dell'ammortamento del mutuo.
- 2) *Negative covenants* (obblighi di non fare). Un esempio potrebbe essere quello di imporre ad un'azienda di non modificare la compagine societaria durante tutta la durata del finanziamento
- 3) *Financial covenants* che sono i *covenants* di natura finanziaria. Un esempio è il DSCR (*Debt service coverage ratio*).

Gli IAS *adopter* hanno l'obbligo di rappresentare gli impegni sottoscritti sotto forma di *covenants* nelle note al bilancio.

Il crescente livello di innovazione, unito alla sempre maggiore competitività presenti nei mercati, spingono le società ad avere continuamente bisogno di ingenti risorse finanziarie per effettuare gli investimenti necessari ad acquisire una posizione di supremazia in termini di quota di mercato.

Alcune volte queste risorse provengono dai risultati della gestione corrente (autofinanziamento), altre volte dal capitale apportato dai soci mentre altre volte da fonti esterne.

Negli ultimi anni molte società sono fallite per crisi liquidità dovute, in alcuni casi, all'impossibilità di accedere a nuove linee di credito mentre, in molti casi, all'incapacità di onorare i finanziamenti ricevuti da terzi. Proprio per questo negli ultimi anni l'attenzione degli studiosi si è spostata dalla componente reddituale/patrimoniale a quella finanziaria. In particolare gli studi si sono concentrati sulla capacità societaria di generare/assorbire i flussi di cassa attraverso l'analisi del rendiconto finanziario.

Conclusa questa premessa si può intuire maggiormente l'importanza del *Debt Service Coverage Ratio* (DSCR). Questo indicatore permette di verificare in maniera "dinamica" la solvibilità in riferimento ai finanziamenti ottenuti. Il DSCR si calcola attraverso la seguente formula:

$$\text{DSCR} = \frac{\text{Cash flow della gestione caratteristica al netto del pagamento delle imposte d'esercizio}}{\text{Flusso finanziario per il pagamento degli interessi passivi e della quota capitale del debito}}$$

Il seguente indicatore è ampiamente diffuso al giorno d'oggi per valutare lo stato di salute societaria.

È fondamentale, ovviamente, andare ad analizzare il valore assunto dal DSCR.

Se questo assume un valore superiore all'unità significa che la società è in grado di generare un flusso di cassa operativo (al netto delle imposte) che eccede le risorse necessarie al pagamento del debito e quindi gode di una buona solidità finanziaria. Se il seguente valore è uguale ad 1 vuol dire che la società possiede un equilibrio finanziario precario mentre se è inferiore all'unità la società è caratterizzata da una forte instabilità finanziaria. Se l'indice risulta essere inferiore ad 1 la società presenterà numerose problematiche nell'accedere a nuove linee di credito.

L'evidenza empirica dice che il valore minimo è compreso tra 1,20 e 1,30.

## 2.5.2 Rilevanza nella valutazione del going concern

La rottura dei *covenants* rappresenta un elemento molto importante nel valutare lo stato di salute societaria. È molto intuitivo immaginare il perché di tutto questo. Come accordo tra due parti, il suo mancato rispetto da parte della società rappresenta, senza dubbio, un campanello d'allarme che può determinare una situazione di instabilità per due motivazioni principali:

- a) peggioramento delle condizioni del finanziamento;
- b) interruzione del finanziamento precedentemente concesso.

Queste due possibili situazioni hanno come diretta conseguenza quella di un deterioramento delle condizioni finanziarie della società. Infatti nel primo caso avremmo un aumento degli interessi passivi mentre nel secondo una diminuzione delle risorse disponibili per far fronte agli investimenti da attuare che, in un contesto competitivo come quello attuale, si traduce in una forte perdita di competitività della società. Entrando più nel dettaglio e rifacendoci alle varie categorie di *covenants* possiamo dire che, soprattutto i *financial covenants*, possono essere frutto della *mala gestio del management* o di una congiuntura particolarmente negativa di mercato.

Infatti nel DSCR inferiore all'unità, ad esempio, la società si trova a non avere le risorse necessarie a coprire i costi del finanziamento. Questo può dipendere da una gestione troppo rischiosa del *management* che espone troppo la società agli investimenti (altamente rischiosi) effettuati.

Tutto questo ha un'ulteriore conseguenza oltre alle due presentemente esposte. La rottura del *covenant*, a prescindere dalla causa che lo ha determinato, porta ad una perdita di fiducia degli investitori nei confronti della società. Questo è sicuramente un elemento molto discriminante poiché la società si troverà a non avere, nel futuro, accesso a risorse fondamentali nel corso della sua vita.

Quest'ultima situazione è uno degli indicatori finanziari, visti precedentemente, che porta anche il revisore ad investigare più dettagliatamente per capire se sussiste il presupposto della continuità aziendale.

## 2.6 Valutazione della continuità aziendale basata sulle relazioni semestrali

Dopo aver definito che cosa si intende per *going concern*, i principi di riferimento ed i principali indicatori da tenere in considerazione, si procede con la parte pratica di questo capitolo.

Come già detto più volte, l'evidenza empirica si basa soprattutto sulle relazioni semestrali di dieci importanti società.

Mentre, come visto precedentemente, al 31.12.2019 si è proceduto esclusivamente a fornire un'informativa di natura qualitativa in ragione del COVID-19 come "*non adjusting event*", attraverso l'analisi delle

relazione semestrali si possono osservare gli effetti quantitativi che, la crisi generata dal virus, ha causato nei bilanci societari.

In particolare, per valutare se il Coronavirus ha determinato delle incertezze riguardo al *going concern*, si analizzano le relazioni semestrali considerando gli indicatori più rilevanti visti in precedenza che sono esclusivamente finanziari.

Tuttavia si terranno in considerazione anche le specificità delle singole società<sup>12</sup>.

Per tutte le società, facendo riferimento ai paragrafi precedenti, si valuteranno i seguenti indicatori:

- posizione finanziaria netta (*NFP*<sup>13</sup>)/MOL<sup>14</sup> (*EBITDA*<sup>15</sup>)
- posizione finanziaria netta/patrimonio netto (*Equity*)
- *free cash flows*<sup>16</sup>

Le società selezionate sono tutte quotate e rappresentano delle eccellenze nei settori in cui operano. La scelta non è stata affatto casuale ma, al contrario, si è basata sui dati macroeconomici emersi dagli studi effettuati. Secondo una ricerca della società di consulenza globale di strategia e marketing Simon-Kucher & Partners a subire la crisi maggiormente sono soprattutto il settore dei trasporti (Lufthansa) e dell'ospitalità. Sono minacciati, però, anche il settore automobilistico (FCA e Ferrari), del lusso (Kering) e dell'edilizia (Webuild). I settori che invece ne risentono meno (anche se in sofferenza) sono quello metallurgico e della produzione di energia, gas e petrolio (Edison ed Enel) mentre i settori meno colpiti, come quello farmaceutico (Novartis), si spera facciano da traino all'economia globale. Autogrill è stato scelto poiché risulta essere un business fortemente influenzato dal turismo. Le restrizioni agli spostamenti imposte dai governi (soprattutto durante il *lockdown*) hanno pesantemente colpito i risultati aziendali. Infine GEDI Gruppo Editoriale merita ugualmente un'attenzione particolare in ragione della sua attività tipica che probabilmente risentirà in maniera sostanziale della minore propensione agli investimenti pubblicitari. Attraverso lo studio approfondito delle società, si vogliono evidenziare gli impatti economico-finanziari subiti da esse e, conseguentemente, confermare o meno lo studio appena riportato.

---

<sup>12</sup> Ogni società ha dei punti di forza e debolezza che la rendono unica. Inoltre, considerando l'esterno, opera in un mercato con delle sue specificità e con dei *competitors* che hanno più o meno potere (quota) di mercato.

<sup>13</sup> *Net Financial Position or Net Debt*.

<sup>14</sup> Margine Operativo Lordo.

<sup>15</sup> *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*.

<sup>16</sup> Flusso di cassa netto che deriva da attività operative al netto delle acquisizioni e vendite di immobili, impianti, macchinari ed attività immateriali.

## 2.6.1 Edison

Edison S.p.A è un'azienda attiva nei settori dell'approvvigionamento, produzione e vendita di energia elettrica, gas e olio grezzo, controllata interamente dal gruppo francese Electricité de France.

Il primo indice che si prende in esame è dato dal seguente rapporto: PFN/MOL. Il valore del MOL, considerato sui 12 mesi, è di 626 milioni di euro (380+246). Rapportando quest'ultimo rispetto alla PFN di 624 si ottiene il seguente valore dell'indice:

$PFN/MOL = 624/626 = 1$ . Si può osservare come la società, partendo già da una situazione di stabilità finanziaria (l'indice ammontava a 0,9 il semestre precedente), ha confermato la sua solidità finanziaria. È fondamentale, tuttavia, fare una precisazione sull'ammontare della PFN.

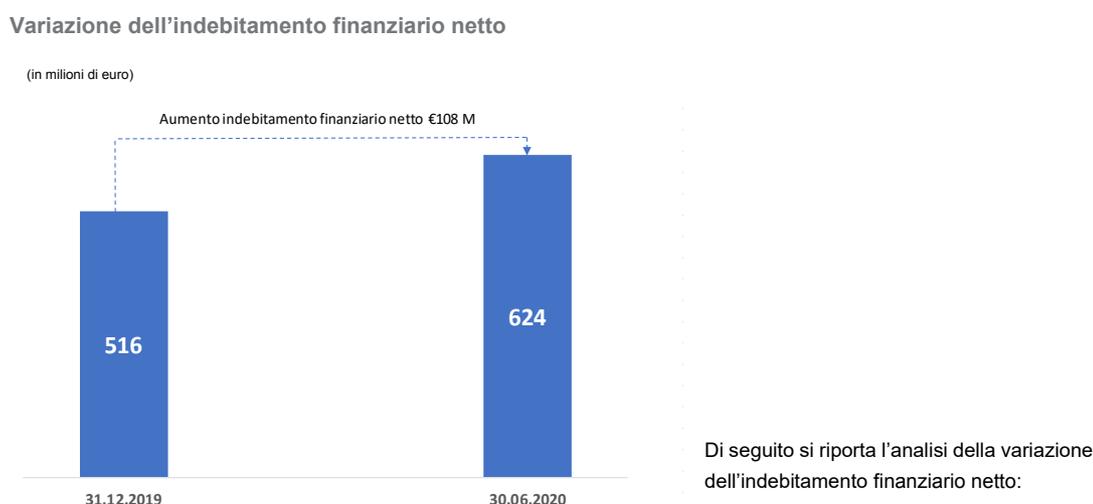


Figura 2- Variazione IFN, Relazione finanziaria semestrale Edison

Come si può osservare dal seguente grafico, nell'ultimo semestre si è assistito ad un aumento della PFN di 108 milioni di euro. Questo dato non è certo trascurabile e merita un'ulteriore attenzione.

Approfondendo maggiormente, si è potuto osservare come la causa principale di questa variazione sia proprio da riscontrare nella riduzione delle disponibilità liquide e mezzi equivalenti (riduzione da €283 milioni al 31.12.2019 a €126 milioni al 30.06.2020) e nella riduzione delle attività finanziarie (da €347 milioni a €146 milioni). Chiaramente tutto ciò è giustificato dalla situazione di recessione mondiale causata dal COVID-19 che ha determinato un peggioramento dei flussi di cassa operativi ma anche dagli investimenti effettuati (145 milioni di euro) dalla società nonostante il periodo di crisi. Continuando il calcolo degli indicatori finanziari si procede con l'analisi della *PFN/Equity*.

La PFN ammonta a 624, come si è osservato precedentemente, mentre l'*equity* ammonta a €5.379mn.

Allora l'indice PFN/Patrimonio netto è uguale a:

$$624/5.379 = 0,12 \text{ (12\%)}$$

Al 31.12.2019 lo stesso indice ammontava a 0,09 (516/5.513). Osservando il valore assunto è evidente come la società sia dotata di un'ottima indipendenza finanziaria.

Il dato più “preoccupante” si evince dall’analisi dei flussi finanziari.

Calcolando il flusso di cassa derivante dall’attività di esercizio al netto del flusso di cassa da attività di investimento risalta immediatamente il *trend* negativo.

Confrontando il primo semestre del 2020 con quello del 2019, la variazione negativa risulta essere di 402 milioni di euro. Il *free cash flow* al 30 giugno 2020 è di -76 milioni di euro. Questa notevole variazione negativa è riconducibile principalmente al flusso monetario dell’attività d’esercizio. Il saldo è passato ad assumere un valore di €161 milioni rispetto ai €475 milioni del semestre dell’anno precedente. Tuttavia, seppur dall’analisi del seguente rendiconto finanziario sia palese la negativa situazione finanziaria del semestre, le finanze societarie rimangono stabili poiché Edison S.p.A. non presentava carenze di liquidità. Tuttavia sarà sicuramente importante continuare a monitorare la sua evoluzione finanziaria post-COVID vista la situazione di forte incertezza e crisi mondiale.

Infine per quanto riguarda il rispetto dei *covenants*, la società sottolinea come il *covenant* finanziario, il cui mancato rispetto porterebbe al rimborso anticipato del debito, è stato rispettato a livello di gruppo. Una sola società risulta non averlo rispettato ma l’effetto, a livello di gruppo, risulta essere immateriale. Tutto ciò si evince anche dal seguente grafico:

Covenant finanziario	Rispetto covenant	Margine di adeguatezza
IFN/MOL		

Figura 3 – Rispetto *covenants*, Relazione finanziaria semestrale Edison

Dopo le verifiche effettuate su Edison S.p.A. si può affermare che la sua situazione, seppure con alcune problematiche giustificabili, risulta essere stabile nel suo complesso vista la solidità finanziaria di partenza. È innegabile, tuttavia, come gli effetti del COVID-19 siano emersi soprattutto dall’analisi dei flussi di cassa.

## 2.6.2 FCA (FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES)

Il gruppo FCA opera nel mercato *automotive* con i marchi Abarth, Alfa Romeo, Chrysler, Dodge, Fiat, Jeep, Lancia, Ram e Maserati. La società è stata costituita in seguito alla fusione di Fiat e Chrysler nell’ottobre del 2014. La società è quotata nella borsa di New York ed attualmente è il settimo costruttore automobilistico in tutto il mondo di vetture, veicoli commerciali, componenti e sistemi di produzione. Dopo aver presentato brevemente il gruppo, si procede all’analisi degli indici analizzati precedentemente. Il percorso di analisi sarà sempre lo stesso per cercare di rendere la valutazione del *going concern* più chiara e lineare.

Si inizia dell'esame della struttura economico-finanziaria della società con l'indice *Net Debt/EBITDA*. Risulta essere molto importante sottolineare come il valore del *Net Debt* sia passato dall'essere negativo al 31.12.2019 (in quanto il valore della posta patrimoniale *cash and cash equivalents* risultava essere maggiore delle *total liabilities*) con un valore di -2.113 milioni di euro all'assumere un importo di 6.538 milioni di euro al 30.06.2020. Questo significa che la parte debitoria supera (abbondantemente) la cassa e le attività prontamente liquidabili della società. Questo brusco cambiamento è dipeso dall'azione combinata delle seguenti variazioni:

- l'aumento dei debiti verso le banche (da €4.718 milioni al 31.12.2019 a €13.700 milioni di euro al 30.06.2020);
- la riduzione della cassa della società (variazione negativa di 1.100 milioni di euro).

Venendo invece alla componente economica dell'indice (quindi all'*EBITDA*), si può vedere come anche questo importante indicatore abbia subito una pesante variazione negativa (rispetto al primo semestre del 2019) di €3.605 milioni. Il valore dell'*EBITDA* dopo il primo semestre dell'anno corrente risulta essere ugualmente positivo (1.729 milioni di euro).

Tuttavia utilizzando l'*EBITDA* annuale per il calcolo dell'indice *Net Debt/EBITDA* è chiaro che gli effetti negativi del primo semestre del 2020 siano compensati dai risultati del secondo semestre del 2019. Il valore dell'indice *Net Debt/EBITDA* è il seguente:

$$6.538/12.113 = 0,54$$

L'indice dice molto sulla condizione societaria. FCA partendo da una situazione ottima, seppur influenzata dagli effetti della pandemia, risulta essere tuttora estremamente stabile dal punto di vista finanziario.

Fermarsi a questo punto dell'analisi potrebbe apparire (erroneamente) come la società, nonostante sia stata impattata fortemente dal COVID-19, abbia comunque ottenuto dei risultati positivi nel primo semestre.

Tutto questo non è avvenuto assolutamente. Il mercato *automotive* è stato uno dei settori più colpiti. La società è riuscita a restare in salute finanziaria poiché la situazione di partenza era eccellente.

Esaminando in maniera attenta il *free cash flow* aziendale, tutto quanto detto precedentemente viene confermato. La riduzione subita da quest'ultimo, confrontando il primo semestre del 2019 e quello del 2020, è molto significativa. Nello specifico questa variazione negativa di 10.493 milioni di euro ha portato il saldo del *free cash flow* a -€8.919 milioni (al 30.06.2020).

Dopo aver riportato i seguenti dati risulta chiaro ed evidente come l'impatto sia stato considerevole sulla situazione finanziaria ma anche economica poiché la perdita subita in conto economico nel primo semestre del 2020 è di 3.802 milioni di euro.

Passando in ultima fase al calcolo dell'indice *Net Debt/Equity* per valutare l'indipendenza finanziaria si osserva che il suo valore è il seguente:

$$6.538/24.900 = 0,26 (26\%).$$

Appare chiaro, dunque, l'equilibrio delle poste passive.

In tema di *covenants*, invece, la società dichiara di aver rispettato tutti i parametri stabiliti nonostante gli esiti negativi riportati nell'ultimo semestre. Questo le permetterà di usufruire di ulteriori linee di credito vista la stabilità mostrata.

La società quindi decide di finanziare l'attività aziendale utilizzando in maniera consistente le proprie fonti. Terminata l'analisi di FCA si può concludere che, nonostante la situazione complessiva societaria sia peggiorata nell'ultimo semestre a causa della pandemia COVID, la società mostra di essere pienamente capace di perdurare nel tempo.

### 2.6.3 GEDI Gruppo Editoriale

GEDI Gruppo Editoriale è uno dei principali nel settore dei media essendo editore di la Repubblica, Il Secolo XIX, il settimanale l'Espresso e altri periodici. Fanno parte del Gruppo anche tre emittenti radiofoniche nazionali (Radio DeeJay, Radio Capital, m2o). GEDI opera, inoltre nel settore Internet e raccoglie la pubblicità, tramite la concessionaria Manzoni, per i propri mezzi e per editori terzi. Presidente è John Elkann e Amministratore delegato Maurizio Scavanino. La società risulta attualmente quotata. Si procede ora all'analisi degli indicatori già visti precedentemente.

GEDI rappresenta un caso diverso da quello appena visto. Esaminando l'indice PFN/MOL, emerge che il denominatore ha un valore negativo. Lo studio dell'indice con il MOL negativo non permette di effettuare alcuna considerazione. Se il margine operativo lordo è negativo la società non riuscirà attraverso la sua attività ad estinguere la sua parte debitoria netta. Solamente in presenza di entrambi i valori positivi ha un'utilità il calcolo dell'indice.

La PFN ammonta a 112,2 milioni di euro mentre il MOL ha un valore negativo, come affermato precedentemente (-11,6 milioni).

Avere un MOL negativo è un segnale pessimo per la società poiché significa che il Gruppo, attraverso la sola gestione caratteristica, riduce le sue risorse. L'EBITDA (MOL) infatti, non tiene conto degli oneri finanziari e proventi finanziari, dei costi e ricavi straordinari e delle imposte.

Procedendo con l'esame dei dati, si considera l'indice *PFN/Equity*.

In questo caso, il suo ammontare risulta pari ad:

$$112,2/273,5 = 0,41 \text{ (41\%)}$$

La società risulta essere poco esposta al finanziamento di terzi essendo finanziata, per la maggior parte, dai propri mezzi.

Procedendo poi all'analisi del rendiconto finanziario per osservare il *free cash flow*, emerge come il suo ammontare sia di -€10,8 milioni. La situazione è alquanto delicata se il valore negativo si considera unitamente a quelli già visti. Dall'analisi della documentazione emerge come la società si trovasse già in una

situazione critica pre-COVID. Risulta lecito quindi presentare delle incertezze riguardo la continuità aziendale.

Tuttavia, proprio in merito a quest'ultima considerazione, il *management* assicura la continuità aziendale. La loro affermazione trae origine dalle nuove prospettive di credito possibili garantite da SACE, come da Decreto rilancio del 19 maggio 2020, nonché dalla conferma ottenuta dalle banche creditrici della sospensione per un periodo di due semestri dei *covenants*.

Il Gruppo ritiene di disporre di leve gestionali adeguate a garantire prospettive di sviluppo positive nel medio-lungo periodo, sia pure in un quadro inevitabilmente compromesso per il 2020.

Nonostante il *management* abbia garantito la continuità aziendale, fornendo le dovute giustificazioni, la società di revisione deve valutare minuziosamente tutta la documentazione in loro possesso ed eventualmente chiederne ulteriore prima di assicurare la continuità aziendale.

GEDI rappresenta perfettamente il prototipo di società in condizioni finanziarie non ottimali che, a causa della recessione causata dal COVID-19, mostra seri dubbi in tema di *going concern*.

La sua capacità di continuare a perdurare è fortemente influenzata dalle prossime evoluzioni del virus, dalle eventuali misure restrittive che verranno applicate e soprattutto dalla disponibilità dei soci di apportare ulteriore capitale in caso di necessità.

#### 2.6.4 Autogrill

Autogrill è un'azienda multinazionale italiana che opera nel settore dei servizi di ristorazione per chi viaggia. Opera prevalentemente tramite contratti di concessione all'interno di aeroporti, autostrade e stazioni ferroviarie. Il gruppo è attivo nel settore della ristorazione che rappresenta il settore storico del gruppo, sviluppato prevalentemente in Nord America ed in Europa. Autogrill, quotata alla borsa di Milano, è controllata da Schematrentaquattro S.p.A (partecipata al 100% da Edizione S.r.l., *holding* finanziaria della famiglia Benetton) con il 50,1% del capitale sociale. La società vede al vertice l'amministratore delegato Gianmario Tondato Da Ruos.

Il settore della ristorazione è stato fortemente colpito dal COVID-19.

La chiusura totale di tutte le attività commerciali (escluse quelle strettamente necessarie) ha reso impossibile alla ristorazione fornire i propri servizi tipici.

Prima di iniziare l'analisi finanziaria di Autogrill si può immaginare come le sue *performances* siano state fortemente condizionate dalla pandemia. Nei primi sei mesi del 2020 le vendite, con particolare effetto a partire dal mese di febbraio, sono state negativamente impattate dalla progressiva chiusura della gran parte

della rete distributiva del gruppo e dalla significativa riduzione del traffico nella restante parte con una diminuzione complessiva netta del 52,3%.

Il *management* ha posto in essere una serie d'azioni per mitigare gli effetti negativi derivanti dalla crisi conseguente alla pandemia COVID-19 come ad esempio la riduzione dei costi del personale e degli altri costi operativi.

Le seguenti azioni, però, non hanno compensato la forte riduzione dei ricavi. Questo ha comportato una riduzione dell'EBITDA che ha subito la seguente variazione:

(€m)	Primo Semestre 2020	Primo Semestre 2019	Variazione	
			a cambi correnti	a cambi costanti
<b>EBITDA</b>	<b>52,0</b>	<b>454,3</b>	<b>-88,6%</b>	<b>-88,7%</b>

Figura 3 – Variazione EBITDA, Relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2020 Autogrill

Guardando la componente finanziaria, si osserva che la posizione finanziaria netta è passata da un valore di 2.497,9 a 3.294,9 milioni di euro.

L'incremento della PFN è frutto, in larga parte, dell'assorbimento di cassa netta del primo semestre.

A tal proposito, Autogrill, nel corso del primo semestre 2020, ha dato luogo ad una strategia di rafforzamento finanziario. Tale strategia è stata tramutata, nella pratica, nell'apertura di nuove linee di credito e nella posticipazione delle scadenze dei finanziamenti.

L'indice PFN/EBITDA assume il seguente valore (EBITDA su 12 mesi):

$$3.294,9/558,3 = 5,9.$$

Il seguente valore non è affatto trascurabile poiché risulta essere vicino al limite massimo indicato dalla BCE (6 anni) in occasione dell'*Asset Quality Review* operata sulle banche europee. Veniva fatta una valutazione, utilizzando il valore 6 dell'indice PFN/EBITDA, sulla clientela delle banche. Si distinguevano i clienti "buoni" (ovvero i *performing loans*) con un valore dell'indice inferiore a 6 da quelli "cattivi" (ovvero *non performing loans*) con un valore superiore a 6. La BCE aveva, infatti, osservato che le aziende fallite che erano divenute crediti deteriorati per le banche, avevano superato mediamente tale soglia nello specifico indicatore. È chiaro che questo indicatore non ha valore assoluto tuttavia il superato di questa soglia critica, rappresenta una potenziale crisi societaria.

Come era prevedibile la situazione complessiva di Autogrill non è affatto rassicurante.

Se poi consideriamo che il *free cash flow* del primo semestre è di - 419,8 milioni di euro, le considerazioni da svolgere prima di garantire il *going concern* sono molteplici anche alla luce della possibile evoluzione della pandemia. Tuttavia grazie ai nuovi finanziamenti ricevuti e alle disponibilità già presenti in società, Autogrill vanta un livello di cassa di 500 milioni di euro.

Il *management* prevede un consumo di cassa atteso di 150-200 milioni di euro nel secondo semestre. Questo rende la condizione finanziaria della società più stabile ma i possibili risvolti economici futuri sono del tutto

incerti. In ultima analisi si procede al calcolo dell'indice PFN/Patrimonio netto per valutare l'equilibrio nelle fonti di finanziamento.

L'indice ha il seguente valore:

$$3.294,9/647,1 = 5,1.$$

La situazione è altamente rischiosa perché la società è troppo esposta a fonti esterne per il finanziamento della propria attività.

Seppur le scadenze dei debiti siano state posticipate (nessuna significativa scadenza del debito prima del 2023), la società è costretta ad incrementare notevolmente i risultati di periodo nei prossimi esercizi per far fronte ai pagamenti dei finanziamenti ricevuti.

Venendo invece al rispetto dei *covenants*, la società comunica nella relazione semestrale che, a seguito della pandemia COVID-19 ha proceduto ad effettuare una serie di accordi con le proprie banche finanziatrici e i *bondholder* per la temporanea sospensione (“*covenant holiday*”) della verifica dei parametri finanziari (*leverage ratio e consolidated EBITDA/consolidated net finance charges*). In seguito a questi accordi, quindi, il periodo di *covenant holiday* sarà in atto per 15 mesi a partire dal 30 giugno 2020 incluso ed estendibile al 31 dicembre 2021 al verificarsi di specifiche condizioni. La situazione di Autogrill è quindi instabile e risulta essere fortemente dipendente dai cambiamenti economici futuri.

### 2.6.5 Kering

Kering è un gruppo internazionale con sede a Parigi che opera nel settore del lusso. Sostiene e promuove alcuni dei più rinomati marchi di moda, pelletteria, gioielli e orologi: Gucci, Saint Laurent, Bottega veneta, Balenciaga, Alexander McQueen, Brioni, Boucheron, Pomellato, Dodo, Qeelin, Ulysse Nardin, Girard-Perregaux e Kering Eyewear.

È quotata nel mercato Euronext Parigi. Dal 2005 la società è guidata da François-Henri Pinault, figlio del fondatore François Pinault, e nel 2013 il gruppo viene rinominato Kering.

Osservando la parte finanziaria della società emerge l'incremento dell'indebitamento finanziario netto. Fermo restando il forte aumento, se ci si fermasse ad un'analisi superficiale senza approfondire lo studio, la situazione potrebbe sembrare alquanto critica. Tuttavia esaminando singolarmente le variazioni intercorse nell'ultimo semestre, si può notare come la variazione più significativa è rappresentata dal pagamento dei dividendi come si evince dal grafico.

<i>(in € millions)</i>	June 30, 2020	Dec. 31, 2019	Change	June 30, 2019
<b>Net debt as of January 1</b>	<b>2,812.2</b>	<b>1,711.4</b>	<b>1,100.8</b>	<b>1,711.4</b>
First-time application of IFRS 16	N/A	(78.7)	78.7	(78.7)
Free cash flow from operations	(565.6)	(1,520.7)	955.1	(1,532.7)
Dividends paid	1,001.6	1,342.1	(340.5)	1,332.7
Net interest paid and dividends received	142.4	161.2	(18.8)	115.3
Net acquisitions (disposals) of Kering shares	2.0	402.1	(400.1)	152.7
Repayment of lease liabilities	386.9	749.6	(362.7)	284.6
Other acquisitions and disposals	39.1	323.2	(284.1)	95.1
Other movements	(3.1)	(278.0)	274.9	54.2
<b>Net debt at the period end</b>	<b>3,815.5</b>	<b>2,812.2</b>	<b>1,003.3</b>	<b>2,134.6</b>

Figura 4 – Variazione *Net Debt*, Kering *First-Half Report* 2020

Il pagamento dei dividendi rappresenta un elemento di “stabilità societaria”. Il *management*, effettuando scelte razionali e consapevoli, non si priverebbe mai di risorse interne se fossero indispensabili per il proseguo dell’attività della società.

Passando all’EBITDA si osserva come quest’ultimo, nonostante la considerevole diminuzione rispetto al primo semestre 2019, sia ugualmente ampiamente positivo. Nel particolare la variazione subita è la seguente:

EBITDA	1,675.0	2,809.3	-40.4%
--------	---------	---------	--------

Figura 5 – Variazione EBITDA, Kering *First-Half Report* 2020

Fatta questa premessa passiamo all’analisi dell’indice *Net Debt*/EBITDA.

L’EBITDA calcolato sui 12 mesi ha un valore di  $1.675+3.214,7= 4.889,7$  milioni di euro.

Il valore dell’indicatore, quindi, ammonta a  $3.815,5/4.889,7$  ed è uguale a 0,78.

Kering conferma la sua eccellente situazione economico-finanziaria nonostante il settore del lusso, come visto precedentemente, sia stato notevolmente colpito dalla crisi economica scatenata dalla pandemia.

Per quanto riguarda la rottura di eventuali *covenants* connessi ai finanziamenti, Kering rimanda ad un’analisi più dettagliata nella relazione annuale poiché in quella semestrale non vengono menzionati. In data 31.12.2019 i *covenants* risultano essere rispettati dalla società.

Utilizzando sempre il *Net debt*, si calcola l’indipendenza finanziaria della società nel seguente modo:

$Net\ debt/Equity= 3.815,5/10.207,2= 0,37$ .

Anche questo indice rileva la buona struttura finanziaria societaria che risulta essere poco esposta a fonti esterne.

Passiamo in ultima analisi a valutare il free *cash flow* del primo semestre.

L’analisi di questo indicatore è in linea con i precedenti. Sebbene risulti chiaro il *trend* negativo generato dalla pandemia, la società è riuscita a presentare un saldo positivo che nello specifico ammonta a 565,6 milioni di euro rispetto ai 1.532,7 del primo semestre 2019. Risulta chiaro come la società sia stata impattata

nei suoi risultati (soprattutto economici). I ricavi di Kering, infatti, se paragonati alle stime originali fatte per il primo semestre del 2020, risultano essere inferiori per un valore che oscilla tra 2,5-3,2 miliardi di dollari. Questo è frutto soprattutto del *core business* societario. In un momento di crisi mondiale come quella generata dal COVID-19, la riduzione del “superfluo” è qualcosa di aspettato. Inoltre una quota importante della clientela di Kering è proprio rappresentata dalla Cina e dal mercato asiatico nel suo complesso. Le dure restrizioni applicate dal governo cinese unite alla forte preoccupazione generata dal “coronavirus” hanno determinato una forte riduzione dei consumi.

L'estensione del contagio in Europa e in America hanno peggiorato notevolmente la situazione.

L'impossibilità di lavorare per una gran parte della popolazione ha ridotto notevolmente la capacità di spesa della domanda. La diretta conseguenza è stata la riduzione degli acquisti.

Nonostante Kering abbia cercato di ridurre i costi (quelli variabili in particolare), la manovra non ha compensato la forte riduzione dei ricavi.

Tuttavia nonostante gli impatti economico-finanziari siano stati importanti, Kering continua a primeggiare nel proprio settore e, di conseguenza, la continuità aziendale non è messa in alcun modo in dubbio.

## 2.6.6 Lufthansa

Lufthansa è la principale compagnia aerea tedesca e tra le più importanti compagnie aeree al mondo. La sede legale si trova a Colonia. Il presidente e amministratore delegato del gruppo è Carsten Spohr. È molto interessante osservare dettagliatamente le conseguenze del COVID-19 sul gruppo Lufthansa poiché uno dei settori maggiormente colpiti (probabilmente il più colpito) dalla pandemia, è quello dei trasporti viste anche le restrizioni imposte durante il *lockdown*.

Prima di commentare il valore assunto dall'indice *Net Debt*/EBITDA è utile analizzare le variazioni subite dal numeratore e denominatore dell'indice. L'indebitamento finanziario netto (*Net Debt*) è passato da €6.234 milioni a €7.314 milioni. La variazione è sicuramente notevole soprattutto se considerata unitamente all'EBITDA. Quest'ultimo ha avuto, come si poteva prevedere, un tracollo verso il basso come si può osservare nell'estratto riportato dalla relazione semestrale di Lufthansa.

		Jan - Jun 2020	Jan - Jun 2019	Change in %	Apr - Jun 2020	Apr - Jun 2019	Change in %
Adjusted EBITDA	€m	-1,578	1,736		-1,038	1,415	

Figura 6 – Variazione EBITDA, Lufthansa 2ND *Interim Report*

Utilizzando l'EBITDA su base annuale (€1.404 milioni) si procede al calcolo dell'indice *Net Debt*/EBITDA:  
 $7.314/1.404 = 5,21$ .

Il valore dell'indice risulta essere molto vicino al valore "critico" indicato dalla banca centrale europea. Bisogna prestare, dunque, molta attenzione all'andamento futuro della società.

Già l'analisi del precedente indice e dei suoi componenti supporta le ipotesi fatte in precedenza.

Il *lockdown* e le dure restrizioni agli spostamenti durante la pandemia hanno sicuramente inciso negativamente nel risultato semestrale. L'attività della società è stata infatti interrotta pesantemente ed a lungo. Questo ha portato ad un netto calo dei ricavi. Il taglio dei costi è riuscito in piccola parte a compensare lo *shock*.

Il secondo indice che merita attenzione è il rapporto *Net Debt/Equity*. Guardando il valore *dell'equity* è importante fare una considerazione. Il suo importo nell'ultimo semestre si è ridotto di €4.554mn arrivando ad assumere un valore di €5.702 milioni. La causa principale di questa riduzione è la perdita in conto economico dell'ultimo semestre. Tutto questo comunque non lascia sorpresi alla luce delle precedenti valutazioni. Il valore del secondo indice è dunque dato dal seguente rapporto:

$$7.314/5.702 = 1,28$$

La notevole diminuzione dell'*equity* ha generato una situazione negativa poiché la società utilizza una quota consistente di fonti esterne per finanziare la propria attività.

Né la relazione semestrale né la relazione annuale del 2019 descrivono la presenza di *covenants* collegati ai finanziamenti ottenuti dalla società.

Come ultimo indicatore di solidità finanziaria si procede all'analisi dell'*adjusted free cash flows*<sup>17</sup>.

Adjusted free cash flow	€m	-510	269	-1,130	91
-------------------------	----	------	-----	--------	----

Figura 7 – Variazione *Free cash flow*, Lufthansa 2ND Interim Report

L'esame del *free cash flow* va a confermare quanto detto dai precedenti indici.

Il brusco calo è dovuto alla profonda crisi dei trasporti nell'ultimo trimestre.

Lufthansa rappresentava una società solida sia dal punto vista economico sia finanziario. Purtroppo le conseguenze del COVID-19 nelle condizioni societarie sono stati pesanti.

Nonostante il *management* si sia mosso tempestivamente cercando anche la differenziazione dell'offerta, la continuità aziendale della società (come gran parte delle altre maggiori compagnie aeree) è fortemente influenzata dai futuri esiti del virus.

<sup>17</sup> *Free cash flow adjusted for effect of IFRS 16 (Leasing)*.

## 2.6.7 Novartis

Novartis è tra le prime cinque aziende farmaceutiche al mondo. Ha sede in Svizzera ed è nata nel 1996 dalla fusione di Sandoz e Ciba-Geigy. L'azienda produce farmaci per il trattamento di malattie cardiovascolari, il morbo di *Alzheimer*, la generazione maculare senile, l'osteoporosi e altro ancora.

Attualmente è quotata al New York Stock Exchange e allo Swiss Market Index.

La società vede all'apice della sua struttura organizzativa il CEO Van Narasimhan.

Il settore farmaceutico è uno dei settori che ha risentito in maniera minore della pandemia.

Novartis, come abbiamo visto, rivolge la propria offerta a consumatori che, per la maggior parte, sono costretti all'assunzione continuativa dei farmaci per migliorare la qualità della vita per evitare situazioni croniche. Quindi c'è una consumazione costante durante tutto l'anno. Questo discorso non riguarda chiaramente tutta la gamma dei prodotti farmaceutici di Novartis. Il Voltaren ad esempio che è un antiinfiammatorio/antireumatico rappresenta un discorso differente.

Più in generale diciamo che i prodotti Novartis rappresentano dei beni necessari poiché devono salvaguardare la salute. Il diritto alla salute è un diritto fondamentale di ogni essere umano. Chiaramente in una situazione come quella attuale non sorprende che il settore farmaceutico sia uno dei meno colpiti dalla pandemia.

Conclusa questa introduzione si può iniziare l'esame finanziario della società.

Il primo indice da considerare è costituito dal rapporto tra *Net Debt* ed EBITDA.

Il numeratore ammonta a 26.527 milioni di dollari mentre il valore del denominatore è aumentato del 3,90% nell'ultimo semestre (è passato da 5.105 milioni di dollari del primo semestre del 2019 a \$5.096mn).

Calcolando l'indice citato inizialmente utilizzando sempre l'EBITDA *annuale*, il valore che si ottiene è il seguente:

$$26.537/9.277 = 2,86$$

Il valore dell'indice non desta particolari preoccupazioni.

Seguendo lo schema utilizzato anche per le altre società, si procede all'analisi del seguente indicatore finanziario:

$$Net\ Debt/Equity = 26.537/53.885 = 0,49\ (49\%).$$

Anche il presente indice non presenta criticità ma, al contrario, è sinonimo di perfetto equilibrio tra le poste passive.

Passiamo in ultima analisi a considerare la variazione del *free cash flow*.

(USD millions)	H1 2020	H1 2019
<b>Total free cash flow</b>	<b>5 652</b>	<b>5 419</b>

Figura 8 – Variazione *Free cash flow*, Novartis *Condensed interim financial report*

Come si può osservare la variazione risulta essere positiva.

L'analisi dei *free cash flows* ha confermato le considerazioni esposte ad inizio paragrafo circa la minore incisività del COVID-19 sul settore farmaceutico.

In tema di *covenants* la società dichiara di presentare solamente *general default covenants* connessi ai debiti finanziari totali (sia di breve che lungo termine). Il gruppo è in *compliance* con questi *covenants*.

Dagli esami effettuati si può affermare che la continuità aziendale di Novartis non sia in alcun modo incerta.

La società, nel corso del semestre, ha ottenuto dei risultati positivi a conferma di quanto detto ad inizio capitolo. Il settore farmaceutico, a differenza degli altri settori analizzati, non ha subito l'effetto generato dalla pandemia ma, al contrario, ha ottenuto delle variazioni positive.

In un contesto mondiale caratterizzato da una profonda recessione economica, il settore farmaceutico deve compensare, almeno parzialmente, i forti impatti negativi generati dal virus.

## 2.6.8 Ferrari

Ferrari è una società automobilistica con sede legale ad Amsterdam e sede operativa a Maranello.

Le azioni di Ferrari sono state introdotte in borsa a Milano (per larga parte) e a Wall Street (in piccola parte).

Analizzando la sua composizione interna si può osservare come Ferrari sia guidata dall'amministratore delegato Louis C. Camilleri. Il direttore del consiglio di amministrazione è invece John Elkann.

Il settore automobilistico è stato un settore colpito in misura considerevole (come già detto). Sebbene non ai livelli del settore dei trasporti, le conseguenze del COVID-19 sulla situazione economico-finanziaria sono state indiscutibili. Ferrari, però, presenta un'offerta molto particolare. La sua produzione consiste in macchine di lusso. Da ciò deriva che i suoi clienti abbiano un reddito ben al di sopra della media mondiale. Gli effetti del COVID-19 su questi abitanti è percepita in maniera differente. Solo in rari casi, infatti, la loro solidità patrimoniale è stata intaccata al punto tale da modificare pesantemente la loro capacità di spesa. Da questo ne deriva che Ferrari (e di conseguenza del risultato d'esercizio) sia stata impattata meno di altre case automobilistiche.

Certamente però i suoi effetti sono stati materiali. Bisogna anche considerare che la riduzione dei ricavi è da imputare, oltre al minor volume di vendite, alla sospensione del campionato di F1 ed alla riduzione delle vendite dei biglietti per l'entrata nei musei Ferrari.

Iniziando con la valutazione vera e propria delle condizioni economico-finanziarie, si può osservare come la società abbia aumentato il suo indebitamento finanziario netto.

	<u>At June 30,</u> <u>2020</u>	<u>At December 31,</u> <u>2019</u>
	(€ million)	
<b>Net Debt (A)</b>	<b>(1,645)</b>	<b>(1,192)</b>

Figura 9 – Variazione *Net Debt*, Ferrari *Semi-annual report*

L'aumento del *Net Debt* è stato motivato dal *management* come risposta ad una possibile crisi di liquidità futura (vista la situazione corrente).

L'*EBITDA*, come era prevedibile, ha subito una discreta riduzione causata dall'inizio della pandemia. Infatti la variazione negativa è stata riscontrata nell'ultimo trimestre dove l'*EBITDA*, paragonato al medesimo trimestre del 2019, risulta essere inferiore per un valore di €190mn. I valori dell'*EBITDA* al 30 giugno 2020 e 2019 sono i seguenti:

	For the three months ended June 30,		For the six months ended June 30,	
	2020	2019	2020	2019
	(€ million)			
<b>EBITDA and Adjusted EBITDA</b>	<b>124</b>	<b>314</b>	<b>441</b>	<b>625</b>

18

Figura 10 – Variazione EBITDA, Ferrari *Semi-annual report*

Calcolando adesso l'indice dato dal rapporto tra *Net Debt* ed *EBITDA* su base annuale si ottiene il seguente risultato:

$$1.645/1.081 = 1,52.$$

Il seguente valore, come espresso precedentemente per risultati simili, è sinonimo di stabilità societaria.

Proseguendo si calcola l'indice *Net Debt/Equity* dato dal rapporto:

$$1.645/1.347 = 1,22.$$

Il presente valore, al contrario dell'indice precedente, è sinonimo di disequilibrio nelle poste passive del bilancio poiché la società utilizza in maniera ridotta le fonti interne per fornire le risorse finanziarie necessarie alla società.

L'aumento dell'indice ha due motivazioni principali:

- l'aumento dell'indebitamento finanziario netto per i motivi visti in precedenza
- una lieve riduzione dell'*equity* dovuta soprattutto alla ritenzione degli utili.

Venendo all'analisi del flusso di cassa (*free cash flow*) confrontando il primo semestre dell'anno corrente con il precedente, si osserva la seguente variazione negativa:

	For the six months ended June 30,	
	2020	2019
	(€ thousand)	
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(111)</b>	<b>363</b>

Figura 11 – Variazione *Free cash flow*, Ferrari *Semi-annual report*

<sup>18</sup> Ferrari con il termine *adjusted EBITDA* definisce l'*EBITDA* rettificato di alcuni proventi e costi, di natura significativa, che si verificano sporadicamente e che quindi il *management* ritiene non riflettano l'attività operativa in corso.

La seguente variazione è dovuta soprattutto al *cash flow* dell'attività operativa ed in particolare alla seguente voce:

Profit before taxes	219,000	454,583
---------------------	---------	---------

Figura 12, Ferrari *Semi-annual report*

La società, in tema di *covenants*, non fa trapelare alcuna informazione nella relazione semestrale (come Kering). Tuttavia riprendendo la relazione annuale al 31.12.2019 emergono *covenants* connessi ai finanziamenti ottenuti (in particolare 2021 *Bond* e 2023 *Bond*). La società nella medesima data ha dichiarato di essere *compliance* con i *covenants*.

Ferrari mostra come, nonostante il settore automobilistico sia stato uno dei più colpiti dal COVID-19, sia stata in grado di reagire adeguatamente grazie alla propria situazione economico-finanziaria iniziale. Nonostante le sofferenze finanziarie subite nel primo trimestre, il Gruppo dimostra di essere in grado di continuare ad operare nel tempo senza che debbano essere sostenute ulteriori verifiche per garantire la continuità aziendale.

## 2.6.9 Enel

La descrizione di Enel è stata già introdotta nel primo capitolo in occasione dell'informativa societaria in bilancio del COVID-19.

Oltre a quanto detto, si riportano di seguito ulteriori informazioni.

Enel ha la sua sede legale a Roma. La società è guidata dal CEO Francesco Starace.

Entrando nel merito dello studio dello stato di salute societaria post-COVID-19 attraverso gli indici già analizzati per le altre società, prima di procedere al calcolo dell'indice, si analizzano le variazioni subite dai valori che lo compongono. Partendo dall'indebitamento finanziario netto, si osserva un incremento di quest'ultimo. La variazione positiva è giustificata dal fabbisogno generato dagli investimenti del periodo e dal pagamento dei dividendi. In particolare il suo ammontare corrente e la variazione rispetto al 31.12.2019 sono rispettivamente €50.411mn e €5.236mn.

Come sappiamo, seppur sia utile l'analisi a sé stante, l'indebitamento finanziario netto deve essere confrontato con la componente economica del bilancio che è data dal MOL.

Quest'ultimo, nell'ultimo semestre, è passato da un valore di €6.907mn a €8.645mn.

Chiaramente l'effetto congiunto dell'aumento dell'IFN e della riduzione del MOL ha portato ad un incremento (peggioramento) dell'indice. Il significato dell'aumento del valore, tramutato nella pratica, è che il tempo necessario alla restituzione del debito si allunga. Tuttavia, come sappiamo, l'indice PFN/MOL deve essere calcolato utilizzando il margine operativo lordo annuale quindi gli effetti saranno attenuati in parte.

$$\text{IFN/MOL} = 50.411/17.442 = 2,89.$$

Utilizzando sempre l'IFN si procede al calcolo del secondo indice.

$IFN/Patrimonio\ netto = 50.411/43.368 = 1,16$ .

A differenza del primo indice che testimonia una situazione relativamente tranquilla, il secondo riflette un disequilibrio notevole nelle passività. Presentare una componente debitoria addirittura maggiore dell'*equity* significa ricorrere continuamente a fonti esterne per dotarsi delle risorse necessarie con la conseguenza diretta di essere continuamente esposti ai risultati d'esercizio. Nella situazione attuale tutto questo appare altamente rischioso. Se la crisi economica si protrae anche nell'esercizio successivo, Ferrari inizierà a presentare una situazione finanziariamente instabile.

L'analisi dei *free cash flow* evidenzia invece una situazione negativa.

Tutto ciò è prevedibile poiché il COVID-19 ha colpito la liquidità di tutte le società. Sarebbe sorprendente vedere società con un saldo dei flussi di cassa positivo nell'ultimo semestre.

Chiaramente gli effetti, come si è visto finora, sono stati diversi poiché ogni società rappresenta un'entità a sé. Quello che però è fondamentale, è che il punto di partenza delle società sia solido.

Tornando a soffermarci alla situazione di Enel S.p.A., i *free cash flows* del primo semestre 2020 e 2019 sono rispettivamente -2.077 milioni di euro e 607 milioni di euro. La situazione, seppur decisamente mutata, risulta essere sostenibile alla luce delle analisi precedenti.

Conclusa l'analisi degli indici è opportuno soffermarci sul monitoraggio dei *covenants*.

La società, nella relazione semestrale, menziona solamente la presenza di questi impegni che sono connessi ai principali debiti finanziari a lungo termine del gruppo. Per maggiori informazioni la relazione semestrale rimanda alla relazione annuale.

Nella relazione annuale si specifica come sia previsto che al termine di ogni relazione semestrale, l'indebitamento finanziario netto consolidato non ecceda 4,5 volte l'*EBITDA* consolidato su base annua.

Dall'analisi fatta precedentemente appare chiaro come i *covenants* siano stati rispettati perfettamente.

Si può concludere, quindi, che sebbene le conseguenze apportate dal virus siano state materiali, la società risulta confermare la sua capacità di perdurare nel tempo anche se risulta essere fortemente esposta agli andamenti economici futuri.

## 2.6.10 Webuild

Salini Impregilo S.p.A. il 4 maggio 2020 ha comunicato il cambiamento del nome nella propria campagna pubblicitaria, avvenuta nelle principali testate e sui principali siti web di informazione italiani, nel giorno dell'assemblea degli azionisti chiamata appunto ad approvare il nuovo nome del gruppo: *Webuild* "più grande e più forte al servizio del paese".

*Webuild* è un gruppo italiano che opera nel settore delle costruzioni e dell'ingegneria. È attivo in oltre 50 paesi nella realizzazione di dighe e metropolitane, aeroporti autostrade, edilizia civile e industriale. La

società vanta la bellezza di 50.000 dipendenti (diretti ed indiretti). La società è quotata nell'indice FTSE Italia Mid Cap della Borsa di Milano.

Il presidente del consiglio di amministrazione e l'amministratore delegato sono rispettivamente Donato Iacovone e Pietro Salini.

La società opera in un settore (quello delle costruzioni) che è stato fortemente colpito dal COVID-19. Attraverso l'esame della situazione interna societaria si verificherà se le ipotesi fatte saranno confermate o meno.

Iniziando con l'osservazione della posizione finanziaria netta (rappresenta il numeratore dell'indice PFN/MOL che si andrà a calcolare), colpisce la variazione subita da questa.

Il suo valore, confrontato con quello al 31.12.2019, ha subito la seguente variazione:

Note (*)	31 dicembre 2019	30 giugno 2020	Variazione
<small>(Valori in Euro migliaia)</small>			
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>631.423</b>	<b>1.098.548</b>	<b>467.125</b>

Figura 13, Relazione finanziaria semestrale Webuild

La variazione rispetto al 31 dicembre 2019 è principalmente ascrivibile all'assorbimento di cassa verificatosi per far fronte all'incremento del capitale circolante avvenuta nel corso del primo semestre 2020 a seguito della diffusione della pandemia COVID-19, che ha generato un rallentamento della produzione e degli incassi da committenti.

Continuando la valutazione, si procede con lo studio del margine operativo lordo.

Il suo valore al 30.06.2020 e la sua variazione rispetto al primo semestre del 2019 sono i seguenti:

Note (*)	1° semestre 2019	1° semestre 2020	Variazione
<small>(Valori in Euro migliaia)</small>			
<b>Margine operativo lordo (EBITDA)</b>	<b>241.925</b>	<b>87.127</b>	<b>(154.798)</b>

Figura 14, Variazione EBITDA, Relazione finanziaria semestrale Webuild

La variazione negativa è da imputare alla riduzione dei ricavi che non è stata compensata dalla riduzione dei costi operativi.

Analizzati i due indicatori si procede con il calcolo dell'indice PFN/MOL (si utilizza come è stato fatto per tutte le società il MOL su base annuale che è pari a €376,4mn) che assume il seguente valore:

$$1.098,5/376,4 = 2,92.$$

La situazione, sebbene sia peggiorata notevolmente, risulta essere ugualmente stabile poiché la società rappresenta un'eccellenza nel settore in cui opera. Negli ultimi anni, infatti, ha mostrato una forte crescita e la continua ricerca della qualità.

Per concludere la precedente considerazione è fondamentale analizzare il *free cash flow*.

Quest'ultimo ha subito una notevole variazione negativa se confrontati con il primo semestre del precedente anno. I valori dei *free cash flows* al 30.06.2020 e al 30.06.2019 sono rispettivamente -428,7 e -143,5 milioni di euro.

Se non si procede ulteriormente nella spiegazione dei seguenti valori può sembrare come la società provenga da risulta finanziari negativi. In realtà la società nel primo semestre del 2019 aveva ottenuto un flusso di cassa dalla gestione operativa di + 94,8 milioni euro. Il saldo del *Free cash flow* risultava negativo poiché la società aveva utilizzato molta liquidità per effettuare investimenti.

La situazione nel primo semestre dell'anno corrente è del tutto diversa poiché già il saldo della gestione operativa risulta essere decisamente negativo (- 36, 2 milioni di euro). Nonostante la società abbia cercato di investire in maniera strettamente necessaria, il saldo ha subito ugualmente una forte riduzione negativa. Questo non deve affatto sorprendere poiché, come detto inizialmente, gli impatti della pandemia nel settore edile sono stati notevoli.

La società comunque non presenta problematiche particolari che mettono in dubbio la continuità aziendale. Si procede in ultima fase al calcolo dell'indice PFN/Patrimonio netto che è dato dal seguente rapporto:  $1.098,5/1.400,9 = 0,78$  (78%).

L'indice evidenzia una situazione che, seppur non particolarmente critica, deve essere monitorata.

Per quanto attiene la presenza di *Covenants*, si evidenzia che i prestiti obbligazionari sono quotati presso l'Irish Stock Exchange di Dublino e sono assistiti da *Covenants* che prevedono a carico del debitore (Webuild) di mantenere determinati indici economico-finanziari e patrimoniali che alla data del Bilancio consolidato semestrale risultano integralmente rispettati.

La società, dunque, nonostante abbia ottenuto risultati negativi nell'ultimo semestre risulta mantenere i propri tratti distintivi che le permettono di mantenere una posizione di prestigio nel panorama internazionale.

In questo paragrafo sono state analizzate società appartenenti, nella maggior parte dei casi, a settori differenti. Nonostante l'analisi svolta non sia stata esaustiva, è risultata essere comunque significativa. Attraverso il monitoraggio dell'evoluzione degli indicatori economico-finanziari sono emersi elementi significativi che hanno confermato, nella maggior parte dei casi, quanto era stato ipotizzato. Le società appartenenti ai settori che si riteneva fossero stati maggiormente colpiti, hanno subito degli impatti devastanti. Avere una situazione economico-finanziaria pre-COVID si è rivelata una condizione necessaria per contrastare gli effetti disastrosi causati dalla pandemia. In alcuni casi questa condizione essenziale è apparsa essere insufficiente a garantire la continuità aziendale senza aver svolto ulteriori verifiche (i casi più eclatanti sono stati Lufthansa ed Autogrill).

Le società che presentavano situazioni instabili già nel semestre dello scorso anno, hanno palesato significativi dubbi sulla continuità aziendale (GEDI gruppo editoriale).

Una considerazione importante, a mio avviso, su cui bisogna soffermarsi è la seguente:

le società che si sono mostrate capaci di superare quest'evento straordinario senza lasciare incertezze sul suo futuro, hanno sicuramente ottenuto dei benefici consistenti in termini di immagine agli occhi del mercato. Inoltre, considerando che una chiusura totale come è avvenuta durante il *lockdown*, non sia contemplata perché risulterebbe essere insostenibile per l'economia mondiale, le società nel prossimo futuro dovrebbero ottenere dei risultati economico-finanziari di esercizio positivi.

Questo permetterà di ristabilire la solidità aziendale posseduta all'inizio della pandemia e riprendere ad investire risorse per raggiungere la strategia prefissata.

In ultima analisi risulta importante sottolineare come, anche dall'analisi delle specifiche società, i dati macroeconomici sugli impatti settoriali del COVID-19 vengono confermati.

### 3. Il concetto di *Goodwill* (avviamento)

Nel capitolo precedente (in particolare nell'ultimo paragrafo del capitolo 2) è stata fatta un'analisi sulla capacità di garantire il presupposto della continuità aziendale da parte delle società selezionate. Una volta garantito il *going concern* (seppur con delle incertezze da monitorare nel corso dell'esercizio), è fondamentale continuare l'analisi degli *shocks* causati dal COVID-19 sui bilanci societari. Al di là degli "effetti normali" sulle poste operative di bilancio, il virus ha determinato dei forti impatti sulle attività immateriali. Queste, negli ultimi anni, hanno suscitato e stanno continuando a suscitare numerosi dibattiti. L'attenzione per gli *intangible assets* è dovuta al fatto che, se un'azienda vuole essere competitiva, deve puntare a gestire al meglio le proprie risorse e cogliere le opportunità che arrivano dall'ambiente in cui opera. Vista la complessità, la competizione e il dinamismo del contesto economico attuale, compito del *management* è quello di individuare le risorse cosiddette critiche dell'impresa e gestirle al meglio. Molti autori, non a caso, riconoscono nei beni intangibili il fulcro della criticità aziendale, afferma infatti Vicari, "la capacità di sopravvivenza dell'impresa nel lungo periodo è funzione del tipo di risorse immateriali possedute ed esse sono fonti di successo di questa",<sup>19</sup> anche Bruni e Campedelli sostengono "i fattori di natura immateriale connessi all'accumulazione di conoscenze amministrative, finanziarie, produttive e di marketing, rappresentano i fattori di successo dell'impresa"<sup>20</sup>.

La conseguenza di tutto questo è stata quella di spostare l'attenzione dal patrimonio materiale a quello immateriale dell'azienda.

Nel panorama degli *intangible assets*, una forte attenzione, negli ultimi anni, è stata rivolta al *goodwill* a seguito delle numerose e significative operazioni di M&A (*Merger and Acquisitions*) in cui si è riconosciuto un sovrapprezzo rispetto al valore contabile dei beni acquisiti. Per questo si è deciso di analizzare nel dettaglio la seguente posta contabile.

Il COVID-19 rappresenta una delle cause di possibili perdite di valore che giustificano l'applicazione dell'intero processo di *impairment*. È fondamentale tenere in considerazione che, le eventuali svalutazioni subite dal *goodwill* nel corso dell'esercizio, a seguito dell'*impairment test*, potrebbero essere una delle cause principali di ingenti perdite d'esercizio. Tuttavia grazie al legislatore nazionale, in forza dell'art. 6 d.l. 23/2020 (convertito con l. 40/2020), nel periodo dal 9 aprile 2020 al 31 dicembre 2020, qualora risulti che il capitale è diminuito di oltre un terzo in conseguenza di perdite, non si applicano le disposizioni di cui agli artt. 2446, commi 2 e 3, 2447, 2482-bis, commi 4, 5 e 6, e 2482-ter c.c., né opera la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli artt. 2484, comma 1, numero 4), e 2545-duodecies c.c., a prescindere da quale sia la data di riferimento del bilancio di esercizio o della situazione patrimoniale infra-annuale, dai quali emergono le predette perdite. Resta comunque fermo l'obbligo di convocare senza indugio l'assemblea per gli opportuni provvedimenti, ai sensi degli artt. 2446, comma 1, e

---

<sup>19</sup> Vicari S., *Risorse aziendali e funzionamento d'impresa, Finanza, Marketing e Produzione*, n.3, 1992

<sup>20</sup> Bruni G., Campedelli B., *La determinazione, il controllo e la rappresentazione del valore delle risorse immateriali nell'economia d'impresa*, in *Sinergie*, 1993

2482-bis, commi 1, 2 e 3, c.c., sia nei casi in cui per effetto di tali perdite il patrimonio netto è superiore al capitale minimo previsto dalla legge (fattispecie di cui agli artt. 2446 e 2482-bis c.c.), sia nei casi in cui, per effetto di perdite superiori a un terzo del capitale sociale, il patrimonio netto sia inferiore al capitale minimo previsto dalla legge (fattispecie di cui agli artt. 2447 e 2482-ter c.c.). La *ratio* della disposizione è quella di aiutare le società di capitali e i loro soci affinché possano mantenere invariata l'organizzazione e la rispettiva posizione sul mercato (le società) e all'interno dell'impresa (i soci), evitando operazioni di ricapitalizzazione, riorganizzazione o anche soltanto di riduzione nominale del capitale, che potrebbero risultare particolarmente onerose (le ricapitalizzazioni) o pericolose (le trasformazioni e le riduzioni nominali) nella situazione di crisi economica e finanziaria indotta dalla pandemia da COVID-19: così tentando di fronteggiare, o almeno ritardare e affievolire, il pericolo che la crisi economica sia occasione per la conquista di imprese indebolite tanto nel conseguimento dei risultati economici quanto nella loro organizzazione e struttura proprietaria, o causi l'eliminazione delle imprese che non possano giovare di un intervento finanziario immediato.

Tuttavia sebbene sia quindi ammesso un saldo del patrimonio netto pari a zero o addirittura negativo, una situazione del genere verrebbe malvista dal mercato e quindi da nuovi possibili finanziatori, con la diretta conseguenza di una forte perdita d'immagine.

Spiegata la scelta della posta del *goodwill*, in questo capitolo si illustreranno i principi che lo descrivono, la sua evoluzione storica e gli aspetti critici che hanno portato al cambiamento del principio contabile internazionale.

### 3.1 Definizione e principi di riferimento

La disciplina delle attività immateriali è contenuta principalmente nel principio contabile IAS 38. Non tutte le risorse immateriali, però, posseggono i requisiti per essere annoverate tra gli *intangible assets*. Il principio si applica a tutte le attività immateriali:

- 1) identificabili autonomamente;
- 2) non monetarie;
- 3) prive di consistenza fisica.

Ovviamente, però, la risorsa deve prima possedere due requisiti che si rifanno direttamente alla definizione di *asset* ossia:

- a) essere controllata dall'azienda dove per controllo “*si intende la possibilità di disporre e di gestire i benefici economici che deriveranno dalla risorsa*”<sup>21</sup>;
- b) generare benefici economici futuri che non devono essere necessariamente certi o probabili perché è solamente richiesto che la risorsa esista alla data di riferimento e che almeno in una circostanza possa generare benefici economici.

Soddisfatte queste due prerogative necessarie, l'*asset* deve poi possedere i requisiti presentati poc' anzi.

1) L'identificabilità permette di distinguere le attività immateriali dal *goodwill*. Quest'ultimo, infatti, non possiede tale caratteristica e viene determinato in via residuale poiché in esso confluiscono elementi eterogenei che non sono individualmente identificabili. Tali elementi, una volta entrati a far parte dell'avviamento, seguono la disciplina prevista per questa posta contabile. Nella versione revisionata dello IAS 38 la caratteristica dell'identificabilità può assumere due significati differenti. Quando l'*intangible* può essere oggetto di autonomo negozio giuridico (cessione, trasferimento a terzi, locazione) è definito “separabile” mentre quando ha origine da un contratto o altri diritti legali si prescinde dal fatto che esso sia separabile dall'entità.

2) La caratteristica di non monetarietà esclude, oltre alle disponibilità liquide, gli *intangible assets* dagli strumenti finanziari.

3) Il terzo e ultimo requisito fa riferimento all'intangibilità. Quest'ultima caratteristica differenzia gli *intangibles* dai *tangibles*. Nei casi in cui la risorsa immateriale è parte di un bene materiale, il principio lascia un margine di discrezionalità ai *preparers*. Tali soggetti devono valutare se esiste un legame di interdipendenza così forte da rendere inutilizzabile il bene nel suo complesso o se la risorsa immateriale è solamente una componente accessoria. Se un'attività possiede i tre requisiti esposti precedentemente, allora soddisfa la definizione di attività immateriale ed entra a far parte del perimetro dello IAS 38.

Tuttavia, come già visto, è la prima caratteristica che permette di differenziare l'*intangible asset* dal *goodwill*. L'avviamento, infatti, è composta da elementi eterogenei ed in particolare da 5 componenti:

- a) La prima componente dell'avviamento è rappresentata dalla differenza tra il *fair value* degli *assets* acquisiti rispetto ai valori contabili cui risultano iscritti nel bilancio della società acquisita. Se non si operasse una valutazione al *fair value* di tali *assets*, alla data di acquisizione, la differenza tra quanto sono stati pagati (*fair value*) ed il valore contabile andrebbe imputato l'avviamento.
- b) La seconda componente è rappresentata dal *fair value* degli *assets* non precedentemente rilevati nel bilancio della acquisita. Anche in questo caso, dunque, se tali *assets* non fossero rilevati separatamente avrebbero inquinato il valore dell'avviamento.
- c) La terza componente rappresenta la capacità propria della società acquisita di generare extra-red-diti.

---

<sup>21</sup> Di Lazzaro F., Fabi t., Tezzon m., op.cit.

- d) La quarta componente invece rappresentata dal valore delle sinergie attese della *business combination*, ossia da quei redditi che la società si attende di beneficiare per effetto delle sinergie che si generano tra la società acquisita e il business dell'acquirente.
- e) Infine la quinta componente è rappresentata dalla possibile sopravvalutazione del corrispettivo pagato, cioè un *overpayment* dell'acquirente.

Solamente la terza la quarta componente sono quelle che in termini tecnici assumere il nome di *core goodwill*. Le altre infatti derivano da effetti di carattere contabile oppure da mancata rilevazione di perdite. È dunque necessario che il principio contabile disciplini un trattamento volto ad evitare che le componenti diverse dalla terza e dalla quarta incidano sul valore dell'avviamento.

Sebbene l'IFRS 3 sia uno standard puntiglioso sotto questo punto di vista, l'obiettivo di iscrivere il *core goodwill* in bilancio non viene sempre raggiunto.

Terminata la descrizione della composizione dell'avviamento, è fondamentale conoscere un'ulteriore distinzione. L'avviamento (*goodwill*) può essere generato con due modalità differenti e quindi si avrà:

- a) *Goodwill generated internally*, che si trova in qualsiasi azienda avviata poiché riconducibile al concetto del *going concern*, consiste in quel maggior valore riconosciuto all'azienda rispetto alla somma dei valori attribuiti ai singoli elementi che lo compongono. L'avviamento generato internamente non può essere iscritto in bilancio poiché non soddisfa il requisito dell'identificabilità descritto precedentemente e quindi non può essere rilevato autonomamente in bilancio.
- b) *Goodwill acquired in a business combination* (aggregazione aziendale)<sup>22</sup>, importo derivante dalla differenza tra il prezzo pagato per l'acquisizione di un'azienda e il valore contabile dei beni acquisiti. È proprio sotto questa accezione di avviamento contenuta nell'IFRS 3<sup>23</sup> che troviamo la sua definizione esplicita: “L'avviamento acquisito in un'aggregazione aziendale rappresenta un pagamento eseguito dall'acquirente a fronte dei redditi futuri generati dall'attività acquisita i quali non sono individuabili e rilevabili separatamente”. Questi possono risultare dalla capacità, riconosciuta dall'azienda acquisita, di generare extra-redditi (terza componente teorica), dalle sinergie presenti tra le attività identificabili o non identificabili autonomamente (quarta componente). Infine è di estrema importanza sottolineare che il principio contabile internazionale IAS 38 rappresenta un principio generale per tutte le attività immateriali e quindi “se un altro principio prescrive la contabilizzazione di una specifica tipologia di attività immateriale, l'entità applica quel principio, invece che il presente”<sup>24</sup>. Proprio per questo lo IAS 38 non si applica per la

<sup>22</sup> L'IFRS 3 definisce una aggregazione di imprese come l'unione di imprese o attività aziendali in un'unica entità tenuta alla redazione del bilancio. La *ratio* sottostante tale principio è che in quasi tutte le aggregazioni di imprese è possibile identificare un acquirente che ottiene il controllo di una o più attività aziendali distinte alla data dell'acquisizione.

<sup>23</sup> L'IFRS 3 ha sostituito nel 2004 lo IAS 22.

<sup>24</sup> IAS 38 par. 3.

contabilizzazione del *goodwill* a seguito di una *business combination* poiché, come già detto, è l'IFRS 3 che disciplina compiutamente la seguente posta in bilancio.

Abbiamo quindi evidenziato come l'avviamento sia disciplinato da due principi contabili internazionali che sono lo IAS 38 e l'IFRS 3. Tuttavia la normativa riguardante l'avviamento non termina qua poiché è presente un ulteriore principio da tenere in considerazione: lo IAS 36.

Quest'ultimo è collegato alla valutazione del *goodwill* negli esercizi successivi. Nel particolare quest'ultimo regola la tematica dell'*impairment test*. Tuttavia lo IAS 36 verrà ampiamente analizzato nel prossimo capitolo.

È stato menzionato in questo paragrafo, però, per avere una rappresentazione completa di quello che è il riferimento per la prassi contabile internazionale in tema di avviamento.

È fondamentale fare una precisazione per una completezza sul concetto di avviamento. Tutto quello che è stato riportato finora descrive quello che viene definito *goodwill* (avviamento positivo). L'avviamento positivo, vista la definizione contenuta nell'IFRS 3, è un chiaro segnale dello stato di salute aziendale.

Al contrario, invece, l'avviamento negativo (*badwill*), è sinonimo di deprezzamento e di depauperamento del complesso dei beni aziendali. L'avviamento negativo è indice di una scarsa redditività o, addirittura, segnale di croniche situazioni di perdita e viene valutato negativamente dagli *stakeholders*. La conseguenza di tutto ciò, è la sfiducia dei mercati sull'investimento in società con un avviamento negativo. Ci possono essere vari fattori che comportano il *badwill* ma per menzionare i più significativi troviamo:

- Strategia aziendale inadeguata
- Struttura organizzativa inefficiente
- Scarsa reputazione

### 3.2 Analisi storica dell'evoluzione concettuale dell'avviamento

Nel presente paragrafo si vuole indagare l'evoluzione della parte qualitativa dell'avviamento attraverso un *excursus* storico, analizzando le teorie esposte dai vari studiosi che hanno contribuito a rendere il *goodwill* ciò che è oggi. L'obiettivo è quello di descrivere brevemente i passi chiave che hanno portato l'avviamento alla versione odierna. Nonostante l'attenzione verso l'avviamento sia un tema di grande attualità, è Bianchi Martini ad affermare che già dall'antica Roma al Medioevo era percepita l'esistenza di un «*fenomeno in conseguenza del quale l'acquirente di un'azienda era sovente disposto a corrispondere un*

*prezzo superiore alla semplice somma algebrica dei valori dei singoli elementi componenti il patrimonio disgiuntamente considerati.*<sup>25</sup>

Per quanto riguarda la comparsa del concetto teorico di avviamento nella realtà commerciale, il merito è da attribuirsi a Francesco Villa<sup>26</sup>. Chiaramente il suo studio poggia su basi empiriche ed intuitive ma risulta essere proprio il punto di partenza dei studi successivi. Egli approfondì le relazioni fra avviamento e potenzialità commerciali dell'azienda: a suo parere l'avviamento non era scindibile dall'azienda in cui si era formato; derivava dalle relazioni fra l'azienda e il mercato in termini di capacità di attirare i clienti. Così dietro la visione empirica Villa aveva dimostrato di aver intuito l'aspetto economico della vita aziendale. Il limite principale della sua teoria, come detto precedentemente, è rappresentato dall'inscindibilità dell'avviamento dall'intero patrimonio aziendale. Da questo deriva l'impossibilità di essere ceduto separatamente rispetto al resto dei beni aziendali. Chiaramente quindi ci sono numerose lacune quando si tratta di dare una valutazione contabile a questo maggior prezzo. Seppure intuitivamente ed empiricamente, Villa fu il primo ad ammettere l'esistenza di un qualcosa di immateriale. La teoria, ovviamente, è incompleta e non esaustiva ma, vista il periodo in cui è stata elaborata, risulta essere molto lungimirante. Egli fu il primo a dare inizio agli studi sull'avviamento essendo il fautore di un percorso che ha portato l'avviamento ad essere ciò che tutti noi oggi conosciamo.

Un passo successivo viene compiuto da Rossi<sup>27</sup>, egli, partendo da quanto teorizzato da Villa, elabora un netto miglioramento rispetto al suo predecessore. Una novità fondamentale introdotta grazie alla sua teoria è la visione dell'azienda come un complesso *sistemico*. Questa è una novità anche rispetto agli ultimi decenni dove ancora i rischi societari non erano analizzati in maniera sistemica ma *stand alone*. Tornando alla teoria elaborata da Giovanni Rossi, si evince come *egli attribuisca all'avviamento una natura reddituale, e come*

---

<sup>25</sup> Bianchi Martini S., *Interpretazione del concetto di avviamento. Analisi dei principali orientamenti della dottrina italiana*, Giuffrè Editore, Milano, 1996

<sup>26</sup> Francesco Villa nacque a Milano nel 1801 da una famiglia umile. Dopo gli studi classici e tecnici, conseguì il diploma di ragioniere ed agrimensore. Nel 1839 il governo austriaco bandì un concorso per l'assegnazione di un premio al miglior testo di contabilità di Stato al fine di individuare docenti per poter ricoprire le relative cattedre da poco istituite. Villa vi partecipò con uno specifico lavoro che gli valse il primo premio e contribuì alla successiva assegnazione della cattedra di Pavia nel 1842, dapprima come supplente del Prof. Gio-Francesco Salesio Schnarendorf, poi, dal 1843 come professore ordinario. Villa insegnò contabilità di Stato a Pavia fino al 1859. Successivamente si trasferì a Milano presso la Regia Accademia Scientifico-Letteraria, dove continuò ad insegnare "Scienza della Contabilità di Stato" fino al 1862. Dopo la soppressione anche di quest'ultima cattedra insegnò "Amministrazione e contabilità" presso il Regio Istituto Tecnico di Milano (oggi Istituto Tecnico "Carlo Cattaneo").

<sup>27</sup> Giovanni Rossi nacque a Reggio Emilia il 31 Maggio 1845 da umile famiglia. Riuscì a frequentare le scuole superiori grazie ad un sussidio governativo. Nel 1864 conseguì il Diploma di Licenza di Ragioniere. Iniziò subito ad insegnare, cominciando come assistente alla cattedra di Chimica Generale ed Agraria, attività che alternò, per un periodo, con la professione di Ragioniere. Già nel 1869 fu supplente di Ragioneria nell'Istituto tecnico di Reggio Emilia. Sino al 1875 considerò in realtà la ragioneria come uno studio secondario, preferendo dedicarsi fino ad allora alla matematica ed al calcolo computistico. La lettura dei libri di Francesco Marchi gli diede lo stimolo per approfondire le materie contabili e lo spinse a cambiare radicalmente l'indirizzo dei suoi studi. Nel 1876 venne nominato Ragioniere Generale del Comune di Reggio Emilia, incarico che mantenne per cinque anni. Nel 1881, su chiamata di Giuseppe Cerboni, si trasferì presso il Ministero del Tesoro quale Ispettore Centrale di una divisione della Ragioneria Generale dello Stato. Nel 1888 divenne Direttore Capo dello stesso Ministero. Sfumata la possibilità di ricoprire la carica di Ragioniere Generale dello Stato lasciata libera da Cerboni, svolse numerosi incarichi di ispezione nelle Intendenze di Finanza delle più importanti città italiane prima di assumere la direzione dell'Intendenza di Finanza di Modena (nel 1897) e, successivamente (nel 1898), di Reggio Emilia. Concluse la sua attività professionale presso l'Intendenza di Finanza di Macerata e nel 1917 andò in pensione. Ricevette numerose ed alte onorificenze. Morì nella sua città natale il 24 agosto 1921 dopo una vita in larga parte dedicata alla ricerca scientifica, benché non abbia mai insegnato in un'Università.

*tale lo considera tassabile in caso di cessione d'azienda*<sup>28</sup>. Percependo l'esistenza di un legame fra i beni del patrimonio, come visto poco fa, conferisce loro "*potenzialità economica*", sottolineando la dinamica reddituale dell'azienda. L'avviamento nel corso della sua opera subisce un'evoluzione al punto tale che lo stesso Rossi afferma che: "*anche l'avviamento è esso un reddito, un guadagno, e un utile diretto della produzione economica*"<sup>29</sup>. Sebbene la teoria non sia stata esente da critiche (poiché ha dato una fiducia assoluta al significato segnaletico del prezzo di mercato), è indubbio il fatto che l'autore abbia apportato dei cambiamenti significativi e, soprattutto, migliorativi all'avviamento. A mio avviso, il contributo maggiore fornito da Rossi consiste proprio nell'aver riconosciuto l'azienda come un complesso unico e non come somma dei singoli elementi che lo compongono. La determinazione quantitativa dell'avviamento è una diretta conseguenza di questa visione.

Il pensiero di Massa<sup>30</sup>, mostra dei punti in comune con quello di Rossi, sostenendo l'idea che esista un legame tra avviamento e redditività futura dell'impresa. Egli studiò l'avviamento insieme alle spese d'impianto, entrambi da lui considerati "*capitali fittizi*" perché "*possono realizzarsi solo nell'evidenza di favorevoli condizioni*"<sup>31</sup>. "*L'avviamento è così un elemento del capitale, ma anche di natura impalpabile e sfumata. In caso di cessione l'avviamento assume valore in relazione al surplus di reddito rispetto all'interesse del capitale e al " largo compenso del proprietario per la sua opera di direzione "; inoltre tale valore al di fuori dell'ipotesi di cessione e " in condizioni normali " non deve essere compreso nell'inventario a meno che vi siano spese d'impianto o altre spese anticipate ammortizzate*"<sup>32</sup>.

Prima di introdurre la teoria sviluppata da Besta<sup>33</sup>, è importante fare una precisazione sulle teorie esposte poc'anzi. Come si è potuto vedere, le tre teorie hanno una base empirica, fondata sull'osservazione aziendale. Chiaramente andando avanti con il percorso sviluppato si è visto che l'analisi empirica era sempre più puntigliosa e più correlata alla società ma pur sempre basata sull'osservazione. La componente quantitativa era assente o quasi. Il merito che deve essere riconosciuto ai tre autori è comunque quello di aver riconosciuto il fatto che la cessione d'azienda comporta il pagamento di un importo superiore alla somma dei valori che compongono il patrimonio. Questo differenziale viene chiamato da Villa "*credito*", da Rossi "*potenzialità economiche*" e da Massa "*surplus*".

---

<sup>28</sup> Cinque E., *Avviamento e goodwill. Natura economica e determinazioni di valore*, Aracne Editrice, 2003

<sup>29</sup> Cinque E., op.cit.

<sup>30</sup> Giovanni Massa nacque ad Alba il 9 maggio 1850. Dopo essersi diplomato, si trasferì a Novara dove, fra il 1874 e il 1882, insegnò ragioneria e computisteria all'istituto tecnico O.F Mossotti, nonché contabilità e computisteria presso la scuola tecnica Ferraris. Va ricordato come figura importante della ragioneria italiana e, più in generale, della professione contabile. Egli fu un seguace della cosiddetta scuola toscana che, capitanata da Cerboni, si affermò in Italia nella seconda metà del XIX secolo. Come tale, massa può essere inserito fra gli studiosi convinti che la dottrina dei conti dovesse avere prevalentemente un "fondamento giuridico o pseudo-giuridico" e non esclusivamente economico. Colpito profondamente dalla scomparsa della moglie Adele, morì a Milano l'8 aprile 1918.

<sup>31</sup> Massa G., *Trattato completo di ragioneria, Ragioneria Teoretica*, Luigi Gelmetti, Milano 1905-1908, Vol. III.

<sup>32</sup> Massa G., op.cit..

<sup>33</sup> Fabio Besta nacque a Teglio di Valtellina il 17 gennaio 1845. È stato professore nell'Istituto superiore di commercio di Venezia. Con i suoi studi diede veste scientifica alla ragioneria e la ricollegò alle discipline economiche e giuridiche. Morì a Treviso di Sondrio nel 1922.

Lo studio di Fabio Besta attribuisce sicuramente una maggiore attenzione all'aspetto quantitativo rispetto alle teorie presentate. Egli infatti si pone l'obiettivo di conferire un valore al patrimonio attraverso l'attribuzione di un valore ai beni che lo compongono che sono:

- Beni che presentemente appartengono all'impresa
- Capitali investiti in imprese collettive
- Crediti
- Elementi complementari

L'autore concepì l'avviamento come elemento del patrimonio, in particolare fra gli "*elementi complementari attivi non tangibili ma significativi per il patrimonio d'azienda*"<sup>34</sup>; complementari nel senso che assumevano significato in relazione agli altri componenti del patrimonio di impresa.

Ovviamente al valore del patrimonio si arriva sommando il valore dei beni che lo compongono.

L'importanza di questo studioso è dimostrata anche dal fatto che, fino al secondo decennio di questo secolo, la dottrina aziendale si è riferita alla sua impostazione. Besta, quindi, vede l'avviamento come un elemento del patrimonio, ma nell'apprezzare lo stesso si nota la sua interdipendenza con le cosiddette "condizioni di redditività". Nonostante la sua visione "patrimonialistica", in ipotesi di trasferimento riteneva proficuo considerare anche la gestione reddituale (per Besta reddito significa somma dei risultati particolari).

Importante è poi da notare che tale concetto di avviamento viene messo in relazione al futuro: Besta afferma infatti che "*ogni stima dei beni è sempre fondata su previsioni dei frutti futuri*"<sup>35</sup>, nonostante sottolinei la grande incertezza connessa alle previsioni dovuta alla mutevolezza delle condizioni ambientali e aziendali.

Infine c'è da notare che implicitamente l'autore ritiene impossibile una "*autonoma negoziazione dell'avviamento*"; egli dice infatti che: "*rispetto agli inventari di particolari imprese agrarie, manifatturiere o mercantili solamente quando l'impresa ha vita prospera e può sperarsi di cederla, nello stato in cui si trova, coll'intero suo capitale industriale indiviso, a tali che ne continuino a profitto loro l'esercizio*"<sup>36</sup>.

Un'evoluzione interpretativa sul tema dell'avviamento si ebbe con Gino Zappa<sup>37</sup>.

Nella sua monografia del 1910<sup>38</sup>, si può ancora notare l'adesione alla scuola bestiana, dal momento che accoglie la sua definizione. L'apporto in più che egli fornì rispetto a Besta risiede nell'aver distinto gli elementi che vanno a comporre il valore del *goodwill*, in "*fattori soggettivi*" (come l'intelligenza e l'onestà degli amministratori) e "*fattori oggettivi*" (la qualità dei prodotti).

---

<sup>34</sup> Besta F., *La ragioneria*, Vallardi, II ed., Milano, 1922.

<sup>35</sup> Besta F., op.cit., Vol. III.

<sup>36</sup> Besta F., op. cit., Vol III.

<sup>37</sup> Gino Zappa nacque a Milano il 30 gennaio 1879. Fu studioso di economia aziendale, professore di ragioneria nell'Istituto superiore di scienze economiche e commerciali a Genova dal 1906. Dal 1920 al 1951 insegnò all'Università Bocconi di Milano. Allievo di Fabio Besta, impresso agli studi di ragioneria un indirizzo nuovo mettendo in evidenza la necessaria unità delle indagini economiche sull'azienda considerata nel suo dinamismo. Nel 1921 succedette proprio a Fabio Besta alla cattedra di Ragioneria generale ed applicata presso l'Università Ca' Foscari di Venezia.

<sup>38</sup> Zappa G., *Le valutazioni di bilancio con particolare riguardo ai bilanci delle società per azioni*, Libreria Editrice, Milano, 1910.

Zappa nel corso dei suoi studi si allontana dal suo credo iniziale. Egli infatti arriva ad assumere una posizione che capovolge il suo punto di partenza. Egli, infatti, arriva ad affermare che: “*il cosiddetto costo dell’avviamento non suole essere altro che una porzione, maggiore o minore, determinata nelle più bizzarre guise, del prezzo di apporto di un complesso economico*”<sup>39</sup>.

Zappa continua a riconoscere nell’avviamento la capacità societaria di generare un extra-reddito ma cambia completamente la concezione della seguente posta contabile. Egli ritiene che si debba ragionare sull’intero complesso economico e che quest’ultimo non può derivare dalla semplice sommatoria delle sue parti costitutive.

L’avviamento, grazie a Zappa, realizza l’ultimo passaggio che gli permette di completare l’evoluzione concettuale. Il *goodwill* non viene più trattato come una posta contabile dotata di autonoma definizione (come è avvenuto con Besta) ma piuttosto come espressione della potenzialità aziendale di generare flussi di cassa positivi. La teoria di Zappa è talmente lungimirante (non solo in merito all’avviamento ma all’azienda nel suo complesso) che funge da base a molti studi odierni.

Basti pensare che il perdurare nel tempo, che è stato concepito da Zappa come scopo principale dell’azienda, continua ad essere l’obiettivo primario delle società.

Come si è potuto vedere, ad ogni teoria è corrisposta un’evoluzione significativa in tema di *goodwill*.

Chiaramente queste non rappresentano tutti i contributi apportati nel tempo ma risultano di fondamentale importanza perché permettono di apprendere le tappe che hanno segnato una svolta nella metamorfosi della posta contabile dell’avviamento.

Sebbene tutte le teorie presentate abbiano rappresentato uno *step* cruciale per l’evoluzione del concetto dell’avviamento, sicuramente Zappa è stato lo studioso che più di tutti ha incanalato la seguente posta contabile nella direzione odierna.

### 3.3 Aspetti critici che hanno portato al cambiamento di principio contabile

La tematica principale in tema di avviamento la troviamo nell’IFRS 3 *revised*. Il seguente principio contabile internazionale disciplina le *business combinations* (aggregazioni aziendali). Come abbiamo nei paragrafi precedenti infatti, è proprio in occasioni di operazioni straordinarie (cessione di azienda e fusione ecc..) che

---

<sup>39</sup> Zappa G., *Le determinazioni del reddito nelle imprese commerciali. I valori di conto in relazione alla formazione dei bilanci*, Anonima Libreria Italiana, Roma, 1920-1929, pagg. 2-3.

comparare il concetto di *goodwill* (“*bargain purchase*”<sup>40</sup>). L’iscrizione in bilancio del *goodwill* generato internamente infatti non è consentita. È importante, dunque, andare a spiegare i motivi che hanno portato al cambiamento di principio contabile internazionale poiché anche il *goodwill* ha risentito di questi cambiamenti.

Nel marzo del 2004 lo IASB ha pubblicato l’IFRS 3 in materia di *business combinations* che è andato a sostituire il precedente IAS 22. I cambiamenti più rilevanti a cui si è assistito in questa fase intermedia del *Business Combinations Project* sono stati l’introduzione del *purchase method* in luogo del *pooling of interests method*<sup>41</sup> e la conseguente introduzione dell’*impairment test* per l’avviamento in sostituzione della procedura di ammortamento sino ad allora prevista per questo *intangible asset*.

La conclusione del *Business Combinations Project* è avvenuta nel gennaio del 2008 data in cui si è arrivata all’emanazione dell’IFRS 3 *revised* che rappresenta la normativa di riferimento attuale per l’analisi delle *business combinations*.

Le principali revisioni accolte nell’IFRS 3 *revised* hanno:

- a) Determinato l’ampliamento dello standard per considerare una serie di aggregazioni che erano state tenute da parte, ossia:
  - Aggregazioni aziendali che hanno per oggetto due o più società con finalità mutualistica (come compagnie di assicurazione); e
  - Aggregazioni aziendali in cui due aziende distinte si aggregano unicamente per contratto, senza scambio di partecipazioni di capitale.
- b) Fornito un ulteriore guida di riferimento con riferimento alle fattispecie dove un gruppo di attività costituisce un business.
- c) Stabilito, per ogni aggregazione aziendale, che l’acquirente deve misurare le interessenze delle minoranze.
- d) Garantito che i costi che l’acquirente sostiene con l’aggregazione aziendale devono essere contabilizzati separatamente dalla stessa e pertanto gli stessi devono generalmente essere imputati a conto economico.

Tuttavia le principali conclusioni emerse nella fase conclusiva del progetto sono che virtualmente tutte le aggregazioni aziendali possono essere viste come operazioni di acquisizione dove, dunque, è sempre

---

<sup>40</sup> Letteralmente tradotto vuol dire buon affare. Significa che è stato pagato meno qualcosa che vale di più. Questo nella logica IAS/IFRS mentre, secondo l’approccio nazionale, talvolta lo è talvolta è *badwill*.

<sup>41</sup> Questo metodo era basato sulla continuità dei valori contabili afferenti il business oggetto di combinazione, la quale prevede l’iscrizione delle attività acquisite e passività assunte sugli stessi valori di carico cui erano iscritte nei conti delle società partecipanti, con riferimento alla data di efficacia dell’operazione, e non invece al *fair value* degli stessi. Questo risulta essere peggiore sul piano informativo, in quanto non consente agli utilizzatori del bilancio di essere posti nella condizione di stimare i flussi finanziari derivanti dall’entità risultante dalla combinazione aziendale e quindi di valutare con trasparenza e chiarezza la bontà dell’investimento. Tale metodologia contabile, inoltre, comportava l’impossibilità di iscrivere, nei conti della nuova entità, beni immateriali quali l’avviamento. Quest’ultima mancanza è certamente quella più rilevante ai fini della mia analisi. La conseguenza di questa mancanza era la mancata spiegazione del maggior prezzo pagato in sede di acquisizione. I beni immateriali, infatti, rappresentavano una quota rilevante .

possibile identificare un acquirente tra le parti coinvolte. L'immediata conseguenza di tale conclusione è che il nuovo *Standard* richiede un unico metodo per la contabilizzazione delle operazioni di aggregazioni aziendali cioè *l'acquisition method*.

I cambiamenti sono radicali poiché cambiano completamente il trattamento delle *business combinations* in quanto rientrano nell'ambito di applicazione del principio contabile solamente quelle operazioni in cui si riscontra il trasferimento del controllo da un soggetto ad un altro.

Il metodo dell'acquisizione considera l'aggregazione aziendale dal punto di vista dell'impresa aggregante che viene identificata come l'acquirente. Quest'ultimo acquista le attività nette e rileva le attività acquisite e le passività assunte (incluse le potenziali), comprese quelle in precedenza non rilevate dall'acquisita. La misurazione delle attività e delle passività da parte dell'acquirente non è influenzata in alcun modo dall'operazione, dato che l'operazione non ha per oggetto le attività e le passività dell'acquirente. Il metodo dell'acquisizione viene applicato a partire dalla data di acquisizione che è la data in cui l'acquirente ottiene l'effettivo controllo del business acquisito.

Il metodo dell'acquisizione prevede le seguenti fasi:

- 1) Identificazione dell'acquirente e determinazione della data di acquisizione;
- 2) Determinazione del corrispettivo e iscrizione e misurazione delle attività identificabili, delle passività assunte e delle interessenze delle minoranze nella acquisita;
- 3) Riconoscimento e misurazione dell'avviamento o del provento in caso di avviamento negativo.

1) Per quanto riguarda il primo punto, l'applicazione del metodo dell'acquisizione presuppone sempre la identificazione di un acquirente il quale è quella "*entità aggregante che ottiene il controllo delle altre imprese o attività aziendali oggetto della aggregazione*"<sup>42</sup>. Il concetto di controllo è contenuto nell'IFRS 10 *Consolidated Financial Statements*. Ai sensi dell'IFRS 10, *una società ha il controllo su un'altra quando è esposta ai rendimenti di detta società, siano essi positivi o negativi, e tale esposizione deriva da una sua partecipazione nella società che le consente di influire su tali ritorni attraverso l'esercizio del proprio potere sulla partecipata*.

Sono tre gli elementi fondamentali di tale definizione:

- Il primo è la presenza di un potere della partecipante sulla partecipata. Secondo l'IFRS 10 questo potere si esplicita nella capacità di dirigere le attività principali della società partecipata. Il principio contabile stabilisce che una società possiede tale potere se, "*attraverso i diritti esistenti, ha l'abilità di incidere significativamente sul tipo di scelte gestionali da assumere per quel che riguarda le attività della partecipata*"<sup>43</sup>. Il potere deriva dunque dai diritti che la partecipante possiede sulla partecipata. Tali diritti possono assumere diverse forme, quali ad esempio:

---

<sup>42</sup> Di Lazzaro F., Fabi T., Tezzon M., op.cit.

<sup>43</sup> Di Lazzaro F., Fabi T., Tezzon M., op.cit.

- Diritti di voto potenziali;
- Diritti a nominare o rimuovere componenti del consiglio di amministrazione della partecipata.

Il caso più frequente di diritti di voto potenziali riguarda il possesso di opzioni di acquisto di azioni di una società partecipata attualmente posseduta da un terzo investitore. L'IFRS 10 prevede che un'opzione per l'acquisto di azioni sia da considerarsi sostanziale, ai fini della determinazione del controllo, se sussistono alcuni seguenti fattori:

- a) Il prezzo di conversione dell'opzione incentiva l'utilizzatore all'esercizio dell'opzione;
- b) Non esistono condizioni che limitano i tempi di esercizio dell'opzione;
- c) Vi è la capacità da parte del possessore dell'opzione di ottenere le informazioni necessarie ad esercitare l'opzione;
- d) Non vi sono altre barriere o disincentivazioni all'esercizio dell'opzione.

Conclusa questa premessa sui diritti di voto potenziali, l'IFRS 10 si preoccupa di disciplinare i casi in cui una società può esercitare il controllo sulla partecipata anche senza detenere la maggioranza dei diritti di voto. Nel valutare se i diritti di voto di un investitore sono sufficienti per dargli il controllo sull'entità, si devono prendere in esame tutti i fatti e le circostanze, tra cui:

- Il peso dei diritti di voto dell'investitore rapportato al peso e al frazionamento dei diritti di voto degli altri titolari;
- Diritti di voto del potenziale investitore (analizzati poc'anzi);
- Diritti derivanti da altri accordi contrattuali;
- Qualsiasi fatto o circostanza ulteriore che indichi che l'investitore ha la capacità effettiva di gestire le attività rilevanti e i momenti in cui è necessario assumere decisioni.

Si tratta del controllo di fatto, che si distingue dal controllo di diritto, proprio perché riguarda quei casi in cui la società non ha il controllo giuridico sulla partecipata, perché non possiede la maggioranza dei diritti voto in assemblea, ma nei fatti riesce a controllarne le decisioni.

- Il secondo elemento riguarda l'esposizione ai futuri rendimenti della partecipata. I principi contabili antecedenti l'IFRS 10 stabilivano che vi fosse una presunzione di controllo quando la società manteneva la maggioranza dei rischi connessi alla SPE (*Special Purpose Entities*) o alle sue attività, sebbene non avesse il controllo della partecipata. L'IFRS 10 ha superato tale impostazione. Il seguente principio contabile internazionale ha evidenziato che ci deve essere un unico criterio per l'individuazione delle società che devono essere consolidate e questo deve basarsi sul concetto di controllo. Nessuno infatti accetterebbe di assumersi rischi dell'attività senza avere controllo.

- Il terzo elemento concerne la capacità di utilizzare il suo potere per influire sui rendimenti della partecipata.

Qualora vi siano fattispecie per le quali risulta difficile la identificazione di un soggetto che acquisisce il controllo, lo *Standard* fornisce nella guida applicativa una serie di elementi da considerare. Con riferimento a queste fattispecie, l'IFRS 3 fa proprio un postulato fondamentale nei principi IAS/IFRS, ossia la prevalenza della sostanza sulla forma.

L'esempio perfetto per descrivere la presenza di questo postulato di principio contabile internazionale è quello dell'acquisizione inversa. In questo caso infatti l'acquirente giuridico non viene visto come tale dal punto di vista bilancistico. La conseguenza diretta di tutto ciò è che ci si trova a dover valutare le attività e passività, al *fair value*, dell'acquirente e non quelle del cedente.

2) Dopo aver identificato l'acquirente, si deve procedere all'iscrizione ed alla misurazione delle attività acquisite, delle passività assunte (anche potenziali) e delle interessenze delle minoranze ed infine alla definizione del corrispettivo trasferito. Quest'ultimo è costituito dal "fair value che deve essere misurato quale somma del fair value delle attività cedute dall'acquirente, delle passività sostenute assunte dallo stesso e dagli strumenti rappresentativi di capitale emessi dall'acquirente per ottenere il controllo"<sup>44</sup>. Ai fini dell'iscrizione in bilancio delle attività acquisite e delle passività assunte, lo *Standard* specifica che esiste l'obbligo di iscrivere le attività e le passività che sono separatamente identificabili. Si tratta di una particolarità contenuta esclusivamente nell'IFRS 3.

3) La novità principale apportata dall'IFRS 3R è sicuramente, come già detto, il metodo utilizzato per la determinazione del *goodwill*. La differenza non si trova solamente nella contabilizzazione dell'avviamento, poiché essa è il frutto di una concezione diversa che sottostà al concetto di *goodwill*. Nel *purchase method*, infatti, si ragionava sulla parte di *equity*<sup>45</sup> che si andava ad acquistare senza considerare l'entità nel suo complesso. Restava di fatto esclusa la possibilità che l'acquirente potesse in alcun modo rilevare nel bilancio consolidato anche l'eventuale quota di avviamento riferibile agli interessi non di controllo.

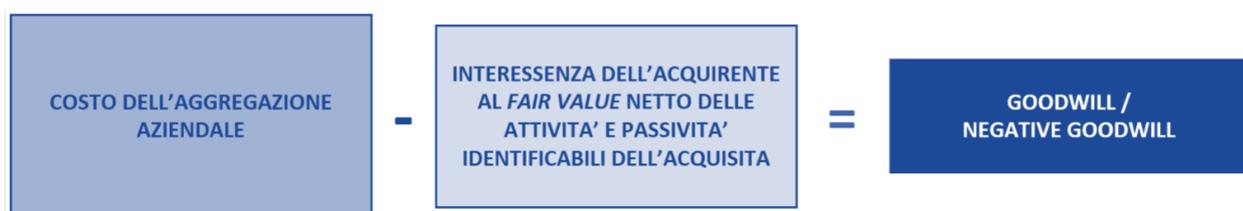


Figura 15 – Rilevazione del *goodwill* o *negative goodwill* nel *purchase method*

<sup>44</sup> IFRS 3.37.

<sup>45</sup> Patrimonio netto nella nomenclatura nazionale.

Nell'*acquisition method*, invece, si introduce il *full goodwill approach* che permette di analizzare l'entità nella sua completezza e quindi, di considerare (come si evince dal nome del metodo) il *goodwill* nella sua totalità. A differenza delle precedenti impostazioni, con il seguente metodo non si tiene conto esclusivamente della quota di avviamento del soggetto che detiene il controllo ma anche dell'avviamento delle minoranze. Lo schema seguito dall'IFRS 3R per la determinazione del *goodwill/gain from a bargain purchase* è il seguente:

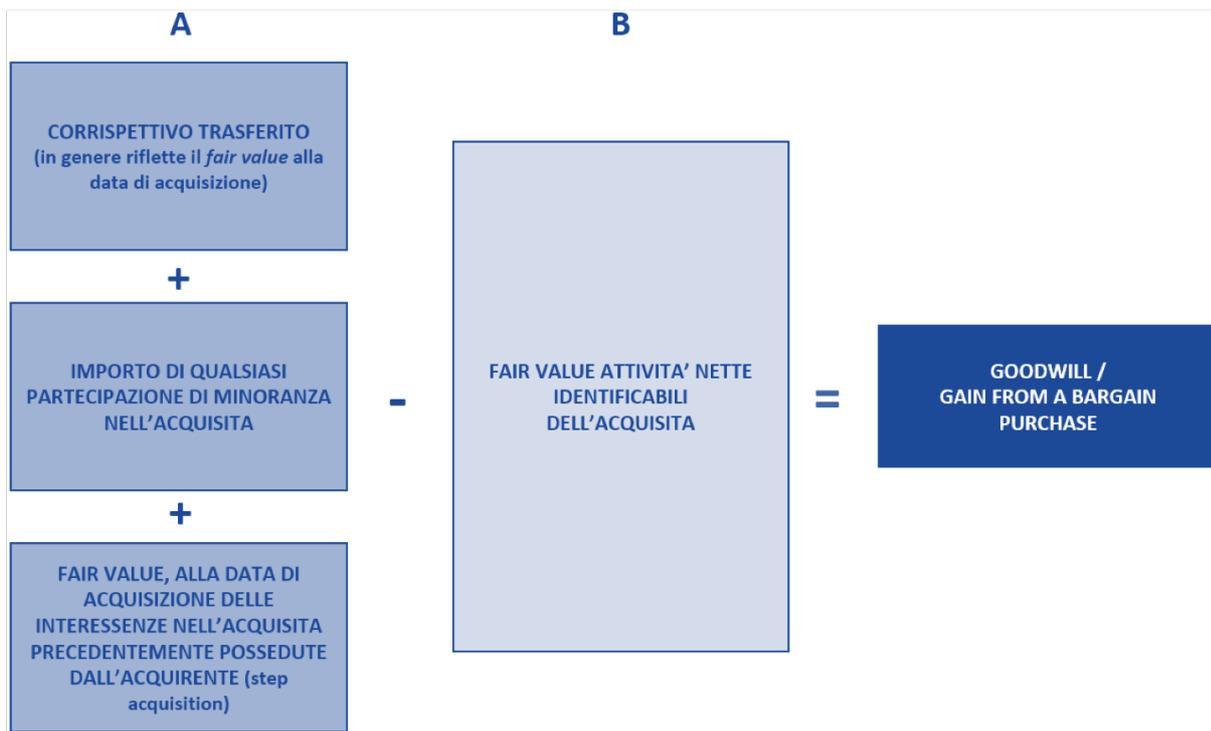


Figura 16 – Calcolo del *Goodwill* nell'*Acquisition Method*

Come si evince dallo schema, sono due le situazioni che possono presentarsi:

- Qualora la differenza tra il valore di A ed il valore di B sia positiva allora in bilancio si rileverà un *goodwill* nell'attivo dello stato patrimoniale;
- Se invece, la differenza è negativa si rileva il cosiddetto *gain from a bargain purchase* (un provento sull'acquisizione) in conto economico non prima però di aver compiuto le necessarie verifiche.

Prima di riportare due esempi che mostrino in concreto l'applicazione del *purchase method* e dell'*acquisition method*, è necessaria una precisazione sulle metodologie previste per la contabilizzazione dell'avviamento.

L'IFRS 3R prevede due modalità per il calcolo di interessi e minoranze (una raccomandata l'altra ammessa):

- “*partial goodwill approach*” che risulta essere un metodo più lineare e non prevede l’individuazione dell’avviamento delle minoranze ma valuta quest’ultime come percentuale del *fair value* delle attività meno il *fair value* delle passività.
- “*full goodwill approach*” che invece permette di rilevare tutte e due le componenti del *goodwill* pervenendo, dunque, alla contabilizzazione dell’avviamento totale.

In realtà la prima alternativa non si discosta di molto da quanto era previsto dal *purchase method* e quindi, come appena evidenziato, solamente la seconda metodologia di calcolo dell’avviamento ci permette di giungere al calcolo del *goodwill* nella sua totalità.

Ora invece si procede all’illustrazione delle due metodologie poc’anzi citate attraverso due esempi grafici.

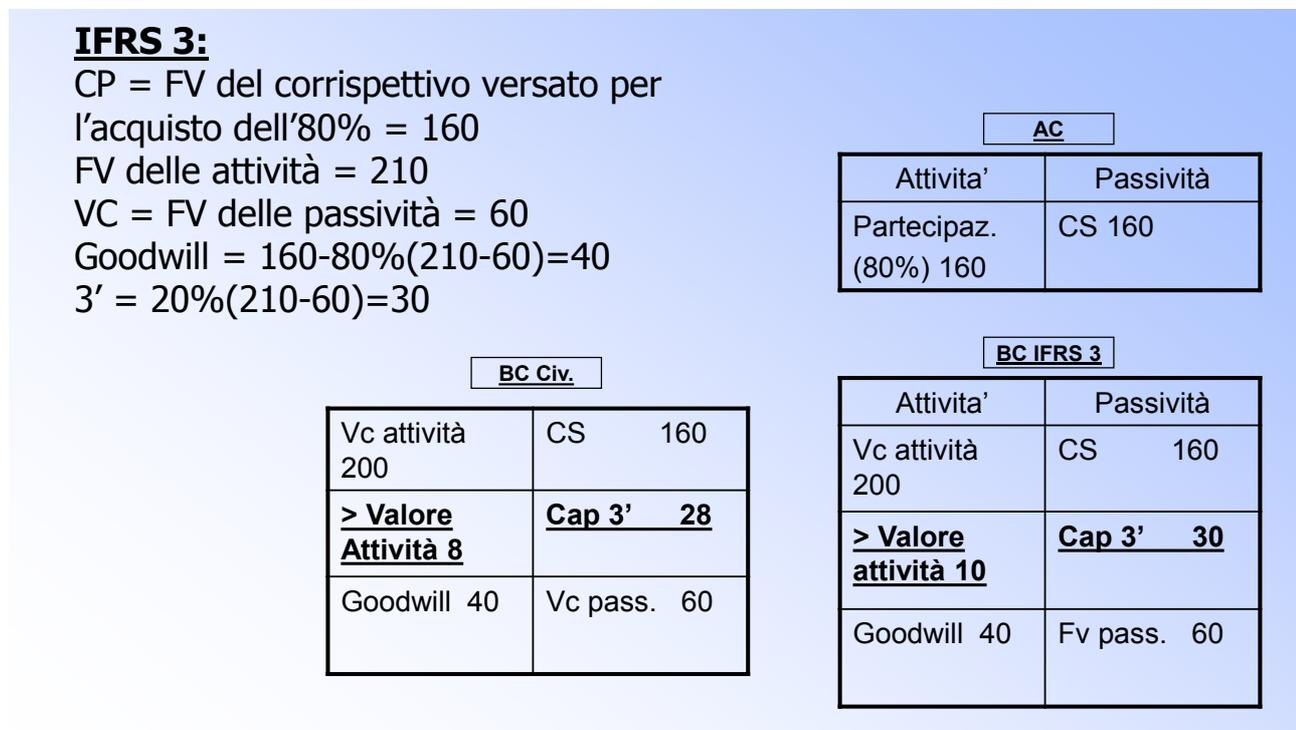


Figura 17 – Applicazione *purchase method*, corso principi contabili internazionali LUISS

Questo esempio numerico rappresenta l’applicazione del *purchase method* dove, come si può vedere, si considera solamente la quota di *equity* acquisita a seguito della *business combination* (ossia l’80%). Chiaramente però già in questo metodo viene tutto valutato al *fair value*.

### IFRS 3 Revised:

FV del corrispettivo versato per l'acquisto dell'80% = 160 AC

FV delle attività = 210

FV delle passività = 60

3' = 20%(210-60)=30

Goodwill=160+30-(210-60) = 40

TC

Attività	Passività
FV attività 210	FV PN 195
Goodwill 45	FV passività 60

Attività	Passività
Partecipaz. (80%) 160	CS 160

BC

Attività	Passività
FV attività 200	CS 160
<b>&gt; Valore attività 10</b>	<b>Cap 3' 30</b>
Goodwill 40	FV passività 60

Nessuna differenza rispetto IFRS 3 precedente.  
Il BC non rappresenta in pieno il FV della TC

Figura 18 – Applicazione *partial goodwill approach*, corso principi contabili internazionale LUISS

Questo secondo esempio rappresenta l'applicazione del *partial goodwill approach*. Come già si era menzionato precedentemente, non risultano esserci differenze con riguardo al *purchase method* dell'IFRS 3.

### IFRS 3 Revised:

FV del corrispettivo versato per l'acquisto dell'80% = 160

FV delle attività = 210

FV delle passività = 60

FV 3' = 20%(210-60)+5 = 35

Goodwill=160+35-(210-60) = 45

TC

Attività	Passività
FV attività 210	FV PN 195
Goodwill 45	FV passività 60

AC

Attività	Passività
Partecipaz. (80%) 160	CS 160

BC

Attività	Passività
FV attività 210	CS 160
Goodwill (1) 40	<b>Cap 3' 35</b>
<b>Goodwill (2) 5</b>	FV passività 60

Si evidenzia anche l'avv.to delle min.ze (full goodwill approach). Il BC rappresenta in pieno il FV della TC

Figura 19 – Applicazione *full goodwill approach*, corso principi contabili internazionale LUISS

Quest'ultimo schema rappresenta invece l'utilizzo del *full goodwill approach* che risulta essere il metodo raccomandato dallo IASB anche se il precedente approccio risulta comunque essere ammesso.

Attraverso questo paragrafo sono stati evidenziati i benefici apportati dall'IFRS 3R rispetto al principio precedente. L'attenzione è stata posta soprattutto alle differenze che ha subito l'IFRS 3 pre e post revisione. Le differenze tra l'IFRS 3 e lo IAS 22 sono state invece solamente brevemente introdotte in quanto il cambiamento di principio è ormai datato. Come riportato precedentemente, prendendo però a paragone lo IAS 22 e l'IFRS 3 emerge una differenza sostanziale in merito al trattamento del *goodwill* negli esercizi successivi alla sua rilevazione iniziale.

Con il cambiamento dello IAS 22 in luogo dell'IFRS 3 è stato definitivamente abolito l'ammortamento dell'avviamento ed è stato introdotto l'*impairment test*.

Proprio questa metodologia verrà analizzata dettagliatamente nel corso del prossimo capitolo.

## 4. L'impairment test

### 4.1 Caratteristiche principali del principio di riferimento

«An asset is impaired when its carrying amount (book value) exceeds its recoverable amount<sup>46</sup>»

Lo IAS 36 è il principio contabile internazionale in materia di *impairment of assets*.

Il presente principio si applica alle seguenti attività:

Tipologia di attività	Riferimento
Immobili, impianti e macchinari Investimenti immobiliari valutati al costo Attività immateriali Avviamento derivante da aggregazione d'impresa Partecipazioni in società controllate, collegate e joint venture	IAS 36

Figura 20 – Attività rientranti nell'ambito dello IAS 36, corso principi contabili internazionale LUISS

Sono tutte attività non correnti e che, quindi, verranno recuperate in un orizzonte di lungo periodo mentre per la recuperabilità delle poste dell'attivo circolante, come magazzino e crediti commerciali, ci sono già delle disposizioni *ad hoc* nei principi di riferimento. Le rimanenze, ad esempio, sono disciplinate dallo IAS 2, i crediti commerciali dall'IFRS 9. Lo IAS 36, dunque, va ad intercettare eventuali perdite di valore su queste attività non correnti (*Non-current assets*).

Lo IAS 36 definisce le linee guida che l'entità deve seguire per assicurarsi che le proprie attività siano iscritte ad un valore non superiore al valore recuperabile.

È fondamentale definire che cosa si intenda per valore recuperabile poiché questo risulta essere un concetto intorno al quale gira il processo di *impairment*.

Per valore recuperabile si intende il maggiore tra:

- Valore d'uso (*value in use*) che rappresenta il valore attuale dei flussi finanziari netti che si prevede l'*asset* darà grazie all'uso continuato nel processo produttivo dell'entità, più un eventuale cessione finale se l'*asset* avrà ancora un valore di mercato;
- Valore in ipotesi di vendita<sup>47</sup> ossia il valore di realizzo netto dell'attività sul mercato.

Quindi se il valore contabile a cui è iscritto l'*asset* risulta essere inferiore al minore tra i valori presentati precedentemente, si procederà alla svalutazione dell'attività.

<sup>46</sup> Definizione recuperata dallo IAS 36.

<sup>47</sup> Il valore in ipotesi di vendita è dato dalla differenza tra il *fair value* dell'attività e i costi di vendita.

## 4.2 Processo di *Impairment*

Per valutare se un *asset* debba essere soggetto al processo di *impairment*, ci sono una serie di *steps* da considerare. Tuttavia, poiché lo IASB si è reso conto che tale esercizio può risultare particolarmente oneroso, il processo prosegue solamente dopo aver identificato dei fattori di carattere qualitativo.

È fondamentale precisare, però, che esistono delle attività immateriali per cui la quantificazione va fatta comunque a prescindere dall'esistenza o meno di un indicatore di perdita di valore. Si fa riferimento a quelle attività immateriali con vita utile indefinita (che quindi non sono soggetti ad ammortamento) tra le quali troviamo proprio l'avviamento. Quest'ultimo infatti, in condizioni normali, è soggetto annualmente all'*impairment test*.

Questo rappresenta solamente il primo passo del processo di *impairment* che, schematicamente parlando, è il seguente:

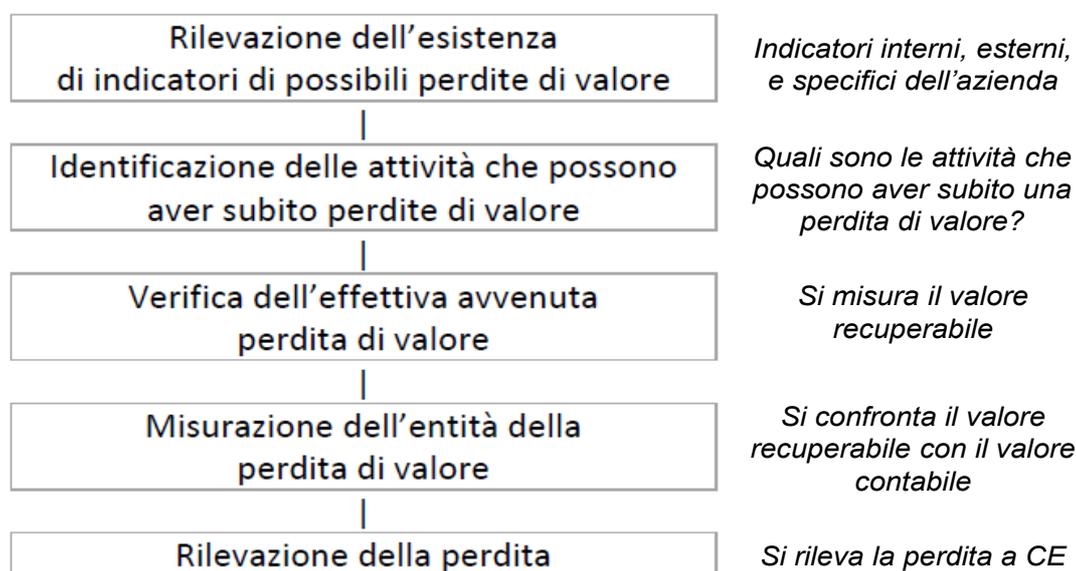


Figura 21 – Fasi *impairment test*, corso principi contabili internazionale LUISS

Si procederà ora all'analisi dei singoli passaggi.

### 1) Indicatori di *impairment*

Questi sono quegli indicatori di carattere qualitativo, che si menzionavano precedentemente, che se rilevati, danno inizio al processo di *impairment* nella sua interezza.

Il primo passaggio consiste nell'individuazione di questi indicatori (esterni, interni ed altri) che, se rilevati appunto, possono rappresentare una possibile perdita di valore dell'*asset* e quindi si rende necessaria una verifica più approfondita.

Nel valutare se esiste un indicatore di perdita del valore, quindi, l'impresa deve considerare:

<b>Fattori esterni</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Significative riduzioni del valore di mercato dei beni, superiori a quelle prevedibili per effetto del trascorrere del tempo o dell'uso normale</li> <li>• Significativi cambiamenti con effetto negativo che si sono verificati nel periodo, o che si prevede si verificheranno, nell'ambiente tecnologico, di mercato, economico o normativo nel quale l'impresa opera o nel mercato cui l'attività è rivolta</li> <li>• Incrementi significativi dei tassi di interesse o del tasso di remunerazione degli investimenti che possono influenzare la determinazione del tasso di sconto utilizzato per il calcolo del valore d'uso dell'attività</li> <li>• Valore contabile del patrimonio netto superiore alla capitalizzazione di mercato</li> </ul>
------------------------	---

Figura 22 , corso principi contabili internazionale LUISS

L'ultimo indicatore fa riferimento all'azienda nel suo complesso e non si riferisce ad una singola attività. Significa che il valore contabile del patrimonio netto è superiore al suo valore di mercato. È un indicatore che può far sorgere, nel redattore, il dubbio che qualche attività iscritta in bilancio debba essere svalutata.

<b>Fattori interni</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Evidenza di obsolescenza o danni fisici subiti dall'attività, se non altrimenti coperti (ad esempio, da assicurazione)</li> <li>• Significativi cambiamenti avvenuti, o previsti, relativi all'utilizzo del bene che possono avere un impatto negativo (ad esempio previsione di dismissione del cespite prima del previsto, programmi di sospensione dell'attività, ecc.)</li> <li>• Evidenza, da rendicontazione interna, che la performance del bene è inferiore a quanto previsto, o sarà inferiore nel futuro</li> </ul>
<b>Altri fattori</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nel caso di partecipazioni in controllate, in entità a controllo congiunto e in società collegate, l'investitore rileva un dividendo ottenuto dall'investimento e sussistono prove che: <ul style="list-style-type: none"> <li>- il valore contabile della partecipazione nel bilancio separato supera i valori contabili nel bilancio consolidato dell'attivo netto della partecipata, incluso il relativo avviamento; o</li> <li>- il dividendo supera il totale conto economico complessivo della controllata, dell'entità a controllo congiunto o della società collegata nell'esercizio in cui lo si dichiara</li> </ul> </li> </ul>

Figura 23, corso principi contabili internazionale LUISS

2) Poi si passa ad analizzare quale possano essere le attività che hanno subito una perdita di valore.

Esistenza di indicatori di perdita	Attività	Determinazione dell'eventuale perdita di valore
Da verificare almeno ad ogni chiusura d'esercizio	Attività immateriali aventi una vita utile indefinita	Da effettuare almeno annualmente, indipendentemente dal fatto che si siano rilevati indicatori di perdita.
	Attività immateriali non ancora disponibili per l'uso	
	Avviamento derivante da aggregazione d'impres	
	Altre attività, comprese nell'ambito di applicazione dello IAS 36	Ogni volta che si sia rilevata la presenza di indicatori di perdita.

Figura 24 – Individuazione possibili perdite di valore, corso principi contabili internazionale LUISS

3) Successivamente, si verifica, attraverso il calcolo del valore recuperabile (presentato nel paragrafo precedente), se effettivamente la perdita di valore dell'*asset* è veritiera.

L'obiettivo del test di *impairment* è quello di calcolare il valore recuperabile di una singola attività. Infatti solo dopo aver calcolato il suo valore si può con certezza affermare che si è verificata una perdita di valore o meno, confrontando il valore recuperabile con quello contabile. Infatti, anche se può risultare fattibile calcolare il *fair value* di una singola attività, questo potrebbe non essere rappresentativo di come la stessa attività contribuisca alla generazione di flussi di cassa operativi poiché è necessario compiere una valutazione del complesso aziendale cui questa appartiene. Lo IAS 36 definisce questo complesso aziendale *cash generating unit*<sup>48</sup>.

Per quanto attiene l'avviamento, trattandosi di un *asset* iscrivibile solo in occasione di una *business combination*, è evidente come non sia in grado di generare flussi di cassa indipendenti, per tale ragione deve necessariamente essere allocato ad una o più CGU ai fini del calcolo del *test di impairment*.

Lo IAS 36 stabilisce che la CGU o il gruppo di CGU cui viene allocato l'avviamento deve essere il livello più basso nell'ambito dell'impresa al quale l'avviamento viene monitorato dal sistema di controllo interno.

Prima di entrare nel merito del calcolo del valore d'uso della CGU è utile, al fine di avere una situazione più completa della situazione, riprendere più dettagliatamente il concetto di *fair value*. Questo concetto ha una valenza diversa in base alla presenza o meno di un mercato attivo<sup>49</sup>. Nel caso in cui l'attività sia trattata in un mercato attivo, il prezzo espresso dal mercato è assunto come *fair value*. Un mercato attivo è caratterizzato da: (un esempio sono i titoli azionari quotati)

- Omogeneità di beni;
- Presenza in ogni momento di acquirenti e venditori disponibili;
- Prezzi pubblici.

In assenza di un mercato attivo, l'impresa può stimare il *fair value* utilizzando tutte le informazioni a disposizione, come ad esempio compravendite di attività simili nello stesso settore industriale.

Dopo aver definito il concetto di *fair value* è necessario dimostrare dettagliatamente la procedura da seguire per arrivare al valore d'uso della CGU.

Questo si ottiene applicando un *discounted cash flow*. Gli elementi essenziali sono:

---

<sup>48</sup> Per lo IAS 36 una CGU rappresenta il livello più basso possibile di aggregazione delle attività in grado di produrre flussi di cassa in entrata che sono ampiamente indipendenti dei flussi finanziari in entrata generati da altre attività o gruppi di attività.

<sup>49</sup> Per mercato attivo si intende un mercato in cui le operazioni relative all'attività o alla passività si verificano con una frequenza e con volumi sufficienti a fornire informazioni utili per la determinazione del prezzo su base continuativa.

- Flussi finanziari futuri in entrata e in uscita che deriveranno dall'uso continuativo della CGU e dalla sua dismissione finale; e
- Tasso di attualizzazione appropriato ai flussi finanziari in entrata e in uscita.

La stima dei flussi finanziari futuri deve basarsi sui più recenti *budgets* per singola CGU, approvati dall'organo amministrativo competente, che coprono un orizzonte temporale massimo di cinque anni perché oltre questo periodo si presume non siano attendibili.

Come abbiamo detto precedentemente, il metodo di valutazione di riferimento è il metodo finanziario conosciuto come *Discounted Cash Flow* (DCF).

La formula del DCF è la seguente:

$$\sum_{t=1}^n W = [ \sum F_t (1+WACC)^{-t} + F_n (1+WACC)^{-n} ]$$

dove:

W = Valore d'uso della CGU;

F<sub>t</sub> = Flussi finanziari netti per ciascuno degli N anni del periodo di proiezione esplicita;

F<sub>n</sub> = valore terminale (o *terminal value*) della CGU alla fine del periodo di proiezione esplicita;

WACC (o *weighted average cost of capital*) = tasso di attualizzazione: è il tasso che esprime il costo ponderato delle fonti di finanziamento dell'attività oggetto di analisi che sono il costo dell'*equity* e il costo del debito. Il WACC rappresenta il costo che l'azienda deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso finanziatori interni ed esterni. La formula del WACC è la seguente:

$$Wacc = re \frac{E}{(E + D)} + rd \times (1 - t) \frac{D}{(D + E)}$$

dove:

Wacc = *Weighted Average Cost of Capital*;

re = *cost of equity*;

E/(E + D) = *Equity-to-total capitalization*;

D/(D+E) = *Debt-to-total capitalization*;

rd = *cost of debt*;

(1-t) = *tax shield*

Il costo dell'*equity* è determinato in base al modello del CAPM (*capital asset pricing model*). Con il CAPM, il costo dell'*equity* viene determinato quale somma tra il rendimento di investimenti privi di rischio (titoli di stato di paesi stabili) ed un premio per il rischio che, a sua volta, dipende dalla rischiosità sistematica

dell'azienda oggetto di valutazione che viene misurata attraverso un coefficiente  $\beta$  che non può essere eliminato attraverso la diversificazione. La formula del CAPM è:

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

in cui:

$K$  = cost of equity;

$r$  = risk free rate;

$\beta$  = systematic risk;

$(rm-r)$  = market risk premium.

Tra tutti gli elementi appena presentati  $\beta$  necessita un breve chiarimento.

Le società con  $\beta$  superiore all'unità (cd. titoli aggressivi) amplificano le oscillazioni del mercato in quanto presentano una variabilità dei rendimenti maggiori a quella del mercato (che presenta un  $\beta$  uguale a 1); mentre le società con  $\beta$  inferiore all'unità (cd. titoli difensivi) attenuano le oscillazioni del mercato poiché presentano una variabilità inferiore a quella del mercato.

- 4) In questa fase si va semplicemente a confrontare il valore recuperabile calcolato, con il valore contabile.
- 5) In questa fase conclusiva, dopo aver confrontato il valore recuperabile con il valore contabile, si rileva la perdita a conto economico per la differenza riscontrata tra i due valori.

Il processo presentato in questo paragrafo rappresenta la procedura che le società devono seguire per calcolare il valore "reale" degli *assets* ed evitare un inquinamento delle attività e di conseguenza del bilancio. Questo permette di fornire una situazione più chiara e veritiera agli *stakeholders* sulle reali condizioni societarie. In questo modo possono prendere decisioni più consapevoli e razionali.

### 4.3 *Impairment test* vs ammortamento

#### 4.3.1 Ambiti di applicazione delle rispettive normative e differenze principali

L'*impairment test* è stato descritto in tutte le sue fasi nel paragrafo precedente. Si è potuto vedere come questo sia disciplinato dal principio contabile internazionale IAS 36 che appartiene alla disciplina IAS/IFRS. Dal 2006 i soggetti obbligati a redigere il proprio bilancio di esercizio e consolidato secondo i principi contabili internazionali sono i seguenti:

- “Le società quotate;
- Le banche e gli intermediari finanziari vigilati;
- Le società emittenti strumenti finanziari diffusi
- Le società assicurative non quotate con riferimento al solo bilancio consolidato
- Le società assicurative quotate.

Vi sono inoltre società che hanno la facoltà ma non l’obbligo di applicare tali principi e cioè:

- Le società incluse nel consolidato di società obbligati a redigere il bilancio consolidato in conformità agli IAS/IFRS;
- Le società sottoposte all’obbligo di redazione o incluse in un bilancio consolidato”<sup>50</sup>.

Tutte le altre entità, oltre a coloro che hanno la facoltà, adottano i principi contabili nazionali.

#### 4.3.2 L’approccio economico e patrimoniale nel trattamento del *goodwill*

Il trattamento del *goodwill* è in un certo senso figlio del differente approccio seguito dallo *standard setter* nazionale ed internazionale. Le differenti visioni seguite influenzano la contabilizzazione ed il trattamento di tutte le poste del bilancio e, conseguentemente, anche del *goodwill*.

Ecco perché grazie all’analisi dei due differenti approcci si avrà più chiara la *ratio* sottostante alla pratica contabile utilizzata (*impairment test* o avviamento).

I principi contabili italiani, che seguono un approccio economico, richiedono l’ammortamento degli *intangible assets* (compreso il *goodwill* ovviamente).

Gli IAS/IFRS, che invece seguono un approccio patrimoniale, prevedono che il *goodwill* e gli *intangible assets* con una vita utile indefinita, non siano sistematicamente ammortizzati perché non esauriscono la loro utilità in un periodo di tempo definito.

I principi contabili internazionali richiedono, però, che siano evidenziate le svalutazioni, anche su attività non durevoli.

Secondo l’approccio economico, il reddito è la differenza tra *outputs* (ricavi) e *inputs* (spese) intercorsa in un determinato periodo di tempo.

L’implementazione contabile di quest’approccio richiede spesso l’allocazione di entrate ed uscite su più periodi contabili al fine di produrre una “corrispondenza” dei ricavi e delle spese ottenuti nel tempo (ad

---

<sup>50</sup> D.Lgs. 28 febbraio 2005, n.38.

esempio, il costo di un macchinario utilizzato nella produzione di un prodotto aziendale viene allocato lungo la vita utile del macchinario, determinando una serie di ammortamenti annuali).

I critici di questo approccio sostengono che tali allocazioni sono spesso, per necessità, arbitrarie e non fondate sull'economia sottostante; queste comportano misure inappropriate di determinate attività e passività che sono proprio il risultato di tali allocazioni tra periodi e che rendono, quindi, i bilanci meno utili nel rappresentare l'attuale situazione finanziaria dell'entità che redige il bilancio.

Esse, inoltre, aumentano la complessità delle procedure contabili e ostacolano la comprensione dei bilanci. Al contrario, secondo l'approccio patrimoniale, il reddito è una misura dell'incremento delle attività e decremento delle passività.

Secondo questa visione, quindi, il punto di partenza è definire quelle che sono le attività e le passività dell'entità. Successivamente si procede alla determinazione delle variazioni delle attività e passività al fine di determinare il reddito d'esercizio.

I critici del seguente approccio, invece, sostengono che esso attribuisce un peso eccessivo alla determinazione dei valori correnti delle attività e passività che spesso sono complicate e soggettive.

Tutto questo si traduce in un reddito dichiarato che può essere altamente volatile a causa dei cambiamenti nelle condizioni macroeconomiche e di mercato. Questo rende il conto economico meno utile per comprendere i guadagni effettivi (o le eventuali perdite) di un'entità durante l'esercizio.

Sebbene le pratiche contabili fino al 1970 erano basate sulla visione economica, lo IASB e il FASB<sup>51</sup> hanno adottato la visione patrimoniale considerandola la migliore alternativa per emanare principi contabili che siano coerenti.

#### 4.4 Principali criticità e possibili cambiamenti

Nel 2004, lo IASB ha introdotto, come già detto, l'*impairment test* e vietato l'ammortamento.

In seguito a questa introduzione, le principali criticità che sono state evidenziate sono le seguenti:

- Le svalutazioni sull'avviamento vengono spesso registrate troppo tardi e le perdite di valore sono contabilizzate molto dopo gli eventi che hanno causato la svalutazione;
- L'effettuazione dell'*impairment test* può essere costoso e complesso.

---

<sup>51</sup> Il FASB (*Financial Accounting Standards Board*) è l'organismo statunitense non governativo che ha principalmente poteri regolamentari in ambito contabile poiché emana con regolarità i principi che le imprese statunitensi sono tenute ad osservare nel redigere il bilancio d'esercizio.

A queste criticità se ne aggiunge un'altra che si evidenzia particolarmente in periodi di crisi come quello attuale:

- L'esecuzione dell'*impairment test* è un esercizio tecnico complesso che richiede l'impiego di stime e scelte significative nell'utilizzo di parametri di mercato osservabili. Vista la crescente complessità nel prevedere l'esito di eventi futuri in un contesto di crisi come quello attuale, determinare il valore recuperabile delle attività iscritte in bilancio risulta essere particolarmente complesso. L'attuale contesto di crisi, caratterizzato da una significativa volatilità del mercato principale e da una notevole incertezza sulle aspettative economiche, rende difficile fornire previsioni che possano essere considerate, senza alcuna incertezza, attendibili.

Alla luce di queste critiche, gli aspetti oggetto di analisi sono:

- 1) L'esistenza di modifiche da apportare all'*impairment test* per renderlo maggiormente efficace;
- 2) La modifica o meno della contabilizzazione dell'avviamento, attraverso la reintroduzione dell'ammortamento;
- 3) L'eventuale semplificazione dell'*impairment test*.

- 1) Gli investitori hanno criticato l'*impairment test of goodwill* perché non permette di identificare le perdite di valore tempestivamente. Tali ritardi possono essere riconducibili a:
  - Stime del *management* dei flussi di cassa prospettici troppo ottimistiche; o
  - L'avviamento è "protetto" dalle perdite di valore.

La differenza tra il valore recuperabile ed il valore di carico di un'attività, se positivo, viene chiamato "*headroom*". I principi contabili internazionali non permettono di iscrivere in bilancio le immobilizzazioni immateriali generate internamente dell'azienda, cioè quelle generazioni di valori interne all'azienda stessa che non vengono acquistate da economie terze. Tali attività concorrono a formare l'*headroom*, in quanto hanno un valore identificabile ma non iscritto in bilancio, così che il valore recuperabile risulti maggiorato di tutte le immobilizzazioni immateriali generate internamente. La regola di non iscrivere le immobilizzazioni immateriali a bilancio genera una "protezione" o un "cuscinetto" che potrebbe differire nel tempo l'iscrizione di perdite di valore dell'avviamento.

Dopo una serie di approfondimenti, lo IASB ha preliminarmente concluso di non avere identificato, ad un costo ragionevole, delle modifiche efficaci da apportare all'*impairment test*. Non è possibile eliminare la "protezione" dall'*impairment test* poiché l'avviamento deve essere assoggettato al *test* insieme ad altre

attività e non può essere testato singolarmente. Tali attività potrebbero perciò aumentare l'*headroom*. La prima alternativa è stata quindi considerata dallo IASB troppo onerosa rispetto ai benefici (non certi) apportati.

2) Un'ulteriore modifica alle regole di contabilizzazione attuale sarebbe la reintroduzione dell'ammortamento dell'avviamento, come richiesto da alcuni investitori.

Nel dibattito internazionale ci sono tesi contrastanti: alcuni, sostengono la reintroduzione dell'ammortamento dell'avviamento, altri, sostengono la vita utile indefinita dell'avviamento e quindi l'*impairment test*. Seppur ognuno dei due approcci abbia i suoi limiti, l'attuale modello di *impairment* dovrebbe essere mantenuto dallo IASB.

Come accennato precedentemente, ci sono varie argomentazioni a favore dei due approcci.

È utile riportarle per avere un'idea di quelli che sono i pro ed i contro dei due trattamenti contabili del *goodwill*.

- Gli avviamenti iscritti in bilancio sono sopravvalutati e, di conseguenza, i risultati aziendali non sono adeguatamente riflessi nell'*impairment test*. L'ammortamento dell'avviamento ha un obiettivo semplice cioè quello di ripartire il costo sostenuto dall'azienda lungo un orizzonte temporale.
- L'attuale modello di *impairment* fornisce alcune utili informazioni agli utilizzatori del bilancio, in quanto riconferma il valore di iscrizione. Sebbene l'ammortamento sia semplice, la sua reintroduzione risulterebbe arbitraria ed i suoi risultati verrebbero ignorati da molti investitori e quindi molte aziende andrebbero ad escludere l'ammortamento dalle misure di performance che forniscono agli investitori.
- Alcune analisi dimostrano che l'*impairment test* non funziona e le svalutazioni dell'avviamento non sono effettuate tempestivamente.
- Se applicato correttamente, l'*impairment test* funziona nelle modalità per cui era stato introdotto, assicurando che, insieme alle altre attività, il gruppo di attività non siano sopravvalutate.
- L'avviamento è un bene con una vita utile che si riduce con il trascorrere del tempo. L'ammortamento è solo il metodo per ripartire il consumo dell'avviamento lungo la vita utile.
- I benefici espressi dall'avviamento hanno una durata indefinita, quindi non può essere un bene con una vita definita.
- L'ammortamento dell'avviamento potrebbe semplificare e rendere meno costosa la sua contabilizzazione perché l'ammortamento andrebbe a ridurre il valore di carico, così che il valore da assoggettare all'*impairment test* risulterebbe nel corso del tempo minore.
- L'ammortamento dell'avviamento non ridurrebbe in modo significativo i costi dell'*impairment test*, soprattutto nei primi anni.

Emerge chiaramente dall'analisi appena presentata come la reintroduzione dell'avviamento non porterebbe alcun beneficio certo. L'*impairment test*, infatti, se modificato correttamente, genererebbe un'informativa più completa e precisa rispetto all'ammortamento.

- 3) Al fine di rispondere ad alcune critiche mosse all'*impairment test*, si stanno cercando soluzioni per semplificarlo senza però renderlo meno efficace. Al fine di rendere meno costoso, si potrebbe richiedere l'effettuazione del test solamente in presenza di indicatori di perdita di valore. Il principio contabile IAS 36, infatti, richiede di effettuare annualmente l'*impairment test* sulle attività immateriali a vita utile indefinita anche se non vi sono indicatori di perdita di valore. Le parti interessate hanno criticato tale regola adducendo che: il test annuale comporta costi per le aziende ma fornisce scarse informazioni agli utilizzatori dei bilanci in tutti quei casi dove non ci sono tali indicazioni di perdite di valore. Le modifiche descritte permetterebbero di ridurre i costi di effettuazione dell'*impairment test*. L'introduzione dell'esenzione al test annuale potrebbe non rendere il test meno efficace, in quanto:
- In assenza di indicatori di perdita di valore è improbabile che il test quantitativo identifichi perdite di valore rilevanti;
  - L'effettuazione del test annuale non rimuove l'effetto di "protezione" dell'avviamento descritto precedentemente.

Per concludere il paragrafo infine è utile menzionare alcuni aspetti alternativi riguardanti la contabilizzazione dell'avviamento.

Una prima alternativa consiste nella contabilizzazione del patrimonio netto (*equity*) al netto dell'avviamento. La presentazione dell'*equity* al netto dell'avviamento, potrebbe richiamare l'attenzione degli investitori sulla significatività dell'avviamento rispetto all'attivo netto investito.

I benefici di tale presentazione potrebbero essere controbilanciati da alcuni problemi applicativi: ad esempio, la modifica del requisito di presentazione potrebbe modificare in modo rilevante alcuni formati di esposizione.

Un altro aspetto rilevante riguarda la presentazione separata delle altre immobilizzazioni immateriali. L'IFRS 3 ha ampliato la gamma delle attività immateriali acquisite che devono essere presentate separatamente dall'avviamento, come ad esempio i marchi. Le opinioni sulla contabilizzazione separata di questi *assets* differiscono. Tuttavia, le informazioni fornite da queste immobilizzazioni sono rilevanti, soprattutto con riferimento alle attività acquisite, e non sono emersi elementi convincenti che portino a concludere diversamente.

Un ulteriore aspetto riguarda la diversa contabilizzazione delle immobilizzazioni immateriali generate internamente. Questa modifica avrebbe delle conseguenze molto più importanti di quelle menzionate

precedentemente. Se si applicasse questa alternativa, si dovrebbe rivedere una gran parte della normativa vigente. La modifica di tale regola di contabilizzazione richiede, quindi, attente ed approfondite analisi.

In questo paragrafo sono state introdotte le diversità vigenti tra l'*impairment test* e l'ammortamento nel suo complesso. Si è iniziato osservando l'ambito di applicazione dei due diversi trattamenti, proseguendo, sono stati evidenziati i due diversi approcci applicati dalla normativa internazionale e nazionale. Questa distinzione è stata utile per spiegare la *ratio* sottostante la scelta dell'*impairment test* e dell'ammortamento da parte dei rispetti *standard setter*. Successivamente l'analisi si è concentrata sulle criticità dell'*impairment test* e le possibili modifiche da applicare. Nell'occasione sono state evidenziate, nel dettaglio, i principali punti di forza e di debolezza dell'ammortamento e dell'*impairment test*. Infine, per completezza, sono state proposte delle soluzioni alternative elaborate da professionisti della materia.

Nel prossimo paragrafo si procederà ad illustrare l'*impairment* del *goodwill* o meno avvenuto nell'ultimo semestre analizzando le relazioni semestrali delle società presentate nel capitolo 2.

#### 4.5 Esiti dell'*impairment test* nelle relazioni semestrali

In questo ultimo paragrafo si vogliono evidenziare gli effetti del COVID-19 sul *goodwill*. Sarà utile osservare, in prima analisi, il funzionamento che l'*impairment test* ricopre in ogni singola fattispecie societaria e, successivamente, valutare gli esiti che il test ha dato.

In base ai risultati che il test darà, le società verranno divise in due sezioni:

- 1) Società che hanno presentato una svalutazione del *goodwill* nel corso del semestre;
- 2) Società che non hanno presentato una svalutazione del *goodwill* nel medesimo.

Prima di analizzare nel particolare le singole entità è importante osservare come il tasso di attualizzazione di tutte le società abbia subito un incremento nell'ultimo semestre poiché ha dovuto incorporare le condizioni economiche vigenti.

- 1) Le società che hanno subito una svalutazione del *goodwill* sono le seguenti:
  - Edison;
  - GEDI;
  - Kering;

- Lufthansa.

Edison è la prima società che si analizzerà. La variazione che l'avviamento ha subito nel corso del primo semestre è la seguente:

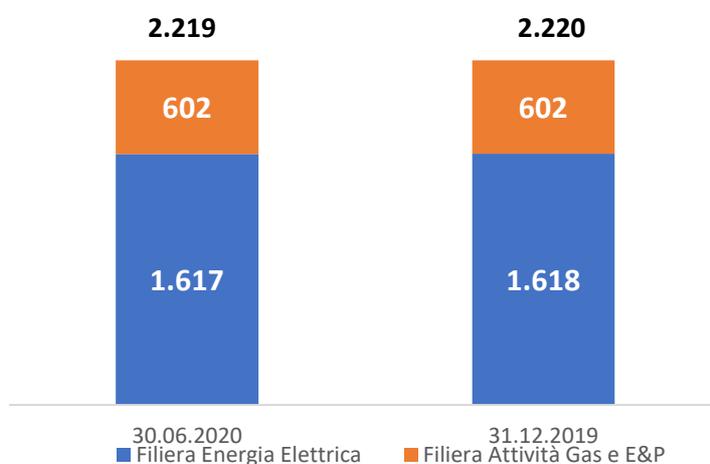


Figura 25 - Variazione avviamento, Relazione finanziaria semestrale Edison

La svalutazione è relativa alla Filiera Energetica ed ammonta ad 1 milione di euro.

L'*impairment test* si è basato sugli ultimi cambiamenti verificatisi nel contesto mondiale e sugli aggiornamenti delle proiezioni del periodo 2020-2023 sviluppate dal *mangement*.

Recependo le raccomandazioni delle Autorità di controllo dei mercati (CONSOB in Italia, ESMA in Europa) relative alla corretta rappresentazione sui bilanci degli effetti del Covid-19, il gruppo Edison ha proceduto con un'analisi preliminare dei potenziali effetti negativi attesi sugli *assets* ed ha identificato le *Cash Generating Unit (CGU)* maggiormente impattate dalla situazione corrente. Solo una CGU della Divisione Servizi Energetici e Ambientali ha dimostrato perdita di valore con conseguente svalutazione di 24 milioni di euro (solo 1 milione imputabile all'avviamento).

Seppur di lieve entità rispetto al valore totale dell'avviamento iscritto nella relazione semestrale (1 milione di euro rispetto ai 2.219 contabilizzati), l'avviamento ha subito una svalutazione durante il semestre per effetto della pandemia.

GEDI è una realtà più piccola rispetto alle altre analizzate. Da ciò deriva che le attività aziendali (in particolare le attività immateriali) siano, quantitativamente parlando, notevolmente inferiori. Le immobilizzazioni a vita utile indefinita (tra cui l'avviamento) sono organizzate sulla base delle seguenti CGU:

Cash Generating Unit o Gruppi di CGU	Valore contabile 31/12/2019	Valore contabile 30/06/2020
1. La Repubblica	149.907	88.887
2. GEDI News Network Nuova Sardegna	6.113	6.113
3. GEDI News Network Livorno	12.004	8.828
4. GEDI News Network Lombardia-Emilia	17.655	17.655
5. GEDI News Network Nord-Est	66.509	50.506
6. GEDI News Network Nord-Ovest	77.986	56.598
7. Radio (R.Deejay, R.Capital e m2o)	92.930	93.843
8. Mo-Net	2.138	2.138
<b>TOTALE</b>	<b>425.242</b>	<b>324.568</b>

Figura 26 – CGU, Relazione finanziaria semestrale GEDI

Il COVID-19 ha avuto dei pesanti effetti sul mercato in cui il Gruppo opera, determinando una forte contrazione degli investimenti pubblicitari che si è già manifestata nel corso del primo e del secondo trimestre ma che presumibilmente avrà ricadute anche nel prossimo futuro. Tale situazione è un potenziale indicatore di perdita di valore delle attività. Già nella Relazione Finanziaria al 31.12.2019 erano state svalutate per complessivi €131, 9mn le principali CGU editoriali (nello specifico, “La Repubblica”, “GEDI News Network Nord-Est” e “GEDI News Network Nord-Ovest”). Successivamente già in sede di resoconto intermedio al 31 marzo 2020 era stato predisposto un nuovo *impairment test* sulle CGU Editoriali (oltre a “La Repubblica”, “GEDI News Network Nord-Est” e “GEDI News Network Nord-Ovest”, anche sulle CGU “GEDI News Network Livorno” e “GEDI News Network Lombardia-Emilia”), cioè quelle CGU direttamente e maggiormente condizionate dai fatturati pubblicitari.

L’incertezza e la volatilità generate dalla pandemia rendono alquanto complesso andare a stimare il valore d’uso vista la difficoltà nel fare previsioni. Il Gruppo ha superato questa problematica utilizzando il metodo dei flussi di cassa attesi. Questo approccio consiste nella stima di più scenari di andamento della pandemia e dei suoi riflessi sui flussi di cassa e nel ponderare ciascuno scenario sulla base delle probabilità di accadimento definite dal *management*. Viste le evoluzioni verificatesi in seguito alla data della predisposizione del resoconto intermedio di gestione (31 marzo 2020) il *management* è stato costretto a rivedere gli scenari previsti poiché troppo ottimistici (soprattutto il mercato pubblicitario).

I nuovi scenari al 30.06.2020 sono i seguenti:

Scenari	2020	2021	2022
1	-11,2%	6,1%	2,1%
2	-9,4%	5,9%	2,0%
3	-6,1%	3,8%	1,3%

Figura 27, Relazione finanziaria semestrale GEDI

Allo scenario 2, che corrisponde maggiormente alle aspettative del management, è stata assegnata una probabilità di accadimento del 60%, allo scenario 3 (più ottimistico) una probabilità del 10% e allo scenario

1 (pessimistico) una probabilità del 30%. Il tasso di attualizzazione, in coerenza con quanto affermato ad inizio paragrafo, ha avuto un incremento passando dal valore di 7,44% al 31.12.2019 a 7,52%. Come tasso di attualizzazione è stato adottato il costo medio ponderato del capitale investito (WACC). L'esito dell'*impairment test* al 30 giugno 2020, ha evidenziato una perdita di valore complessiva pari a €101,6mn (€74,2mn al netto delle imposte); in particolare per la CGU "La Repubblica" la svalutazione è stata pari a €61,0mn, per "GEDI News Network Nord-Est" è stata pari a €16,0mn, per "GEDI News Network Nord-Ovest" a €21,4mn e per CGU "GEDI News Network Livorno" a €3,2mn). La variazione delle attività materiali nel corso del semestre è stata quindi la seguente:

	31/12/2019	30/06/2020
Testate e marchi	333.179	231.896
Frequenze radiofoniche	91.759	92.672
Avviamenti	304	-
Diritti di brevetto ind. e utilizz. opere d'ingegno	524	389
Concessioni e licenze	8.896	8.413
Frequenze TV	900	750
Immobilizzazioni immateriali in corso	7	8
<b>TOTALE IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI</b>	<b>435.569</b>	<b>334.128</b>

Figura 28 – Totale attività immateriali, Relazione finanziaria semestrale GEDI

Risulta fondamentale sottolineare che, a seguito delle svalutazioni subite dalle attività immateriali, l'avviamento si è azzerato e quindi, se non verranno sostenute nel corso del secondo semestre del 2020 operazioni straordinarie (acquisizione, fusione ecc...) il saldo dell'avviamento al 31.12.2020 sarà zero e quindi non comparirà in bilancio.

La svalutazione è dipesa dal cambiamento negativo in cui la società opera a causa del Covid-19. Risulta chiaro, quindi, come la responsabilità delle svalutazioni delle attività immateriali intercorse nel semestre siano direttamente attribuibili alla pandemia.

Kering presenta una variazione negativa nel corso del semestre come si può osservare:

(in € millions)	June 30, 2020	Dec. 31, 2019	Change	June 30, 2019
Goodwill	2,510.6	2,525.9	(15.3)	2,402.1

Figura 29, Kering *First Half Report 2020*

Quello che però colpisce dopo avere esaminato tutta la relazione semestrale, è la completa assenza di informazioni riguardo all'*impairment test* sul *goodwill*. Per un colosso come Kering, che presenta un *goodwill* di €2510,6mn, escludere ogni tipo di informazione riguardante questa posta dello stato patrimoniale risulta sorprendente. La cosa risulta essere ancora più ambigua vista la presenza della nota 11

del bilancio in cui vengono descritti nel dettaglio gli esiti dell'*impairment test* sulle attività immateriali. Quindi, nonostante le varie ricerche svolte, non risultano dati sui risultati del primo semestre che giustifichino questa riduzione di €15,3mn del *goodwill*

Lufthansa, come visto nel capitolo 2, è stata pesantemente colpita dal Covid.19. Anche dall'analisi dell'*impairment test* gli impatti negativi vengono confermati.

Dall'analisi del *goodwill* emerge la seguente situazione:

CONSOLIDATED BALANCE SHEET - ASSETS			
in €m	30.06.2020	31.12.2019	30.06.2019
Intangible assets with an indefinite useful life <sup>1)</sup>	1,242	1,395	1,385

Figura 30 – *Intangible assets with an indefinite useful life*, Lufthansa 2ND Interim Report

Il *goodwill* è compreso nella seguente posta contabile. A seguito dell'*impairment test* svolto dal *management* per valutare gli effetti della pandemia sulle attività societarie, emerge la svalutazione di €157mn subita dal *goodwill* nell'ultimo semestre. La seguente perdita di valore è imputabile alle entità Eurowings e LSG North America. L'avviamento di Euroswing è stato interamente svalutato (€57mn) mentre l'avviamento di LSG North America è stato svalutato per 100 milioni di euro. Ad eccezione di queste perdite di valore, il test non ha evidenziato ulteriori svalutazioni imputabili alle altre entità aziendali, anche se il tasso di sconto è stato aumentato di 0,5 punti percentuali e le ipotesi di crescita ed il margine EBITDA sono stati ridotti di 0,5 punti percentuali.

Risulta chiaramente come l'*impairment* del *goodwill* sia stato materiale nel corso del semestre.

2) Le società che non hanno subito una svalutazione del *goodwill* nel semestre sono le seguenti:

- Autogrill;
- Enel;
- FCA;
- Ferrari;
- Novartis;
- Webuild.

Autogrill al 30 giugno 2020 presenta un avviamento di 868.577k€ rispetto a 854.976k€ al 31 dicembre 2019. Le *Cash Generating Unit* (CGU) sono identificate sulla base dei settori operativi, secondo una logica geografica/gestionale. I valori contabili dell'avviamento articolati per CGU, in base all'area geografica, sono esposti qui di seguito.

(k€)	30.06.2020	31.12.2019	variazione
Nord America	450.998	450.578	420
International	71.187	60.566	10.621
Europa			
Italia	83.631	83.631	-
Altri paesi europei	262.761	260.201	2.560
<b>Totale</b>	<b>868.577</b>	<b>854.976</b>	<b>13.601</b>

Figura 31 – CGU, Relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2020 Autogrill

Le variazioni rispetto all'anno precedente sono da ascrivere principalmente alle acquisizioni di Autogrill Middle East, LLC (Emirati Arabi Uniti), Arab Host Service, LLC (Qatar) e HMSHost Catering Malaysia SDN. BHD. (già Dewina Host SDN. BHD., Malesia). Come indicato dalle *Authorities* (ESMA, CONSOB e IOSCO18) il Gruppo ha ritenuto che gli effetti della pandemia COVID-19 sull'andamento economico nel primo semestre 2020 e l'incertezza di evoluzione di scenario, rappresentino “*trigger events*”<sup>52</sup> ai sensi dello IAS 36 che implicano l'esecuzione del *test di impairment* sui valori di avviamento iscritti nel bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2020.

In particolare, in considerazione della significatività dell'ammontare dell'avviamento iscritto, la recuperabilità del valore dell'avviamento allocato a ciascuna CGU è verificata tramite la stima del valore d'uso della stessa, inteso come il valore attuale dei flussi finanziari attesi, attualizzati a un tasso differenziato per area geografica e che riflette i rischi specifici delle singole CGU alla data di valutazione. Per la determinazione del tasso di attualizzazione si è fatto riferimento alla metodologia *Capital Assets Pricing Model*. I flussi finanziari attesi per il periodo triennale 2020-2022 per ciascuna CGU utilizzati nella determinazione del valore recuperabile al 31 dicembre 2019 sono stati rivisti in seguito alla pandemia Covid-19 introducendo anche l'ulteriore biennio 2024-2025.

Nella tabella che segue sono riportati i tassi di attualizzazione impiegati nell'effettuazione dell'*impairment test*, confrontati con i tassi di attualizzazione utilizzati al 31 dicembre 2019.

	Tasso di attualizzazione 30.06.2020	Tasso di attualizzazione 31.12.2019
Nord America	6,5%	5,7%
International	7,5%	6,7%
Italia	6,6%	5,8%
Altri Paesi Europei	5,2%	4,4%

Figura 32 –Tasso di attualizzazione, Relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2020 Autogrill

Il Gruppo non ha rilevato alcuna perdita di valore della posta contabile allocata alle varie CGU. La società ha però introdotto dei valori di WACC ed EBITDA di “rottura” oltre ai quali risulterebbe necessaria una svalutazione del *goodwill*.

<sup>52</sup> Indicatori di perdita o di *impairment*. Un “*trigger event*” non è altro che il fatto o l'insieme dei fatti che scatena la necessità di effettuare l'*impairment test*.

Il processo dell'*impairment test* di Autogrill colpisce per la completezza e la minuziosità nella descrizione dei suoi tratti fondamentali. L'avviamento, come affermato precedentemente, non ha subito alcuna svalutazione nel corso del semestre ma sono stati segnalati i valori di *WACC* ed *EBITDA* di rottura proprio perché la società ha chiara la volatilità dei risultati e la situazione di crisi mondiale.

Enel ha presentato la seguente movimentazione dell'avviamento nel corso del primo semestre:

Milioni di euro	
<b>Totale al 31 dicembre 2019</b>	<b>14.241</b>
Differenze cambio	(126)
<b>Totale al 30 giugno 2020</b>	<b>14.115</b>

Figura 33 – Avviamento, Relazione finanziaria semestrale Enel

La movimentazione dell'avviamento, come già commentato nella nota precedente, è principalmente attribuibile all'effetto cambio negativo delle società brasiliane.

La verifica di recuperabilità delle attività, secondo le disposizioni dello IAS 36, è stata eseguita al 30 giugno 2020 in presenza di indicatori di perdita di valore (c.d. "indicatori interni ed esterni"). Nell'attuale contesto l'analisi dei "*trigger event*" ha assunto ancor più rilievo dal momento che è stata indirizzata anche a verificare se gli impatti derivanti dall'emergenza pandemica Covid-19 potrebbero aver comportato una riduzione del relativo valore contabile di talune attività al 30 giugno 2020.

Dalle analisi svolte dal Gruppo risulta che gli impatti da Covid-19 sulle dinamiche economico-finanziarie a oggi sono per lo più poco rilevanti denotando un'esposizione limitata del Gruppo alla crisi. Gli impatti a oggi stimati sono sostanzialmente relativi a effetti di breve termine ritenuti transitori e non permanenti, evidenziando così una scarsa vulnerabilità agli effetti della crisi nel medio termine e resilienza nella capacità di generare reddito nel lungo termine. Tale aspetto mette ancor più in risalto il peso del *terminal value* nella stima del *value in use*. Ne consegue che, pur considerando impatti negativi sui flussi di cassa di breve termine, i flussi di cassa di lungo periodo considerati ai fini del *terminal value* rimangono invariati. La società ha utilizzato il WACC come tasso di attualizzazione. Non sono emerse potenziali criticità sulla recuperabilità del *goodwill*. La cosa non stupisce affatto alla luce delle valutazioni che il *management* ha riportato sull'esito degli effetti del COVID-19.

Le uniche incertezze sono emerse nei *businesses* che la società detiene in Argentina e Brasile dove la pandemia ha avuto degli effetti materiali per il Gruppo.

Per questo motivo la società ha svolto delle analisi di sensitività sui seguenti *businesses* che tuttavia non hanno rilevato eventi che hanno comportato lo svolgimento dell'*impairment test* al 30 giugno 2020.

Di conseguenza la società, come già detto inizialmente, non ha rilevato alcuna perdita di valore riguardante la posta contabile del *goodwill*.

Enel ha fornito informazioni dettagliate che hanno supportato la mancata svalutazione dell'avviamento. Tutti i passaggi principali seguiti sono stati descritti con precisione fornendo un'adeguata sicurezza riguardo al reale ammontare dell'avviamento iscritto in bilancio.

FCA, nel corso dell'ultimo semestre, ha subito un incremento del *goodwill*.

	<u>At June 30, 2020</u>	<u>At December 31, 2019</u>
	(€ million)	
Goodwill	€ 11,097	€ 11,065

Figura 34 – *Goodwill*, FCA Semi-annual Report

Questo incremento è dovuto al cambiamento del tasso di cambio \$/€.

Dall'analisi della relazione semestrale, emerge come il *goodwill* iscritto in bilancio faccia riferimento all'acquisizione di FCA US. Il *goodwill* derivante dall'acquisizione di FCA US è stato allocato ai settori operativi del Nord America, di EMEA, APAC e LATAM.

A seguito dell'individuazione di indicatori di *impairment*, principalmente in considerazione del fatto che il Gruppo ha rivisto il proprio business e la propria operatività per tenere in considerazione i potenziali impatti e gli effetti della pandemia, incluso l'impatto stimato sul contesto macroeconomico, sulle prospettive di mercato e sull'operatività del Gruppo, il *goodwill* allocato ai settori operativi EMEA e LATAM è stato sottoposto ad *impairment test* il 31 marzo 2020. Di tutte le attività immateriali a vita utile indefinita (14.614 milioni di euro al 31 marzo 2020) solamente €275mn e €577mn di avviamento sono stati rispettivamente allocati ai settori EMEA e LATAM.

Nello svolgimento dell'*impairment test* la stima del valore recuperabile (per EMEA e LATAM) è stata determinata utilizzando il valore d'uso al 31 marzo 2020 e si è basata sulle seguenti ipotesi:

- I flussi di cassa futuri coprono il periodo 2020-2024. Tali flussi di cassa attesi riflettono le attuali aspettative in merito alle condizioni economiche e all'andamento dei mercati.
- I flussi di cassa futuri comprendono il *terminal value* che incorpora un'ipotesi di crescita a lungo termine de 2%. I margini EBIT di lungo termine sono stati fissati considerando i margini storici, i margini incorporati nel piano ed altri dati di mercato, rettificati in funzione della fase del ciclo economico delle regioni e di eventuali circostanze specifiche.
- I flussi di cassa, al lordo delle imposte, sono stati attualizzati utilizzando un tasso di sconto, al lordo delle imposte, che riflette la valutazione corrente di mercato del valore temporale del denaro per il periodo considerato, e dei rischi specifici di tali flussi di cassa. Il costo medio ponderato del capitale (WACC) al lordo delle imposte applicato varia dal 9,5% al 16%.

- I flussi di cassa futuri attesi sono sensibili alle variazioni del WACC, tanto che un aumento di 25 punti base e di 40 punti base nel WACC per i segmenti EMEA e LATAM rispettivamente, ridurrebbe il valore recuperabile fino al suo valore contabile.

Il WACC, al lordo delle imposte, è stato calcolato utilizzando la tecnica del *Capital Asset Pricing Model*. I valori recuperabili per i settori operativi EMEA e LATAM, stimati utilizzando le ipotesi sopra descritte, sono stati determinati in eccesso rispetto al valore contabile del *goodwill* allocato rispettivamente ai settori operativi EMEA e LATAM. Pertanto non sono state rilevate perdite di valore dell'avviamento per i tre mesi chiusi al 31 marzo 2020. Non essendoci state variazioni sostanziali rispetto alle previsioni dei flussi di cassa sviluppate nel primo trimestre, e considerando che non sono emersi nuovi indicatori di *impairment*, non sono stati effettuati ulteriori *impairment test* nel corso del trimestre chiuso al 30 giugno 2020.

Anche in questo caso l'informativa fornita dal *management* nella relazione semestrale riguardo l'*impairment test of goodwill*, risulta essere notevole. Tutto viene motivato e analizzato nel dettaglio. La conseguenza diretta è una rappresentazione chiara e trasparente che permette a tutti gli *stakeholders* di comprendere l'evoluzione che la posta contabile ha subito nel corso dell'ultimo semestre.

Un'informativa così ben elaborata può sembrare un qualcosa di scontato considerando che la società è quotata e quindi è gravata da obblighi informativi maggiori ma la realtà delle cose non è così poiché, sebbene tutte le 10 entità analizzate lo siano, come si è visto (Kering) e come si vedrà (Ferrari e Novartis) la profondità di descrizione dell'*impairment test* è molto differente.

Ferrari va a testimoniare quanto detto precedentemente. Nella relazione semestrale al 30 giugno 2020 non viene fornita alcuna informazione all'*impairment test* in generale (non solo riguardo l'*impairment of goodwill*). Questo fatto può sembrare molto curioso considerando che Ferrari S.p.A. è una società quotata e rappresenta un *leader* storico del settore automobilistico. Bisogna analizzare la relazione trimestrale per avere delle informazioni riguardo l'*impairment test* del *goodwill*. La relazione trimestrale è perfettamente in linea con quella semestrale in quanto viene solamente accennato che, al 31 marzo 2020, non risultano esservi svalutazioni riguardanti le attività societarie. Nessun'altra informazione viene fornita. Non viene fatto nemmeno nessun rinvio alla relazione annuale per spiegare il funzionamento dell'*impairment test* ai sensi dello IAS 36. Tuttavia osservando il valore del *goodwill* iscritto al 30 giugno 2020 si osserva che non è mutato rispetto a quello presente al 31 dicembre 2019.

Note	At June 30, 2020	At December 31, 2019
	(€ thousand)	
<b>Assets</b>		
Goodwill	785,182	785,182

Figura 35 – *Goodwill*, Ferrari *Semi-annual Report*

Quindi l'unica informazione (indiretta) a noi pervenuta è la mancata di perdita di valore subita dall'avviamento nel corso del semestre.

Novartis presenta delle forti similitudini, in tema di descrizione dell'*impairment test*, con Ferrari. Il colosso farmaceutico, infatti, al pari di Ferrari non fornisce alcuna informazione riguardo alla necessità o meno di effettuare l'*impairment test* e chiaramente tantomeno riguardo al suo funzionamento. Tuttavia anche in questo, in maniera indiretta, si intuisce che non sia avvenuta alcuna svalutazione del *goodwill* poiché l'incremento di USD 2,6 *billion* presente in bilancio viene giustificato dal *management* come conseguenza dell'acquisto di "Medicines Company". Anche riprendendo la relazione trimestrale nulla viene aggiunto riguardo il funzionamento dell'*impairment test*. Seppur molto scarna, la relazione semestrale ci permette di affermare con certezza che la società non ha subito alcuna svalutazione del *goodwill* nell'ultimo semestre.

L'ultima società analizzata è *Webuild*. La società, a differenza delle ultime entità osservate, racchiude nella relazione semestrale una discreta informativa riguardo l'*impairment test*. La situazione al 30 giugno 2020 è la seguente:

(Valori in Euro/000)	31 dicembre 2019	Incrementi	Svalutazioni	Differenza cambio	30 giugno 2020
Gruppo Lane	76.061	-	-	231	76.292
<b>Totale</b>	<b>76.061</b>	-	-	<b>231</b>	<b>76.292</b>

Figura 36 – CGU, Relazione finanziaria semestrale Webuild

La società ha svolto un *impairment test* al 31.12.2019. Il valore d'uso è stato calcolato utilizzando un tasso di attualizzazione (al netto delle tasse) del 7,4% mentre il *terminal value* è stato calcolato ipotizzando un tasso di crescita di lungo periodo dell'1,74%.

Utilizzando queste assunzioni, il valore recuperabile è risultato essere maggiore rispetto al valore contabile della CGU presentata precedentemente.

Nel corso del semestre concluso in data 30.06.2020 il *management* ha effettuato un'analisi di sensitività dei principali parametri utilizzati per l'*impairment test* effettuato al 31 dicembre 2019 visti gli avvenimenti verificatisi nel corso del semestre. Tale analisi non ha evidenziato rischi di potenziali svalutazioni con la conseguente mancata perdita di valore.

In questo paragrafo sono stati analizzati tutti gli *steps* seguiti dai processi d'*impairment* societari e gli esiti del test. Due considerazioni, a mio avviso, sono importanti da riportare. La prima, già evidenziata nel corso del paragrafo, riguarda la diversa profondità informativa delle società. Si sono viste situazioni caratterizzate dall' assenza di informazioni ed altre, al contrario, caratterizzate da *impairment test* ricchi di particolari che consentono di capire perfettamente la *ratio* sottostante le scelte intraprese. La seconda, invece, riguarda gli esiti osservati.

Tutti i risultati analizzati, escluso Autogrill, sono stati in linea con la situazione societaria descritta nell'ultimo paragrafo del capitolo 2. La stima dei flussi di cassa, infatti, risente fortemente della situazione aziendale presente e soprattutto futura. Se la società si trova in una situazione di instabilità, in un contesto di incertezza come quello attuale, è chiaro che le stime future debbano essere prudenti e riflettere le condizioni reali. L'*impairment test* deve basarsi sulle migliori stime che il *management* è in grado di fornire. Sebbene Autogrill abbia descritto in maniera completa ed esaustiva il funzionamento dell'*impairment test*, sorprende come il *goodwill* non abbia subito nessuna svalutazione considerando i forti impatti subiti in seguito al COVID-19 ed il settore in cui opera.

## Conclusione

L'elaborato dopo aver descritto gli impatti generati dal COVID-19 nell'economia mondiale attraverso l'analisi delle variazioni del prodotto interno lordo (PIL) e spiegate le motivazioni che non hanno determinato la rettifica dei valori iscritti in bilancio (al 31.12.2019) ma solo un'adeguata ed esaustiva informativa, si è concentrato sui due obiettivi principali:

- 1) La capacità delle società analizzate di assicurare il presupposto della continuità aziendale senza dover sostenere apposite verifiche da parte del *management* e dalla società di revisione.
- 2) Rilevare la presenza o meno di eventuali perdite di valore subite dal *goodwill* a causa del COVID-19 nel corso del primo semestre del 2020.

Sicuramente il primo punto rappresenta il fulcro della tesi. Solamente dopo aver verificato la sussistenza del presupposto della continuità aziendale e, quindi, accertata la capacità della società di perdurare in un futuro prevedibile, si può procedere all'esame delle voci del bilancio. Si può affermare che il *going concern* sia il frutto della buona operatività societaria ma, a sua volta, è determinato dall'equilibrio tra le poste di bilancio. Ecco perché, una volta accertata la continuità aziendale, indirettamente si valuta l'equilibrio tra i singoli aggregati societari.

Dopo l'esame degli indicatori finanziari più rilevanti, sono emersi dei risultati che hanno confermato l'ipotesi iniziale. Si è osservato, infatti, che solamente le società solide da un punto di vista economico-finanziario prima dell'inizio della pandemia, sono riuscite ad assicurare la continuità aziendale senza prevedere ulteriori controlli specifici mentre, le società che già si trovavano in una situazione di instabilità, hanno presentato diverse incertezze che dovranno essere monitorate efficacemente nel corso dell'esercizio corrente dal *management* ma soprattutto dalla società di revisione prima di esprimere un giudizio attendibile in merito al *going concern*.

I casi Autogrill e Lufthansa hanno evidenziato come, nonostante la situazione precedente l'inizio della pandemia fosse rassicurante, le incertezze sul futuro possono comunque presentarsi.

È chiaro che, vista l'importanza delle due società, la continuità aziendale non sia, al momento, messa in dubbio ma la loro situazione risulta essere decisamente influenzata dai futuri scenari economici.

Al tempo stesso, invece, si è osservato come GEDI Gruppo Editoriale, che presentava già risultati economico-finanziari negativi negli esercizi precedenti, presenti dubbi significativi.

Sebbene il *management*, come osservato nel paragrafo 2.6.3, abbia assicurato la continuità aziendale la situazione rimane decisamente critica e, alla fine dell'esercizio, la società di revisione dovrà svolgere analisi più approfondite prima di emettere il giudizio finale.

Un secondo aspetto molto importante emerso, a seguito dello studio degli indici, è il differente impatto del COVID-19 sui vari settori economici. I risultati emersi hanno confermato i dati macroeconomici che

vedevano come settore meno colpito dall'effetto del virus quello farmaceutico mentre quello dei trasporti aerei quello maggiormente condizionato.

L'elaborato si è concentrato maggiormente sulla componente finanziaria piuttosto che su quella reddituale. La scelta è stata fatta poiché negli ultimi anni la componente finanziaria ha assunto sempre maggior rilevanza all'interno della società. L'analisi dei flussi di cassa è diventato un elemento fondamentale da considerare nell'assunzione di scelte strategiche.

Molte società negli ultimi anni, infatti, sono fallite per crisi di liquidità.

Il secondo obiettivo ha richiesto, a differenza del primo, lo studio dettagliato di una singola posta contabile (il *goodwill*) e la sua variazione nel corso del semestre per effetto di eventuali perdite di valore. La pandemia COVID-19, infatti, non ha esaurito i suoi effetti in riferimento al *going concern* ma, al contrario, ha determinato conseguenze anche sulle altre poste del bilancio.

L'*impairment test* ha richiesto uno sforzo notevole al *management* delle società. Come si è analizzato nel corso del quarto capitolo, l'*impairment test* richiede il calcolo del valore recuperabile.

Questo è rappresentato dal maggiore tra il valore d'uso e il valore in ipotesi di vendita.

Il calcolo del primo valore avviene attraverso l'attualizzazione dei flussi finanziari futuri che si prevede avranno origine dall'attività aziendale complessiva a livello di *cash generating units*.

Stimare i flussi di cassa (*cash flows*) in una situazione di incertezza, come quella attuale, rappresenta sicuramente una sfida complessa.

La presente sfida è stata vinta dal *management* della gran parte delle società mentre altre si sono contraddistinte per l'incompletezza della descrizione del processo.

L'elemento che ha accomunato tutte le dieci società, come era prevedibile, è stato l'incremento del tasso di attualizzazione dovuto all'imprevedibilità dei mercati.

Teoricamente questo avrebbe dovuto portare ad una svalutazione del *goodwill* se tale effetto non fosse compensato da altre rivalutazioni.

Leggendo attentamente le relazioni semestrali delle entità analizzate, ho appreso come la svalutazione, in alcuni casi, non sia avvenuta poiché il *management* delle società che non hanno presentato perdite di valore nel corso del semestre, ha considerato gli effetti del COVID-19 come effetti di breve piuttosto che medio termine.

L'approccio utilizzato dalle società nelle relazioni semestrali, seppur non particolarmente prudentiale, può essere considerato accettabile in quanto, al momento della loro stesura, risultava quasi impossibile stimare l'impatto del COVID-19 nei mesi a venire.

Tuttavia alla luce degli ultimi dati emersi relativamente al numero dei contagiati nelle varie regioni (non solo italiane), si può presumere che gli impatti negativi citati precedentemente, permarranno anche nei prossimi mesi (sicuramente fino alla fine del corrente anno fiscale) e, conseguentemente, le valutazioni fatte dal *management* nelle relazioni semestrali dovranno essere attentamente aggiornate durante le chiusure annuali ed è facile prevedere che in molti casi questo darà origine a svalutazioni del *goodwill* soprattutto in quelle

aziende che hanno palesato sofferenze finanziarie già prima del COVID. Sarà fondamentale andare ad analizzare gli impatti che tali svalutazioni avranno sull'*equity* in quanto potrebbero generare la necessità di nuovo capitale d'apporto da parte degli azionisti o rivalutazioni di altre attività aziendali. Tuttavia, come si è visto, in ambito nazionale, il Legislatore ha sospeso la normativa vigente in tema di ricapitalizzazione e scioglimento della società a seguito di perdite di capitale nel periodo di tempo compreso tra il 9 aprile ed il 31 dicembre 2020.

Per concludere, allargando la visione al di là dei puri aspetti contabili, è indubbio che la pandemia stia causando un mutamento sostanziale a livello sociale che determinerà di conseguenza uno scenario economico profondamente mutato nel corso dei prossimi anni.

Gli economisti sono ormai concordi nel teorizzare che l'entità del rimbalzo economico susseguente all'emergenza dipenderà essenzialmente dalla magnitudo e dalla qualità delle misure messe in campo dai vari governi.

Tuttavia è utile rilevare che anche coloro che inizialmente ritenevano possibili curve a "V" generate da un rimbalzo immediato stanno ultimamente convergendo verso previsioni più prudentiali basate su curve ad "U" se non addirittura ad "L".

Di conseguenza si ritiene che solo le imprese gestite da un *management* che saprà intercettare i bisogni futuri causati dai mutamenti in atto (per esempio il sempre maggior ricorso allo *smart working*), che saprà investire quindi in progetti tendenti ad aumentare la capacità digitale dell'azienda senza dimenticare l'aspetto relativo all'impatto sull'ambiente e alla *green economy*, riusciranno ad evitare impatti significativi relativamente alla svalutazione dei propri *assets*.

Ovviamente la necessità di investimenti a fronte di performance economiche limitate dalla pandemia (come già si è potuto osservare dall'analisi delle relazioni semestrali), genererà ulteriore fabbisogno finanziario e ancora una volta le aziende vincenti saranno quelle in grado di investire in progetti in grado di garantire un ritorno economico nel medio-lungo termine, in altre parole solo quelle aziende che, come espresso da Mario Draghi in un suo recente intervento, riusciranno a fare "debito buono" mentre non ci sarà probabilmente futuro per quelle che useranno eventuali nuovi finanziamenti o apporti di capitale investendo in progetti di breve termine atti solamente a curare temporaneamente le falle generate dall'impatto del COVID-19 sul loro business corrente.

## Bibliografia

- Besta F., *La ragioneria*, Vallardi, II ed., Milano, 1922.
- Bianchi Martini S., *Interpretazione del concetto di avviamento. Analisi dei principali orientamenti della dottrina italiana*, Giuffrè Editore, Milano, 1996.
- Bruni G., Campedelli B., *La determinazione, il controllo e la rappresentazione del valore delle risorse immateriali nell'economia d'impresa*, in Sinergie, 1993.
- Cinque E., *Avviamento e goodwill. Natura economica e determinazioni di valore*, Aracne Editrice, 2003.
- Di Lazzaro F., Fabi T., Tezzon M., *Principi contabili internazionali: temi e applicazioni*, G. Giappichelli Editore, 2018.
- Massa G., *Trattato completo di ragioneria, Ragioneria Teoretica*, Luigi Gelmetti, Milano 1905-1908, Vol. III.
- Ogliari M., *Le aggregazioni aziendali, l'avviamento ed il test di impairment*, 2020.
- Vicari S., *Risorse aziendali e funzionamento d'impresa*, *Finanza, Marketing e Produzione*, n.3, 1992.
- Zappa G., *Le valutazioni di bilancio con particolare riguardo ai bilanci delle società per azioni*, Libreria Editrice, Milano, 1910.
- Zappa G., *Le determinazioni del reddito nelle imprese commerciali. I valori di conto in relazione alla formazione dei bilanci*, Anonima Libreria Italiana, Roma, 1920-1929.
- Zappa G., *La produzione nell'economia delle imprese, vol. I*, Giuffrè Editore, Milano, 1957.

## Sitografia

- [https://www.autogrill.com/sites/autogrill14corp/files/autogrill\\_-\\_consolidato\\_2019\\_it.pdf](https://www.autogrill.com/sites/autogrill14corp/files/autogrill_-_consolidato_2019_it.pdf)
- [https://www.autogrill.com/sites/autogrill14corp/files/relazione\\_finanziaria\\_semestrale\\_-\\_h1\\_2020\\_-\\_italiano.pdf](https://www.autogrill.com/sites/autogrill14corp/files/relazione_finanziaria_semestrale_-_h1_2020_-_italiano.pdf)
- <https://www.edison.it/sites/default/files/documents/bilancioconsolidato.pdf>
- [https://www.edison.it/sites/default/files/documents/relazione\\_sulla\\_gestione.pdf](https://www.edison.it/sites/default/files/documents/relazione_sulla_gestione.pdf)
- [https://www.edison.it/sites/default/files/documents/Relazione%20finanziaria%20semestrale%20al%2030%20giugno%202020\\_per%20pubblicazione.pdf](https://www.edison.it/sites/default/files/documents/Relazione%20finanziaria%20semestrale%20al%2030%20giugno%202020_per%20pubblicazione.pdf)
- [https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2019/annuali/it/relazione-finanziaria-annuale\\_2019.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2019/annuali/it/relazione-finanziaria-annuale_2019.pdf)
- [https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2020/interim/it/relazione-finanziaria-semestrale\\_30giugno2020.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2020/interim/it/relazione-finanziaria-semestrale_30giugno2020.pdf)
- [https://www.fcagroup.com/it-IT/investors/financial\\_regulatory/financial\\_reports/files/FCA\\_NV\\_2019\\_Annual\\_Report.pdf](https://www.fcagroup.com/it-IT/investors/financial_regulatory/financial_reports/files/FCA_NV_2019_Annual_Report.pdf)
- [https://www.fcagroup.com/it-IT/investors/financial\\_regulatory/financial\\_reports/files/FCA\\_NV\\_2019\\_06\\_30\\_Semi-Annual\\_Report.pdf](https://www.fcagroup.com/it-IT/investors/financial_regulatory/financial_reports/files/FCA_NV_2019_06_30_Semi-Annual_Report.pdf)
- [https://corporate.ferrari.com/sites/ferrari15ipo/files/fnv\\_2019\\_annual\\_report\\_red\\_book\\_0.pdf](https://corporate.ferrari.com/sites/ferrari15ipo/files/fnv_2019_annual_report_red_book_0.pdf)
- [https://corporate.ferrari.com/sites/ferrari15ipo/files/race\\_semi-annual\\_report\\_at\\_and\\_for\\_the\\_three\\_and\\_six\\_months\\_ended\\_june\\_30.2020.pdf](https://corporate.ferrari.com/sites/ferrari15ipo/files/race_semi-annual_report_at_and_for_the_three_and_six_months_ended_june_30.2020.pdf)
- [http://www.gedispa.it/fileadmin//user\\_upload/Annual\\_Financial\\_Report\\_at\\_31\\_December\\_2019.pdf](http://www.gedispa.it/fileadmin//user_upload/Annual_Financial_Report_at_31_December_2019.pdf)
- [http://www.gedispa.it/fileadmin//user\\_upload/Relazione\\_finanziaria\\_semestrale\\_al\\_30\\_giugno\\_2020.pdf](http://www.gedispa.it/fileadmin//user_upload/Relazione_finanziaria_semestrale_al_30_giugno_2020.pdf)
- <https://keringcorporate.dam.kering.com/m/5950e4d285ac1f9a/original/2019-Financial-Document.pdf>
- <https://keringcorporate.dam.kering.com/m/1d69a314a271d228/original/2020-First-half-report.pdf>
- <https://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/en/financial-reports/annual-reports/LH-AR-2019-e.pdf>
- <https://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/en/financial-reports/interims-reports/LH-QR-2020-2-e.pdf>
- <https://salini-pdf-archive.s3-eu-west-1.amazonaws.com/investitori/it/risultati-finanziari/2019/Relazione+Finanziaria+Annuale+2019+v.10.04.2020+ore+19.30.pdf>
- <https://corporatebe.webuildgroup.com/sites/default/files/2020-08/Relazione-Finanziaria-Semestrale-30-06-2020%20New.pdf>
- <https://www.consigionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-società/191.aspx>
- <https://www.mazars.it/Pagina-iniziale/News/Covid-19/Pubblicazioni-e-articoli/COVID-19-Impatto-su-impairment-test-e-PPA>

- <http://www.genteditalia.org/2020/08/19/dal-giappone-agli-usa-limpatto-choc-del-covid-19-sulleconomia-mondiale/>
- <https://www.ecnews.it/oic-24-regola-lammortamento-dellavviamento/>
- [http://www.consob.it/documents/46180/46181/ra\\_20200409\\_06.pdf/2dd088c5-bff7-48ea-b458-2bdb431ca06](http://www.consob.it/documents/46180/46181/ra_20200409_06.pdf/2dd088c5-bff7-48ea-b458-2bdb431ca06)
- [http://www.revisorionline.it/IAS\\_IFRS/ias10.htm](http://www.revisorionline.it/IAS_IFRS/ias10.htm)
- [http://www.revisorionline.it/IAS\\_IFRS/ifrs13.htm](http://www.revisorionline.it/IAS_IFRS/ifrs13.htm)
- [https://www.odcec.roma.it/images/odcec\\_seminario\\_revisione\\_legale\\_2017\\_11\\_13.pdf](https://www.odcec.roma.it/images/odcec_seminario_revisione_legale_2017_11_13.pdf)
- [https://www.revisionelegale.mef.gov.it/opencms/export/mef/resources/PDF/ISA\\_ITALIA\\_570\\_04\\_7\\_2017\\_loc\\_v3\\_CL.pdf](https://www.revisionelegale.mef.gov.it/opencms/export/mef/resources/PDF/ISA_ITALIA_570_04_7_2017_loc_v3_CL.pdf)
- [http://www.revisorionline.it/IAS\\_IFRS/ias38.htm](http://www.revisorionline.it/IAS_IFRS/ias38.htm)
- <https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2017-12-OIC-29-Cambiamenti-di-principi-contabili....pdf>
- [https://learn.luiss.it/pluginfile.php/649881/mod\\_resource/content/1/IFRS3%20revised.pdf](https://learn.luiss.it/pluginfile.php/649881/mod_resource/content/1/IFRS3%20revised.pdf)
- [https://learn.luiss.it/pluginfile.php/657997/mod\\_resource/content/1/IAS%2036%20Impairment%20of%20Assets.pdf](https://learn.luiss.it/pluginfile.php/657997/mod_resource/content/1/IAS%2036%20Impairment%20of%20Assets.pdf)
- <https://www.vptl.it/2019/06/04/indicatori-finanziari-piu-utili-nel-valutare-i-rischi-di-continuita-aziendale/>
- <https://www.ilsole24ore.com>



## Riassunto

Il presente elaborato si pone l'obiettivo principale di indicare gli impatti che il COVID-19 ha generato nei bilanci societari. La pandemia ha determinato una disastrosa crisi sanitaria che ha paralizzato l'intero mercato mondiale. Le misure restrittive prese dal governo e la paura, sono stati i fattori principali che hanno determinato l'attuale crisi economica. In una situazione generale in cui la vita quotidiana è stata completamente stravolta, le società si sono trovate ad operare in un contesto completamente mutato.

Risulta fondamentale, quindi, andare ad analizzare, dopo la presentazione teorica e normativa del presupposto del *going concern*, la capacità societaria di garantire la continuità aziendale attraverso l'esame degli indicatori finanziari più rilevanti poiché lo scopo principale di una società, come afferma lo stesso Zappa, è quello di perdurare nel tempo ed è proprio la presenza/assenza di questa capacità aziendale che si vuole esaminare attraverso l'analisi delle relazioni semestrali.

Tuttavia, gli effetti del COVID-19 non sono rilevanti esclusivamente in merito al *going concern* poiché la crisi determinata dal virus, al di là degli "effetti normali" sulle poste operative di bilancio, ha generato delle forti conseguenze sulle risorse immateriali e, vista la loro crescente importanza come fattori di successo, anche agli *intangible assets* va dedicata un'analisi approfondita.

In particolare in un mercato mondiale soggetto (negli ultimi anni) a significative operazioni di M&A (*Merger and Acquisitions*) in cui si è riconosciuto un sovrapprezzo rispetto al valore contabile dei beni acquisiti, è interessante andare ad osservare le eventuali perdite di valore subite (attraverso l'*impairment test*), a seguito della pandemia, dal *goodwill*. Quest'ultimo, nel corso degli anni, ha subito delle variazioni nella sua contabilizzazione per cercare di raggiungere la tecnica migliore ai fini della rilevazione in bilancio solamente del *core goodwill* isolando le distorsioni contabili.

La analisi sul *going concern* e sul *goodwill* si basano sull'esame delle relazioni semestrali delle seguenti dieci società:

Autogrill, Edison, Enel, FCA, Ferrari, GEDI Gruppo Editoriale, Kering, Lufthansa, Novartis e Webuild.

Le società scelte rappresentano, chi più chi meno, esempi di *best practices* nei settori in cui operano.

L'eterogeneità delle società permette di andare ad osservare gli effetti negativi, neutri o positivi che la pandemia ha determinato in ragione del *core business* aziendale.

Tutto ciò è stato realizzato con il fine unico di fornire una giustificazione alla mia ipotesi principale: solamente le società che presentavano una struttura economico-finanziaria solida prima dell'inizio della pandemia, sono riuscite a garantire il presupposto del *going concern* senza destare significative incertezze da valutare attentamente nel corso dell'esercizio dal *management* ma soprattutto dalle società di revisione.

Il COVID-19, in ragione del numero di abitanti e delle zone geografiche colpiti, l'11 marzo 2020 ha assunto i tratti di una pandemia. Il virus ha portato al collasso il sistema sanitario mondiale e, conseguentemente, ad una significativa recessione economica al punto che le variazioni subite dal Prodotto Interno Lordo (PIL) nel corso dell'ultimo trimestre, ad eccezione della Cina, sono state tutte fortemente negative. Entrando più nel

dettaglio emerge come l' l'Italia abbia presentato un calo del 12,4% nel primo semestre mentre il Regno Unito addirittura una diminuzione del 20,4% (oltre un quinto). La Francia e la Spagna hanno perso rispettivamente il 13,8% e il 18,5%, ottenendo un calo maggiore rispetto all'Italia. La Cina è l'unico Paese che è sfuggito alla recessione arrivando ad ottenere un +0,6% nel secondo trimestre.

Il dato, alla luce di ciò che è accaduto, è sicuramente curioso e sorprendente considerando che la Cina è stata la "fonte" del contagio ed uno dei paesi più colpiti.

Spostando, invece, l'attenzione all'interno delle società, risulta utile tenere in considerazione il seguente principio nella predisposizione del bilancio:

*"A fundamental principle in the preparation of accounts is that they should reflect the conditions that existed at the balance sheet date"*. Tuttavia possono accadere eventi, significativi e non, tra la data di chiusura del bilancio e la data della sua approvazione che devono essere considerati ed analizzati. Le regole contabili applicabili agli IAS *adopter*, in relazione ai fatti intervenuti dopo la data di chiusura dell'esercizio, sono dettate dallo IAS 10 che disciplina le circostanze in cui è necessaria una variazione del bilancio e dell'informativa a seguito di fatti intervenuti dopo la data di chiusura del bilancio di esercizio (31 dicembre 2019). I fatti intervenuti dopo la data di chiusura del bilancio possono essere:

- a) *Adjusting events*: riferiti ad operazioni esistenti alla data di chiusura, per i quali è necessaria la rettifica in bilancio;
- b) *Non adjusting events*: riferiti ad operazioni che hanno avuto origine dopo la chiusura del bilancio e per i quali non è necessaria alcuna rettifica nel bilancio stesso.

La data di riferimento, ai fini della considerazione dei fatti di rilievo intervenuti dopo la chiusura del bilancio, è la data nella quale si autorizza la pubblicazione dello stesso.

*Qualora fatti successivi, che non comportano rettifica del bilancio, siano di importanza tale per cui la loro omissione pregiudicherebbe la capacità degli utilizzatori del bilancio di effettuare valutazioni corrette, l'impresa deve evidenziare in nota integrativa le seguenti informazioni:*

- *La natura del fatto; e*
- *Una stima dei connessi effetti finanziari, o la dichiarazione che tale stima non può essere effettuata"*

Poiché il COVID-19 rappresenta un *non adjusting event*, in quanto tale, non comporta la rettifica dei valori iscritti in bilancio ma solamente un'adeguata informativa (sempre con riferimento al 31.12.2019).

Tale informativa, nei bilanci degli IAS *adopter*, avviene nel *directors' report* e nelle note al bilancio. La particolarità che emerge dall'analisi delle relazioni annuali delle società presentate precedentemente, è la differente profondità nella descrizione della pandemia e degli effetti che si prevede genererà. Molte note erano esaustive e molto dettagliate mentre altre erano vaghe con la sola presentazione di quello che è stato il COVID-19 e di dove ha avuto origine, senza apportare delle informazioni aggiuntive che, in una situazione di incertezza assoluta, avrebbero permesso agli *stakeholders* di avere una situazione più chiara e trasparente.

Dopo aver definito il COVID-19 come un *non adjusting event* (nei bilanci al 31.12.2019) e aver specificato che questo quindi non comporta alcun tipo di rettifica dei valori iscritti in bilancio ma solamente un'adeguata *disclosure*, è necessario andare a verificare gli effetti che la pandemia ha determinato sul presupposto del *going concern* attraverso l'analisi delle relazioni semestrali delle dieci società selezionate. Prima di iniziare l'esame degli principali indicatori finanziari è fondamentale definire che cosa si intenda per *going concern* e i principi che lo disciplinano.

Per *going concern* si intende quella capacità dell'impresa di operare in normale funzionamento e continui ad esserlo in un futuro prevedibile. Su questo principio si poggia l'intera redazione del bilancio. Il *going concern* rappresenta uno dei concetti base cui è ispirato un bilancio redatto in conformità agli IAS/IFRS. Il documento che illustra questi concetti base è il *Conceptual Framework* (di seguito anche semplicemente "*Framework*"). Quanto introdotto concettualmente dal *Framework* deve essere poi integrato dal disposto dello IAS 1 ai par. 25 e 26, che definiscono le linee operative per la corretta valutazione del *going concern*. È opportuno specificare che tanto il *Framework* che lo IAS 1 fanno riferimento ad una presunzione relativa in materia di continuità dell'impresa nel tempo. Altri principi che disciplinano il *going concern*, ma non fanno parte della normativa internazionale, sono l'OIC 11 ed il principio di revisione ISA 570.

Quest'ultimo, in particolare, contenendo delle direttive più specifiche, in una situazione di incertezza come quella attuale fornisce uno schema che, seppur semplicistico, può aiutare gli amministratori nel valutare la capacità della società di perdurare nel tempo.

L'ISA 570 contiene tre tipi di indicatori (finanziari, gestionali, altri indicatori) che devono essere valutati attentamente prima di garantire la continuità aziendale.

Proprio in una recente ricerca effettuata in ambito accademico (*ISA 570: Italian Auditor's and Academic's Perceptions of the Going Concern Opinion, Australian Accounting Review*) è stato sottoposto un questionario via web a numerosi *partner* di società di revisione e ai professori di Economia aziendale italiani. Tra i diversi quesiti, è stato chiesto quali fossero gli indicatori (finanziari e non) ritenuti più utili nel valutare i rischi di continuità aziendale tra quelli proposti dall'ISA 570 - Continuità aziendale. Tra questi, i due che sono stati ritenuti più efficaci sui bilanci consuntivi, sia dai revisori sia dagli accademici, risultano essere: posizione finanziaria netta/EBITDA e indipendenza finanziaria. Valutando, invece, il *going concern* basandosi sui dati previsionali, il più rilevante, come ci si poteva attendere, è stato il *cash flow*.

Saranno proprio questi tre indicatori presentati precedentemente quelli che verranno esaminati nelle relazioni semestrali per esprimere le valutazioni in merito al *going concern*.

Un ulteriore elemento che verrà preso in considerazione sarà la possibile rottura dei *covenants*.

In ambito finanziario si definiscono *covenants* le clausole contrattuali che vengono inserite nei contratti di finanziamento. Il fine ultimo di questi strumenti è quello di tutelare i finanziatori in quanto, qualora il debitore non rispettasse le seguenti clausole contrattuali, il creditore ha la facoltà di ritirare le risorse finanziarie erogate o, in alternativa, rinegoziare le clausole del finanziamento con condizioni più favorevoli. La rottura dei *covenants* rappresenta un elemento molto importante nel valutare lo stato di salute societaria. È molto intuitivo immaginare il perché di tutto questo. Come accordo tra due parti, il suo mancato rispetto

da parte della società rappresenta, senza dubbio, un campanello d'allarme che può determinare una situazione di instabilità per due motivazioni principali:

- a) peggioramento delle condizioni del finanziamento;
- b) interruzione del finanziamento precedentemente concesso.

Queste due possibili situazioni hanno come diretta conseguenza il peggioramento delle condizioni finanziarie della società. Infatti nel primo caso avremmo un aumento degli interessi passivi mentre nel secondo una diminuzione delle risorse disponibili per far fronte agli investimenti da attuare che, in un contesto economico come quello attuale, si tradurrebbe in una forte perdita di competitività della società. Dopo aver presentato i tre indicatori finanziari che verranno valutati posizione finanziaria netta (*Net Debt*)/MOL (EBITDA), posizione finanziaria netta/patrimonio netto (*equity*), *free cash flows* si procede all'analisi delle relazioni semestrali di:

Autogrill, Edison, Enel, FCA, Ferrari, GEDI Gruppo Editoriale, Kering, Lufthansa, Novartis e Webuild.

Le società selezionate sono tutte quotate e rappresentano delle eccellenze nei settori in cui operano. La scelta tuttavia non è stata casuale ma, al contrario, si è basata sui dati macroeconomici emersi dagli studi effettuati. Secondo una ricerca della società di consulenza globale di strategia e marketing Simon-Kucher & Partners a subire la crisi maggiormente sono soprattutto il settore dei trasporti (Lufthansa) e dell'ospitalità. Sono minacciati, però, anche il settore automobilistico (FCA e Ferrari), del lusso (Kering) e dell'edilizia (Webuild). I settori che invece ne risentono meno (anche se in sofferenza) sono quello metallurgico e della produzione di energia, gas e petrolio (Edison ed Enel) mentre i settori meno colpiti, come quello farmaceutico (Novartis), si spera facciano da traino all'economia globale. Autogrill è stato scelto poiché risulta essere un business fortemente influenzato dal turismo. Le restrizioni agli spostamenti imposte dai governi (soprattutto durante il *lockdown*) hanno pesantemente colpito i risultati aziendali. Infine GEDI Gruppo Editoriale merita ugualmente un'attenzione particolare in ragione della sua attività tipica che probabilmente risentirà in maniera sostanziale della minore propensione agli investimenti pubblicitari. Lo studio approfondito delle società ha confermato i dati appena riportati in quanto solamente Novartis ha ottenuto risultati positivi nel semestre concluso, presentando una variazione positiva sia dell'EBITDA sia dei *free cash flows*. Tutte le altre società, chi più chi meno, in ragione soprattutto del settore di appartenenza, hanno presentato risultati fortemente negativi che hanno confermato le disastrose conseguenze della pandemia anche all'interno delle società.

Entrando più nel dettaglio le società (esclusa Novartis) hanno ottenuto dei risultati economico-finanziari comuni tra cui:

- 1) l'incremento della posizione finanziaria netta (*Net debt*) dovuta all'aumento della componente debitoria ed alla riduzione delle disponibilità liquide. Le società hanno cercato ed ottenuto nuovi finanziamenti per ottenere le risorse necessarie ad affrontare possibili crisi future.

- 2) La riduzione del margine operativo lordo (EBITDA) determinata principalmente dalla significativa riduzione dei ricavi che non è stata compensata dalla riduzione dei costi attuata dalle società.
- 3) Il peggioramento dei *free cash flows* dovuto principalmente ai saldi negativi dei flussi di cassa dell'attività operativa che sono stati a loro volta influenzati negativamente dalla perdita d'esercizio.
- 4) La riduzione del patrimonio netto (*equity*).
- 5) Assenza di rottura dei *covenants*; questi nella maggior parte dei casi sono stati rispettati dalle società mentre in altre circostanze si è assistito alla loro sospensione ("*covenant holiday*").

I valori degli indici PFN (*Net Debt*)/EBITDA e PFN/Patrimonio netto (*Equity*) risultano, chiaramente, influenzati dalle variazioni descritte poc' anzi.

Passando al primo degli indici è chiaro come l'aumento del numeratore e la riduzione del denominatore (utilizzando il MOL su base annuale è chiaro come gli effetti negativi del primo semestre siano in parte compensati da quelli del secondo semestre del 2019) portino all'aumento dell'indice e quindi ad un peggioramento della situazione societaria poiché, se l'entità utilizzasse la totalità dei flussi operativi potenziali (rappresentati dall'EBITDA), impiegherebbe più anni per ripagare i debiti finanziari.

È fondamentale, quando si analizza il valore assunto dall'indice, considerare il valore di 6 indicato dalla Banca Centrale Europea come limite massimo in occasione dell'*Asset Quality Review* operata sulle banche europee. Veniva fatta una valutazione, utilizzando il valore 6 dell'indice PFN/EBITDA, sulla clientela delle banche. Si distinguevano i clienti "buoni" (ovvero i *performing loans*) con un valore dell'indice inferiore a 6 da quelli "cattivi" che eccedevano il valore appena descritto. (ovvero *non performing loans*). La BCE aveva osservato che, le aziende fallite che erano divenute crediti deteriorati per le banche, avevano superato mediamente tale soglia nello specifico indicatore. È chiaro che questo indicatore non ha valore assoluto tuttavia il superamento di questa soglia critica, rappresenta una potenziale crisi societaria.

Osservando i valori assunti dall'indice meritano attenzione Autogrill e Lufthansa. Il primo presenta un valore dell'indice di 5,9 mentre il secondo di 5,21.

Esaminando la relazione semestrale di Autogrill si osserva come il seguente risultato sia la conseguenza del forte aumento della PFN (al 31.12.2019 ammontava a €52mn mentre al 30.06.2020 risulta pari a 454,3 milioni di euro) e della forte riduzione dell'EBITDA che alla fine del primo semestre del 2019 ammontava a -103,8 milioni di euro mentre alla fine del semestre concluso ammonta a -419,8 milioni di euro.

Lufthansa, invece, ha incrementato la sua PFN da €6.234mn a €7.314mn ed ha presentato una riduzione dell'EBITDA di 3.314 milioni di euro (da 1.736 a -1.578 milioni di euro).

Il valore degli indici confermano i dati macroeconomici che vedono il settore dei trasporti e della ristorazione tra i più colpiti dalla pandemia.

Un discorso a parte merita invece GEDI Gruppo Editoriale che presenta un MOL negativo (-11,6 milioni). Questa situazione è decisamente critica e pone dubbi sulla capacità di assicurare la continuità aziendale. La società infatti dimostra di non essere in grado di generare ricchezza con la gestione caratteristica. La situazione risulta ancora più critica se si osserva il *free cash flow* che è, anche questo, fortemente negativo se rapportato alle dimensioni societarie (-10,8 milioni di euro).

Anche se il *management* assicura (esplicitamente) la continuità aziendale nella relazione semestrale, la situazione deve essere monitorata attentamente nel corso dell'esercizio dal *management* stesso ma soprattutto dalla società di revisione.

Venendo al secondo indice, invece, si osservano dei risultati eterogenei tra loro. Sono presenti situazioni notevolmente positive come Edison, FCA, Kering e Novartis che presentano una situazione di equilibrio nelle poste passive (valore dell'indice minore di 0,5), situazioni da tenere sotto controllo come Webuild (valore compreso tra 0,5 ed 1), situazioni negative come Lufthansa, Enel e Ferrari e addirittura molto negative come Autogrill con un valore dell'indice pari a 5,1. Questo risultato evidenzia l'eccessiva esposizione della società a fonti esterne nel finanziamento dell'attività tipica dell'entità.

Merita un'attenzione particolare l'analisi dei *free cash flows*. Questi, come detto in precedenza, risultano aver subito una riduzione ad eccezione di Novartis.

Nello specifico, tutti saldi al 30.06.2020, escluse Novartis e Kering, sono negativi.

Come già visto, i valori negativi sono da attribuirsi principalmente al saldo del flusso dell'attività operativa. I valori più preoccupanti sono quelli di Autogrill, Lufthansa e FCA che presentano un saldo rispettivamente di: -€419,8mn (rispetto ai -€103,8mn del primo semestre dello scorso anno), -€8.919mn (rispetto ai €1574mn del primo semestre 2019) e -€1.130mn (rispetto ai -€510mn sempre del primo semestre 2019).

Questi valori sono certamente allarmanti e meritano maggiore attenzione nel corso del prossimo semestre ma, per ora, la continuità aziendale non è messa in dubbio vista l'attuale condizione economico-finanziaria delle società analizzate.

Situazione differente è quella di GEDI poiché la sua situazione iniziale era già instabile prima dell'inizio della pandemia e quindi la sua capacità di perdurare nel tempo alla fine dell'esercizio sarà fortemente influenzata dai prossimi risvolti della pandemia.

Una volta garantito il *going concern* (seppur con delle incertezze da monitorare nel corso dell'esercizio), è fondamentale continuare l'analisi degli *shocks* causati dal COVID-19 sui bilanci societari. Al di là degli "effetti normali" sulle poste operative di bilancio, il virus ha determinato dei forti impatti sulle attività immateriali. Queste, negli ultimi anni, hanno suscitato e stanno continuando a suscitare numerosi dibattiti. L'attenzione per gli *intangible assets* è dovuta al fatto che, se un'azienda vuole essere competitiva, deve puntare a gestire al meglio le proprie risorse e cogliere le opportunità che arrivano dall'ambiente in cui opera. Vista la complessità, la competizione e il dinamismo del contesto economico attuale, compito del *management* è quello di individuare le risorse cosiddette critiche dell'impresa e gestirle al meglio. Molti autori, non a caso, riconoscono nei beni intangibili il fulcro della criticità aziendale.

Nel panorama degli *intangible assets*, una forte attenzione, negli ultimi anni, è stata rivolta al *goodwill* a seguito delle numerose e significative operazioni di M&A (*Merger and Acquisitions*) in cui si è riconosciuto un sovrapprezzo rispetto al valore contabile dei beni acquisiti. Per questo si è deciso di analizzare nel dettaglio la seguente posta contabile.

La disciplina delle attività immateriali è contenuta principalmente nel principio contabile IAS 38. Non tutte le risorse immateriali, però, posseggono i requisiti per essere annoverate tra gli *intangible asset*. Il principio si applica a tutte le attività immateriali:

- 4) identificabili autonomamente;
- 5) non monetarie;
- 6) prive di consistenza fisica.

Ovviamente, però, la risorsa deve prima possedere due requisiti che si rifanno direttamente alla definizione di *asset* ossia:

- c) essere controllata dall'azienda dove per controllo "*si intende la possibilità di disporre e di gestire i benefici economici che deriveranno dalla risorsa*";
- d) generare benefici economici futuri che non devono essere necessariamente certi o probabili perché è solamente richiesto che la risorsa esista alla data di riferimento e che almeno in una circostanza possa generare benefici economici.

Soddisfatte queste due prerogative necessarie, l'*asset* deve poi possedere i requisiti presentati poc'anzi. L'identificabilità permette di distinguere le attività immateriali dal *goodwill*. Quest'ultimo, infatti, non possiede tale caratteristica e viene determinato in via residuale poiché in esso confluiscono elementi eterogenei che non sono individualmente identificabili. Tali elementi, una volta entrati a far parte dell'avviamento, seguono la disciplina prevista per questa posta contabile. Nella versione revisionata dello IAS 38 la caratteristica dell'identificabilità può assumere due significati differenti. Quando l'*intangible* può essere oggetto di autonomo negozio giuridico (cessione, trasferimento a terzi, locazione) è definito "separabile" mentre quando ha origine da un contratto o altri diritti legali si prescinde dal fatto che esso sia separabile dall'entità.

La caratteristica di non monetarietà esclude, oltre alle disponibilità liquide, gli *intangible assets* dagli strumenti finanziari.

Il terzo e ultimo requisito fa riferimento all'intangibilità. Quest'ultima caratteristica differenzia gli *intangibles* dai *tangibles*. Nei casi in cui la risorsa immateriale è parte di un bene materiale, il principio lascia un margine di discrezionalità ai *preparers*. Quest'ultimi devono valutare se esiste un legame di interdipendenza così forte da rendere inutilizzabile il bene nel suo complesso o se la risorsa immateriale è solamente una componente accessoria. Se un'attività possiede i tre requisiti esposti precedentemente, allora soddisfa la definizione di attività immateriale ed entra a far parte del perimetro dello IAS 38

Quest'ultimo può essere generato con due modalità differenti e quindi si avrà:

- a) *Goodwill generated internally*, che si trova in qualsiasi azienda avviata poiché riconducibile al concetto del *going concern*, consiste in quel maggior valore riconosciuto all'azienda rispetto alla

somma dei valori attribuiti ai singoli elementi che lo compongono. L'avviamento generato internamente non può essere iscritto in bilancio poiché non soddisfa il requisito dell'identificabilità descritto precedentemente e quindi non può essere rilevato autonomamente in bilancio.

- b) *Goodwill acquired in a business combination* (aggregazione aziendale), importo derivante dalla differenza tra il prezzo pagato per l'acquisizione di un'azienda e il valore contabile dei beni acquisiti. È proprio sotto questa accezione di avviamento contenuta nell'IFRS 3 che troviamo la sua definizione esplicita: “L'avviamento acquisito in un'aggregazione aziendale rappresenta un pagamento eseguito dall'acquirente a fronte dei redditi futuri generati dall'attività acquisita i quali non sono individuabili e rilevabili separatamente”. Questi possono risultare dalla capacità, riconosciuta all'azienda acquisita, di generare extra-reddivi (terza componente teorica), dalle sinergie presenti tra le attività identificabili o non identificabili autonomamente (quarta componente). Infine è di estrema importanza sottolineare che il principio contabile internazionale IAS 38 rappresenta un principio generale per tutte le attività immateriali e quindi “se un altro principio prescrive la contabilizzazione di una specifica tipologia di attività immateriale, l'entità applica quel principio, invece che il presente”.

Sebbene nell'elaborato sia stata presentata l'evoluzione dell'avviamento, qua si riporta esclusivamente l'ultimo cambiamento di principio contabile poiché risulta essere il più rilevante ai fini del trattamento odierno del *goodwill*.

La tematica principale in tema di avviamento la troviamo nell'IFRS 3 *revised*. Il seguente principio contabile internazionale disciplina le *business combinations* (aggregazioni aziendali). Come si è potuto vedere nei paragrafi precedenti infatti, è proprio in occasioni di operazioni straordinarie (cessione di azienda e fusione ecc..) che compare il concetto di *goodwill* (“*bargain purchase*”). Il cambiamento più significativo apportato dal IFRS 3 *revised* è sicuramente l'introduzione dell'*acquisition method* in sostituzione del *purchase method* che era contenuto nella versione del 2004.

L'*acquisition method* prevede le seguenti fasi:

- 1) Identificazione dell'acquirente e determinazione della data di acquisizione;
- 2) Determinazione del corrispettivo e iscrizione e misurazione delle attività identificabili, delle passività assunte e delle interessenze delle minoranze dell'acquisita;
- 3) Riconoscimento e misurazione dell'avviamento o del provento in caso di avviamento negativo.

Nell'*acquisition method* si introduce il *full goodwill approach* che permette di analizzare l'entità nella sua completezza e quindi, di considerare (come si evince dal nome del metodo) il *goodwill* nella sua totalità. A differenza delle precedenti impostazioni, con il seguente metodo non si tiene conto esclusivamente della quota di avviamento del soggetto che detiene il controllo ma anche dell'avviamento delle minoranze. Tuttavia sebbene l'IFRS 3R raccomandi il “*full goodwill approach*”, ammette ugualmente il “*partial goodwill approach*” che in realtà non si discosta di molto da quanto era previsto dal *purchase method*.

Lo IAS 36 è il principio contabile in tema di *impairment of assets* e va a completare la normativa in tema di *goodwill*. Lo IASB ha introdotto l'*impairment test*, e vietato l'ammortamento dell'avviamento, nel 2004 grazie all'entrata in vigore dell'IFRS 3. Lo IAS 36 si applica alle attività non correnti che, quindi, verranno recuperate in un orizzonte di lungo periodo.

Entrando più nel particolare, per valutare se un *asset* debba essere soggetto al processo di *impairment*, ci sono una serie di *steps* da considerare. Prima di iniziare la descrizione delle varie fasi è fondamentale precisare, però, che esistano delle attività immateriali (tra cui il *goodwill*) per cui la quantificazione va fatta comunque a prescindere dall'esistenza o meno di un indicatore di perdita di valore. Questa deve essere rilevata quando il valore recuperabile risulta essere minore del valore contabile. Il valore recuperabile deve essere calcolato per ogni singolo *asset* ma, qualora questo non fosse possibile, deve essere calcolato il valore recuperabile a livello di *cash generating unit* a cui l'*asset* appartiene dove per *cash generating unit* si intende il livello più basso possibile di aggregazione delle attività in grado di produrre flussi di cassa in entrata che siano ampiamente indipendenti dai flussi finanziaria in entrata generati da altre attività o gruppi di attività.

- 1) Il primo passaggio consiste nell'individuazione degli indicatori di *impairment* (esterni, interni ed altri) che, se rilevati appunto, possono rappresentare una possibile perdita di valore dell'*asset* e quindi si rende necessaria una verifica più approfondita. Il COVID-19 rappresenta una delle cause di possibili perdite di valore che giustificano l'applicazione dell'intero processo di *impairment*. È fondamentale tenere in considerazione che, le eventuali svalutazioni subite dal *goodwill* nel corso dell'esercizio, a seguito dell'*impairment test*, potrebbero essere una delle cause principali di ingenti perdite d'esercizio.
- 2) Poi si passa ad analizzare quali possano essere le attività che hanno subito una perdita di valore.
- 3) Successivamente si verifica la perdita di valore, attraverso il calcolo del valore recuperabile che risulta essere il maggiore tra:
  - Valore d'uso (*value in use*) che rappresenta il valore attuale dei flussi finanziari netti che si prevede l'*asset* darà grazie all'uso continuato nel processo produttivo dell'entità più un eventuale cessione finale se l'*asset* avrà ancora un valore di mercato;
  - Valore in ipotesi di vendita ossia il valore netto dell'attività sul mercato.
- 4) In questa fase si va semplicemente a confrontare il valore recuperabile calcolato, con il valore contabile.
- 5) Nella fase conclusiva, dopo aver confrontato il valore recuperabile con il valore contabile, si rileva la perdita a conto economico per la differenza riscontrata tra i due valori.

L'*impairment test* viene applicato dagli IAS *adopter* mentre gli OIC *adopter* continuano ad utilizzare l'ammortamento dell'avviamento. Questa differenza di trattamento è dovuta al differente approccio seguito dagli *standard setter* (internazionale e nazionale). Lo *standard setter* nazionale segue un approccio

economico secondo cui il reddito è la differenza tra *outputs* (ricavi) e *inputs* (spese) intercorsa in un determinato periodo di tempo. L'implementazione contabile di quest'approccio richiede spesso l'allocatione di entrate ed uscite su più periodi contabili al fine di produrre una "corrispondenza" dei ricavi e delle spese ottenuti nel tempo. Al contrario, secondo l'approccio patrimoniale (seguito dallo *standard setter* internazionale), il reddito è una misura dell'incremento delle attività e decremento delle passività. Secondo questa visione, quindi, il punto di partenza è definire quelle che sono le attività e le passività dell'entità. Successivamente si procede alla determinazione delle variazioni delle attività e passività al fine di determinare il reddito d'esercizio.

L'*impairment test*, dalla sua introduzione avvenuta nel 2004, ha presentato diverse criticità tra cui:

- Le svalutazioni sull'avviamento vengono spesso registrate troppo tardi e le perdite di valore sono contabilizzate molto dopo gli eventi che hanno causato la svalutazione;
- L'effettuazione dell'*impairment test* può essere costoso e complesso.

A queste criticità se ne aggiunge un'altra che si evidenzia particolarmente in periodi di crisi come quello attuale:

- L'esecuzione dell'*impairment test* è un esercizio tecnico complesso che richiede l'impiego di stime e scelte significative nell'utilizzo di parametri di mercato osservabili. Vista la crescente complessità nel prevedere l'esito di eventi futuri, in un contesto di crisi come quello attuale, determinare il valore recuperabile delle attività iscritte in bilancio risulta essere particolarmente complesso. L'attuale contesto di crisi, caratterizzato da una significativa volatilità del mercato principale e da una notevole incertezza sulle aspettative economiche, rende difficile fornire previsioni che possano essere considerate, senza alcuna incertezza, attendibili.

Alla luce di queste critiche, gli aspetti oggetto di analisi sono:

- 1) L'esistenza di modifiche da apportare all'*impairment test* per renderlo maggiormente efficace;
- 2) La modifica o meno della contabilizzazione dell'avviamento, attraverso la reintroduzione dell'ammortamento;
- 3) L'eventuale semplificazione dell'*impairment test*.

Una volta completata la presentazione normativa e concettuale dell'*impairment test* risulta fondamentale andare ad osservare le eventuali perdite di valore subite dal *goodwill* delle dieci società analizzate nel corso del semestre. In base ai risultati che il test darà, le società verranno divise in due sezioni:

- 1) Società che hanno presentato una svalutazione del *goodwill* nel corso del semestre;
- 2) Società che non hanno presentato una svalutazione del *goodwill* nel medesimo.

Prima di analizzare nel particolare le singole entità è importante osservare come il tasso di attualizzazione di tutte le società abbia subito un incremento nell'ultimo semestre poiché ha dovuto incorporare le condizioni economiche vigenti.

1) Le società che hanno subito una svalutazione del *goodwill* sono:

- Edison, GEDI, Kering e Lufthansa.

Edison ha proceduto con un'analisi preliminare dei potenziali effetti negativi attesi sugli *assets* ed ha identificato le *Cash Generating Unit* (CGU) maggiormente impattate dalla situazione corrente. Solo una CGU della Divisione Servizi Energetici e Ambientali ha dimostrato perdita di valore con conseguente svalutazione di 24 milioni di euro (solo 1 milione imputabile all'avviamento).

GEDI, nella relazione semestrale, ha affermato che Il COVID-19 ha avuto dei pesanti effetti sul mercato in cui il Gruppo opera, determinando una forte contrazione degli investimenti pubblicitari che si è già manifestata nel corso del primo e del secondo trimestre ma che presumibilmente avrà ricadute anche nel prossimo futuro. Già in sede di resoconto intermedio al 31 marzo 2020 era stato predisposto un *impairment test* sulle CGU Editoriali cioè quelle CGU direttamente e maggiormente condizionate dai fatturati pubblicitari. L'incertezza e la volatilità generate dalla pandemia rendono alquanto complesso andare a stimare il valore d'uso vista la difficoltà nel fare previsioni. Il Gruppo ha superato questa problematica utilizzando il metodo dei flussi di cassa attesi. Questo approccio consiste nella stima di più scenari di andamento della pandemia e dei suoi riflessi sui flussi di cassa e nel ponderare ciascuno scenario sulla base delle probabilità di accadimento definite dal *management*. Viste le evoluzioni verificatesi in seguito alla data della predisposizione del resoconto intermedio di gestione (31 marzo 2020) il *management* è stato costretto a rivedere gli scenari previsti poiché troppo ottimistici (soprattutto il mercato pubblicitario). L'esito dell'*impairment test* al 30 giugno 2020, ha evidenziato una perdita di valore complessiva pari a €101,6mn (€74,2mn al netto delle imposte). La svalutazione è dipesa dal contesto negativo in cui la società opera a causa del COVID-19. Risulta chiaro, quindi, come la responsabilità delle svalutazioni delle attività immateriali intercorse nel semestre siano direttamente attribuibili alla pandemia.

Kering, a differenza delle precedenti società, stupisce per la completa assenza di informazioni in riferimento all'*impairment test*. La cosa risulta essere ancora più ambigua vista la presenza della nota 11 del bilancio in cui vengono descritti nel dettaglio gli esiti dell'*impairment test* sulle attività immateriali. Quindi, nonostante le varie ricerche svolte, non risultano dati sui risultati del primo semestre che giustifichino questa riduzione di €15,3mn del *goodwill*.

Lufthansa, a seguito dell'*impairment test* svolto dal *management* per valutare gli effetti della pandemia sulle attività societarie, rileva una svalutazione di €157mn subita dal *goodwill*.

2) Le società che non hanno subito una svalutazione del *goodwill* nel corso del semestre sono:

- Autogrill, Enel, FCA, Ferrari, Novartis e Webuild.

Ferrari e Novartis presentano forti similitudini in tema di descrizione dell'*impairment test*. Il colosso farmaceutico, infatti, al pari di Ferrari non fornisce alcuna informazione riguardo la necessità o meno di effettuare l'*impairment test* e chiaramente tantomeno riguardo il suo funzionamento. In entrambi in casi, attraverso l'esame dello stato patrimoniale, si può evincere come non sia avvenuta alcuna svalutazione nel corso del semestre.

Autogrill ha ritenuto che gli effetti della pandemia COVID-19 sull'andamento economico nel primo semestre 2020 e l'incertezza di evoluzione di scenario, rappresentino "*trigger events*" ai sensi dello IAS 36. In particolare, in considerazione della significatività dell'ammontare dell'avviamento iscritto, la recuperabilità del valore dell'avviamento allocato a ciascuna CGU è verificata tramite la stima del valore d'uso della stessa, inteso come il valore attuale dei flussi finanziari attesi, attualizzati a un tasso differenziato per area geografica e che riflette i rischi specifici delle singole CGU alla data di valutazione. Per la determinazione del tasso di attualizzazione si è fatto riferimento alla metodologia *Capital Assets Pricing Model*. Il Gruppo non ha rilevato alcuna perdita di valore della posta contabile allocata alle varie CGU al 30.06.2020.

Enel, al pari di Autogrill, ha considerato gli impatti del COVID-19 come "*trigger events*". Tuttavia, ad oggi, tali impatti vengono valutati dal *management* come relativi ad effetti di breve termine e quindi sono ritenuti transitori e non permanenti. Tutto questo mette ancora più in risalto il peso del *terminal value* nella stima del *value in use*. Ne consegue che, pur considerando gli impatti negativi sui flussi di cassa di breve termine, i flussi di cassa di lungo periodo considerati ai fini del *terminal value* rimangono invariati. Da ciò deriva la mancata svalutazione del *goodwill* nel corso del semestre.

FCA presenta un processo di *impairment* simile a quelli già presentati. Il *goodwill* è allocato ai settori operativi EMEA e LATAM. Già, al 31 marzo 2020, a seguito dell'*impairment test* era emerso come il valore recuperabile per i settori EMEA e LATAM fosse maggiore del valore contabile del *godwill* allocato ai rispettivi settori operativi. Non essendoci state variazioni sostanziali rispetto alle previsioni dei flussi di cassa sviluppate nel primo trimestre, e considerando che non sono emersi nuovi indicatori di *impairment*, non sono stati effettuati ulteriori *impairment test* nel corso del trimestre chiuso al 30 giugno 2020.

Webuild presenta un avviamento di €76,3 milioni interamente relativo all'acquisizione del Gruppo Lane perfezionatasi nel corso dell'esercizio 2016.

Al 31 dicembre 2019, la società aveva sostenuto l'*impairment test* con il supporto di esperti esterni. Dal test risultava un ammontare del valore recuperabile della CGU superiore al suo valore contabile. Nel corso del periodo oggetto di commento, a seguito del propagarsi della pandemia di COVID-19, il management ha effettuato un'analisi di sensitività dei principali parametri utilizzati per l'*impairment test* effettuato al 31 dicembre 2019. Tale analisi non ha evidenziato rischi di potenziali svalutazioni. Di conseguenza l'avviamento nel corso del semestre non è stato soggetto ad alcuna svalutazione.

Dall'analisi appena conclusa emergono due importanti valutazioni da fare, a mio avviso. La prima, già evidenziata nel corso del paragrafo, riguarda la diversa profondità informativa delle società. Si sono viste situazioni caratterizzate dall'assenza di informazioni ed altre, al contrario, caratterizzate da *impairment test*

ricchi di particolari che consentono di capire perfettamente la *ratio* sottostante le scelte intraprese. La seconda, invece, riguarda gli esiti osservati.

Tutti i risultati analizzati, escluso Autogrill, sono stati in linea con la situazione societaria descritta nell'ultimo paragrafo del capitolo 2. La stima dei flussi di cassa, infatti, risente fortemente della situazione aziendale presente e soprattutto futura. Se la società si trova in una situazione di instabilità, in un contesto di incertezza come quello attuale, è chiaro che le stime future debbano essere prudenti e riflettere le condizioni reali. Infatti l'*impairment test* deve basarsi sulle migliori stime che il *management* è in grado di fornire. Sebbene Autogrill abbia descritto in maniera completa ed esaustiva il funzionamento dell'*impairment test*, sorprende come il *goodwill* non abbia subito nessuna svalutazione considerando i forti impatti subiti in seguito al COVID-19 ed il settore in cui opera.

Dopo l'esame degli indicatori finanziari più rilevanti, sono emersi dei risultati che hanno confermato l'ipotesi iniziale. Si è osservato, infatti, che solamente le società solide da un punto di vista economico-finanziario prima dell'inizio della pandemia, sono riuscite ad assicurare la continuità aziendale senza prevedere ulteriori controlli specifici mentre, le società che già si trovavano in una situazione di instabilità (GEDI), hanno presentato diverse incertezze che dovranno essere monitorate efficacemente nel corso dell'esercizio corrente dal *management* ma soprattutto dalla società di revisione prima di esprimere un giudizio attendibile in merito al *going concern*. I casi Autogrill e Lufthansa hanno evidenziato come, nonostante la situazione precedente l'inizio della pandemia fosse rassicurante, le incertezze sul futuro possono comunque presentarsi. Un secondo aspetto molto importante emerso, a seguito dello studio degli indici, è il differente impatto del COVID-19 sui vari settori economici. Il settore che meno ha risentito l'effetto del virus è, come era prevedibile, il settore farmaceutico mentre il settore maggiormente colpito è stato sicuramente quello dei trasporti aerei.

La seconda parte dell'elaborato ha richiesto lo studio dettagliato di una singola posta contabile (il *goodwill*) e la sua variazione, nel corso del semestre, per effetto di eventuali perdite di valore.

L'elemento che ha accomunato tutte le dieci società, come era prevedibile, è stato l'incremento del tasso di attualizzazione dovuto all'imprevedibilità dei mercati. Teoricamente questo avrebbe dovuto portare ad una svalutazione del *goodwill* se tale effetto non fosse compensato da altre rivalutazioni. Leggendo attentamente le relazioni semestrali delle entità analizzate, ho appreso come la svalutazione, in alcuni casi, non sia avvenuta poiché il *management* delle società che non hanno presentato perdite di valore nel corso del semestre, ha considerato gli effetti del COVID-19 come effetti di breve piuttosto che medio termine. L'approccio utilizzato dalle società nelle relazioni semestrali, seppur non particolarmente prudentiale, può essere considerato accettabile in quanto, al momento della loro stesura, risultava quasi impossibile stimare l'impatto del COVID-19 nei mesi a venire.

Tuttavia alla luce degli ultimi dati emersi relativamente al numero dei contagiati nelle varie regioni (non solo italiane), si può presumere che gli impatti negativi citati precedentemente, permarranno anche nei prossimi mesi (sicuramente fino alla fine del corrente anno fiscale) e, conseguentemente, le valutazioni fatte dal

*management* nelle relazioni semestrali dovranno essere attentamente aggiornate durante le chiusure annuali ed è facile prevedere che in molti casi questo darà origine a svalutazioni del *goodwill* soprattutto in quelle aziende che hanno palesato sofferenze finanziarie già prima del COVID. Sarà fondamentale andare ad analizzare gli impatti che tali svalutazioni avranno sull'*equity* in quanto potrebbero generare la necessità di nuovo capitale d'apporto da parte degli azionisti o, ove possibile, di rivalutazioni di altre attività aziendali. Tuttavia, come si è visto, in ambito nazionale, il Legislatore ha sospeso la normativa vigente in tema di ricapitalizzazione e scioglimento della società a seguito di perdite di capitale nel periodo di tempo compreso tra il 9 aprile ed il 31 dicembre 2020.

Allargando la visione al di là dei puri aspetti contabili, è indubbio che la pandemia stia causando un mutamento sostanziale a livello sociale che determinerà di conseguenza uno scenario economico profondamente mutato nel corso dei prossimi anni.

Gli economisti sono ormai concordi nel teorizzare che l'entità del rimbalzo economico susseguente all'emergenza dipenderà essenzialmente dalla magnitudo e dalla qualità delle misure messe in campo dai vari governi. Tuttavia è utile rilevare che anche coloro che inizialmente ritenevano possibili curve a "V" generate da un rimbalzo immediato stanno ultimamente convergendo verso previsioni più prudentiali badate su curve ad "U" se non addirittura ad "L". Di conseguenza si ritiene che solo le imprese gestite da un *management* che saprà intercettare i bisogni futuri causati dai mutamenti in atto (per esempio il sempre maggior ricorso allo *smart working*), che saprà investire quindi in progetti tendenti ad aumentare la capacità digitale dell'azienda senza dimenticare l'aspetto relativo all'impatto sull'ambiente e alla *green economy*, riusciranno ad evitare impatti significativi relativamente alla svalutazione dei propri *assets*. Ovviamente la necessità di investimenti a fronte di performance economiche limitate dalla pandemia (come già si è potuto osservare dall'analisi delle relazioni semestrali), genererà ulteriore fabbisogno finanziario e ancora una volta le aziende vincenti saranno quelle in grado di investire in progetti in grado di garantire un ritorno economico nel medio-lungo termine, in altre parole solo quelle aziende che, come espresso da Mario Draghi in un suo recente intervento, riusciranno a fare "debito buono" mentre non ci sarà probabilmente futuro per quelle che useranno eventuali nuovi finanziamenti o apporti di capitale investendo in progetti di breve termine atti solamente a curare temporaneamente le falle generate dall'impatto del COVID-19 sul loro business corrente.