



Dipartimento di Impresa & Management
Cattedra di Principi contabili internazionali

**LE IMPLICAZIONI TECNICO ORGANIZZATIVE DELL'IMPAIRMENT TEST:
ANALISI COMPARATIVA DI CASI AZIENDALI**

RELATORE

Prof. Fabrizio Di Lazzaro

CORRELATORE

Prof. Eugenio Pinto

CANDIDATO

Grazia Marcello

Matr. 704901

ANNO ACCADEMICO 2019/2020

INDICE

INTRODUZIONE	Pag.	4
---------------------	------	---

CAPITOLO I

L'IMPAIRMENT TEST SECONDO I PRINCIPI CONTABILI

INTERNAZIONALI

1.1 IAS 36: finalità e ambito di applicazione della verifica di <i>impairment</i>	“	7
1.2 La determinazione del valore recuperabile	“	15
1.2.1 <i>Il fair value</i>	“	15
1.2.2 Il valore d'uso	“	21
1.3 Rilevazione e determinazione di una perdita durevole di valore	“	27
1.4 Il ripristino di valore dopo una precedente svalutazione	“	29

CAPITOLO II

L'APPLICAZIONE DELL'IMPAIRMENT TEST ALLE PARTECIPAZIONI

2.1 La valutazione delle partecipazioni immobilizzate	“	31
2.2 Il procedimento dell' <i>impairment test</i>	“	32
2.3 <i>Il fair value less costs to sell</i> delle partecipazioni di controllo e di collegamento e delle partecipazioni in <i>joint venture</i>	“	37
2.4 I flussi finanziari futuri per la determinazione del valore d'uso	“	38
2.5 <i>Il Discounted Cash Flow Method</i>	“	40
2.6 La verifica di recuperabilità delle partecipazioni nei bilancio OIC	“	41

CAPITOLO III

LE IMPLICAZIONI TECNICO ORGANIZZATIVE DELL'IMPAIRMENT TEST

3.1 Le criticità dell' <i>impairment test</i> : la valutazione delle sinergie e i premi puri di controllo	“	51
3.2 L'importanza del piano industriale a sostegno dell' <i>impairment test</i>	“	58
3.3 L'analisi di sensitività	“	61
3.4 Una proposta di analisi comparativa	“	63
3.5 Covid-19: impatto sull' <i>impairment test</i>	“	90
CONCLUSIONI	“	93
BIBLIOGRAFIA	“	96

INTRODUZIONE

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di svolgere una ricognizione del quadro delle disposizioni dettate dai Principi Contabili Internazionali (IAS/IFRS), con specifico riferimento agli aspetti metodologici dell'*impairment test* disciplinato dallo IAS 36, concentrandosi in particolare sull'*asset* delle partecipazioni. Infatti, l'*impairment test* di una partecipazione, presenta delle problematiche in più rispetto ad una immobilizzazione materiale o immateriale, dovute alla particolare natura dell'*asset* considerato.

Lo IAS 36, Riduzione durevole di valore delle attività, prevede un sistema indiziario di "collaudo" dei valori contabili che si applica a quasi tutte le attività iscritte in bilancio¹.

Lo *standard* impone agli amministratori l'obbligo, al termine di ogni periodo, di seguire specifiche procedure per verificare se esistano "indizi" che possano far ritenere probabile che il valore contabile assegnato ad un dato *asset* in applicazione degli ordinari criteri di valutazione sia superiore al "*recoverable amount*" ovvero al massimo valore che l'azienda potrà recuperare attraverso l'uso diretto o indiretto del bene. Tale confronto prende il nome di "*impairment test*".

Se il valore contabile risulta superiore al "*recoverable amount*", il primo dovrà essere svalutato per eliminare l'eccedenza e la perdita corrispondentemente rilevata prende il nome di "*impairment loss*". Se, successivamente, vengono meno i motivi della svalutazione, il valore deve essere ripreso (ovvero ripristinato), con la sola eccezione dell'avviamento una cui eventuale svalutazione, non può mai essere ripresa.

In sintesi, il percorso descritto dallo IAS 36, i cui passaggi saranno poi analiticamente descritti nel prosieguo del lavoro, può, in prima battuta, così sinteticamente rappresentarsi:

a) al termine di ogni periodo l'azienda «verifica» se esistano indizi che facciano ritenere probabile che il *recoverable amount* sia inferiore al valore di carico degli *asset* iscritti in bilancio ai quali si applica lo IAS 36;

¹ In generale, restano fuori dalla disciplina dello IAS 36: le rimanenze, i lavori in economia, le attività per imposte differite, attività relative ai fondi pensione benefici per i dipendenti, attività relative a strumenti finanziari, investimenti immobiliari valutati al *fair value*, attività biologiche connesse all'attività agricola, i costi di acquisizione differiti e le attività immateriali derivanti dai diritti contrattuali dell'assicurazione che rientrano nell'ambito di applicazione dello IFRS 4, le attività non correnti (o gruppi di dismissione) classificate come possedute per la vendita in conformità all'IFRS 5. IASB, IAS 36, par. 2.

b) se gli indizi esistono, l'azienda sottopone l'*asset* ad *impairment test*; nel caso in cui tra gli *asset* iscritti in contabilità figurino avviamenti o immobilizzazioni a vita utile indefinita o non ancora disponibili per l'uso, l'azienda testa ogni anno il loro valore contabile per *impairment*, indipendentemente dalla esistenza di indizi di svalutazione;

c) se con riferimento all'*asset* da sottoporre al *test* non è possibile individuare flussi di cassa ampiamente indipendenti da quelli derivanti da altre attività, il *test* si estende alla più piccola *Cash Generating Unit* cui esso appartiene;

d) se il *test* ha esito positivo, ovvero se il valore di carico eccede il *recoverable amount*, l'azienda deve conseguentemente svalutare l'*asset* (o la CGU); se il *test* ha esito negativo, ovvero se il valore di carico è inferiore al *recoverable amount*, non si procede a svalutazione alcuna ma occorre fornire nelle note al bilancio notizia dell'avvenuto *test*;

e) se uno o più beni siano stati svalutati per *impairment* nei periodi precedenti, l'azienda, al termine di ogni anno, deve "verificare" se esistano indizi che la condizione di *impairment*, eventualmente rilevata, sia venuta meno e deve quindi compiere di nuovo l'*impairment test* ed eventualmente ripristinare il valore svalutato (con la sola eccezione dell'avviamento il cui valore, una volta svalutato, non si può mai ripristinare)².

Nel primo capitolo viene analizzato, pertanto, l'ambito di applicazione dello IAS 36 e il concetto di perdita durevole di valore, per poi approfondire nel secondo capitolo l'applicazione dell'*impairment test* alle partecipazioni.

Questo tipo di *asset* ha dei problemi diversi rispetto agli altri *asset*, infatti:

- la determinazione del valore di una partecipazione postula la preliminare stima del valore della società partecipata;
- il valore di una partecipazione, e il suo ipotetico prezzo di scambio, non sono necessariamente proporzionali alla quota di interessenza nella società partecipata.

La partecipante deve, pertanto, determinare a ogni data di riferimento del bilancio se vi è qualche obiettiva evidenza che una partecipazione abbia subito una riduzione di valore. Una partecipazione ha subito una riduzione di valore e le perdite per riduzione di valore sono sostenute se, e soltanto se, vi è l'obiettiva evidenza di una riduzione di valore in

² F. Capalbo, *Impairment of Assets*, pubblicato in AA.VV. (a cura di L. Potito, *Il Bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Regole e applicazioni*, 3/3, Giappichelli Torino, 2013.

seguito a uno o più eventi che si sono verificati dopo la rilevazione iniziale dell'attività e tale evento o tali eventi hanno un impatto sui futuri flussi finanziari della partecipazione che possono essere stimati attendibilmente. Al contrario, le perdite attese come risultato di eventi futuri, indipendentemente dalla loro probabilità, non sono rilevate.

Il principio contabile internazionale, conclude sottolineando che una partecipazione deve essere eliminata dallo stato patrimoniale soltanto quando viene trasferita. Al momento dell'eliminazione, la differenza fra il valore contabile e la somma del corrispettivo ricevuto deve essere rilevata nel conto economico.

Il terzo capitolo invece affronta problematiche particolari legate all'*asset* "partecipazioni" quali la valutazione delle sinergie e i premi puri di controllo, l'importanza del piano industriale a sostegno dell'*impairment test* e l'analisi di sensitività. Infine viene proposta un'analisi comparativa delle fattispecie più ricorrenti di *impairment test*, evidenziando alcuni passaggi chiave, contenuti nelle relazioni finanziarie annuali di alcuni importanti società italiane quotate e si è analizzato l'impatto sul *test di impairment* della recente emergenza sanitaria Covid-19.

CAPITOLO I

L'IMPAIRMENT TEST SECONDO I PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI

1.1 IAS 36: finalità e ambito di applicazione della verifica di *impairment*

Il *test di impairment* è la verifica periodica, da eseguire in sede di redazione del bilancio, sulla “tenuta” del valore di carico contabile di attività immobilizzate. I principi contabili (nazionali ed internazionali) impongono, infatti, di accertare, per le attività immobilizzate, se il “valore recuperabile” sia inferiore al valore di carico contabile, nel qual caso è necessario iscrivere una svalutazione nel conto economico.

Il riferimento metodologico ed operativo principale, sul tema, è costituito dal principio IAS 36 *Impairment of Assets* usualmente considerato il *benchmark* applicativo sul tema³.

Come stabilito dal D. Lgs. 28 Febbraio 2005, n. 38, a partire dal 1° Gennaio 2005, le maggiori imprese italiane, ossia le società quotate, le società con strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, le banche e gli altri intermediari finanziari vigilati dalla Banca d'Italia, nonché le imprese di assicurazione, hanno l'obbligo di redigere il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS emessi dallo IASB (*International Accounting Standards Board*) ed omologati dall'Unione Europea ai sensi del Regolamento Comunitario n. 1006/2002 e dei regolamenti successivi⁴.

Per tutte le altre imprese italiane, è prevista la facoltà di redigere il bilancio consolidato e di esercizio secondo i principi internazionali IAS/IFRS, ad esclusione di quelle imprese minori che sono legittimate a redigere il bilancio in forma abbreviata, e purché si tratti di imprese obbligate a redigere il bilancio consolidato, oppure di imprese controllate, collegate o *joint ventures* di imprese che redigono il bilancio consolidato secondo gli IAS/IFRS.

Di conseguenza, il principio contabile IAS 36 si applica a tutte le società sopra indicate che sono tenute a redigere il bilancio consolidato e di esercizio secondo i principi contabili internazionali, o che adottano volontariamente i principi IAS/IFRS.

³ Si osserva peraltro che i principi contabili nazionali (cfr. principio OIC 9) prevedono regole generali non dissimili da quelle tipiche della prassi internazionale, pur se, sul tema specifico della fiscalità, con indicazioni di estrema sintesi. Nella prassi nazionale, si osserva inoltre che, nel caso di carenza di indicazioni nei principi interni, il riferimento applicativo è quello dello IAS 36, considerato quale *best practise* sul tema.

⁴ «L'avvenuta adozione dei principi contabili internazionali per la redazione dei conti annuali e consolidati delle imprese ha costituito una sorta di “rivoluzione copernicana” dei principi generali di redazione del bilancio». Cfr. F. Di Lazzaro, *Dal codice civile ai principi IAS/IFRS*, Giappichelli, Torino, 2019, p. XI.

Nella realtà, esso si applica anche alle società italiane che ancora seguono i principi nazionali, in quanto il Codice Civile all'art. 2427 n. 3 bis stabilisce che l'importo delle perdite durevoli di valore rilevate sulle immobilizzazioni materiali o immateriali deve essere determinato sulla base di tre parametri, quali il "concorso alla futura produzione di risultati economici", la "prevedibile durata utile", e, per quanto rilevante, il "valore di mercato".

Il criterio della valutazione al *fair value* e il ricorso all'*impairment test* (previsto dallo IAS 36, Riduzione di valore delle attività) trovano applicazione in tutte le categorie di attività del bilancio, eccezion fatta per quelle esplicitamente escluse, per cui si rinvia ad altro principio contabile internazionale⁵.

Ciò premesso, secondo lo IAS 36 il "valore recuperabile" è determinato come il maggiore tra il "*fair value* al netto dei costi di vendita" e il "valore in uso". Si tratta di due nozioni alternative di valore. Da un lato, il "*fair value*" assume una prospettiva di valutazione "esterna", cioè quella del generico investitore terzo per il quale l'attività vale nella misura in cui essa può essere scambiata sul mercato ad un determinato prezzo. D'altro lato, il "valore in uso" presuppone un'ottica di valutazione "interna", cioè quella del soggetto titolare dell'attività per il quale l'attività vale in funzione delle sue capacità di produzione di flussi di risultato in una condizione di continuità operativa⁶.

Lo IAS 36 fornisce le seguenti definizioni per le diverse configurazioni di valore che emergono all'atto di effettuare l'*impairment test*⁷:

- il valore contabile è l'ammontare al quale un'attività è rilevata nello stato patrimoniale dopo aver dedotto l'ammortamento e le connesse perdite per riduzione di valore accumulate;

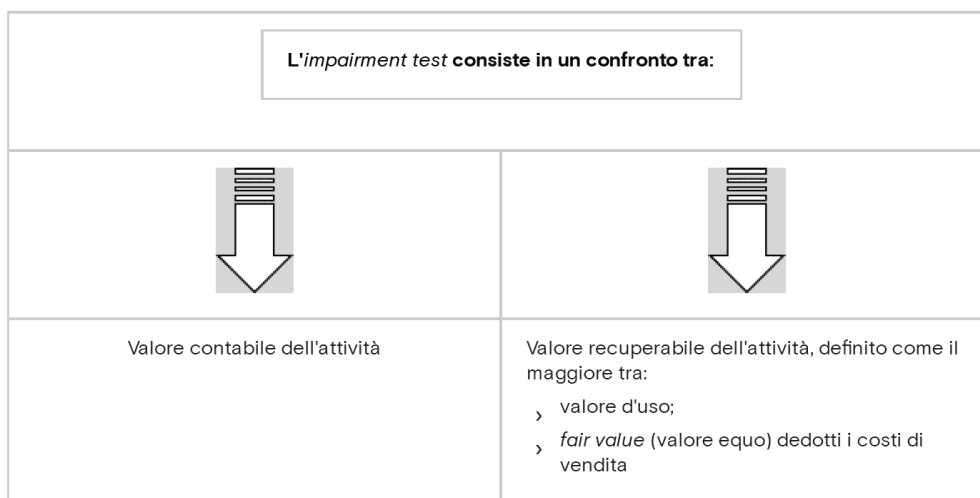
⁵ Sulla disciplina dettata dallo IAS 36 si veda: M. Nova, *Impairment test: l'applicazione alle Cash Generating Units e all'avviamento*, Egea, Milano, 2006; A. Lionzo, *Il giudizio di impairment. Profili valutativi e riflessi sui processi organizzativi e gestionali*, FrancoAngeli, Milano, 2007; A. Amaduzzi, *Gli intangibili nei principi contabili statunitensi e negli IAS/IFRS*, Giuffrè Editore, Milano, 2005; P.P. Biancone, *Le attività immateriali, l'avviamento e l'impairment nei bilanci. Principi contabili internazionali (IAS/IFRS) e US GAAP*, Giuffrè, Milano, 2006; M. Romano, *L'impairment test dell'avviamento e dei beni intangibili specifici*, Giappichelli, Torino, 2004; L. Guatri, *La svolta epocale nella contabilizzazione degli intangibili*, in *La valutazione delle aziende*, n. 27, Inserto n. 1; F. Momenté, a cura di L. Guatri, M. Bini, *Impairment, La valutazione degli intangibili nei gruppi*, Università Bocconi Editore, Milano, 2003; AA.VV., *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Regole e applicazioni*, Giappichelli, Torino, 2008; *Guida all'applicazione dell'impairment test dello IAS 36*, a cura della Commissione per i principi contabili, febbraio 2006; OIC, *Guida operativa per la transizione ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS)*, ottobre 2005; OIC, *Applicazioni IAS/IFRS "Impairment e avviamento"*.

⁶ Cfr. M. Nova, *Le valutazioni delle aziende per fini di impairment e la variabile fiscale*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 4/2019, pag. 656.

⁷ Cfr. R. Viganò, *Il criterio della valutazione al fair value e il ricorso all'Impairment test nello Ias 36*, in *Guida ai Principi Contabili Internazionali*, n. 10/2005, pag. 20.

- il valore recuperabile di un'attività o di un'unità generatrice di flussi finanziari è il maggiore tra il suo *fair value* dedotti i costi di vendita e il suo valore d'uso;
- il *fair value* meno i costi di vendita è l'ammontare ottenibile dalla vendita di un'attività o unità generatrice di flussi finanziari in una libera transazione tra parti consapevoli e disponibili, dedotti i costi per la dismissione;
- il valore d'uso è il valore attuale dei flussi finanziari futuri che si prevede abbiano origine da un'attività o da un'unità generatrice di flussi finanziari.

In sostanza lo IAS 36 impone che ci sia un confronto tra il valore recuperabile e il valore contabile dell'attività; qualora quest'ultimo dovesse risultare inferiore rispetto al primo si deve rilevare una perdita di valore imputata direttamente al conto economico dell'esercizio o ridurre l'eventuale "Riserva di rivalutazione" del patrimonio netto, nel caso di una precedente rivalutazione. Il riferimento al *fair value*, o più opportunamente ai valori correnti, nella pratica dell'*impairment test*, è immediato: il valore contabile dell'attività viene confrontato indistintamente o con il suo valore d'uso (che può, essere inteso come un valore di realizzo indiretto) o con il *fair value* dedotti i costi di vendita⁸.



Fonte: R. Vigano', *Il criterio della valutazione al fair value e il ricorso all'Impairment test nello Ias 36*, in Guida ai Principi Contabili Internazionali, n. 10/2005.

⁸ "Tali semplici criteri di valori che riflettono le due diverse prospettive di cessione e di utilizzo del bene, trovano però difficoltà operative di determinazione, scontrandosi con le realistiche circostanze in cui vengono a trovarsi le immobilizzazioni, in quanto spesso beni specifici non reperibili sul mercato (per i quali è difficile individuare il net selling price) o beni che vengono utilizzati nel ciclo produttivo combinati con altri fattori (per i quali risulta impossibile determinare flussi finanziari indipendenti). Tali motivi giustificano la grande attenzione rivolta dagli standard internazionali alla dettagliata determinazione di tali valori nonché la prevista condizione che esonera dall'obbligo di procedere sempre alla determinazione di entrambi i valori al fine di determinarne il maggiore allorché il primo dei due valori determinato risulta essere superiore al valore netto contabile del bene". Cfr. K. Corsi, *L'impairment test dell'avviamento*, in Società e Contratti, Bilancio e Revisione, n. 4/2014, pag. 68.

Il principio contabile internazionale identifica due tipologie di “attività” e prevede due condizioni di applicazione differenti dell’*impairment test* e di determinazione del *fair value*.

Le attività con vita utile definita sono i beni materiali o immateriali per i quali è ragionevole determinare un arco di tempo entro cui essi saranno capaci di generare benefici economici per l’impresa.

Le attività immateriali con vita utile indefinita (per esempio l’avviamento) o non ancora disponibili per l’uso, non sono soggette ad ammortamento sistematico, ma a una verifica obbligatoria (almeno annuale) del loro valore recuperabile; le unità generatrici di flussi finanziari costituiscono l’aggregazione minima di attività che il management ha riconosciuto essere capace di generare flussi finanziari largamente indipendenti dalle altre attività aziendali.

L’*impairment test* interessa in modo particolare due categorie di attività per le quali è sancito l’obbligo di verificare almeno una volta nel corso dell’esercizio se hanno subito eventuali perdite di valore:

- a. le attività immateriali con una vita utile indefinita (o non ancora disponibili per l’uso);
- b. l’avviamento associato alle unità generatrici di flussi finanziari futuri largamente indipendenti da quelli generati dalle altre attività aziendali. Nel caso di attività con vita utile definita o unità generatrici di flussi finanziari a cui non è stato associato alcun avviamento, queste restano soggette a normale procedura d’ammortamento e l’*impairment test* è richiesto solo nell’ipotesi in cui ci siano indicazioni di un’eventuale perdita di valore.

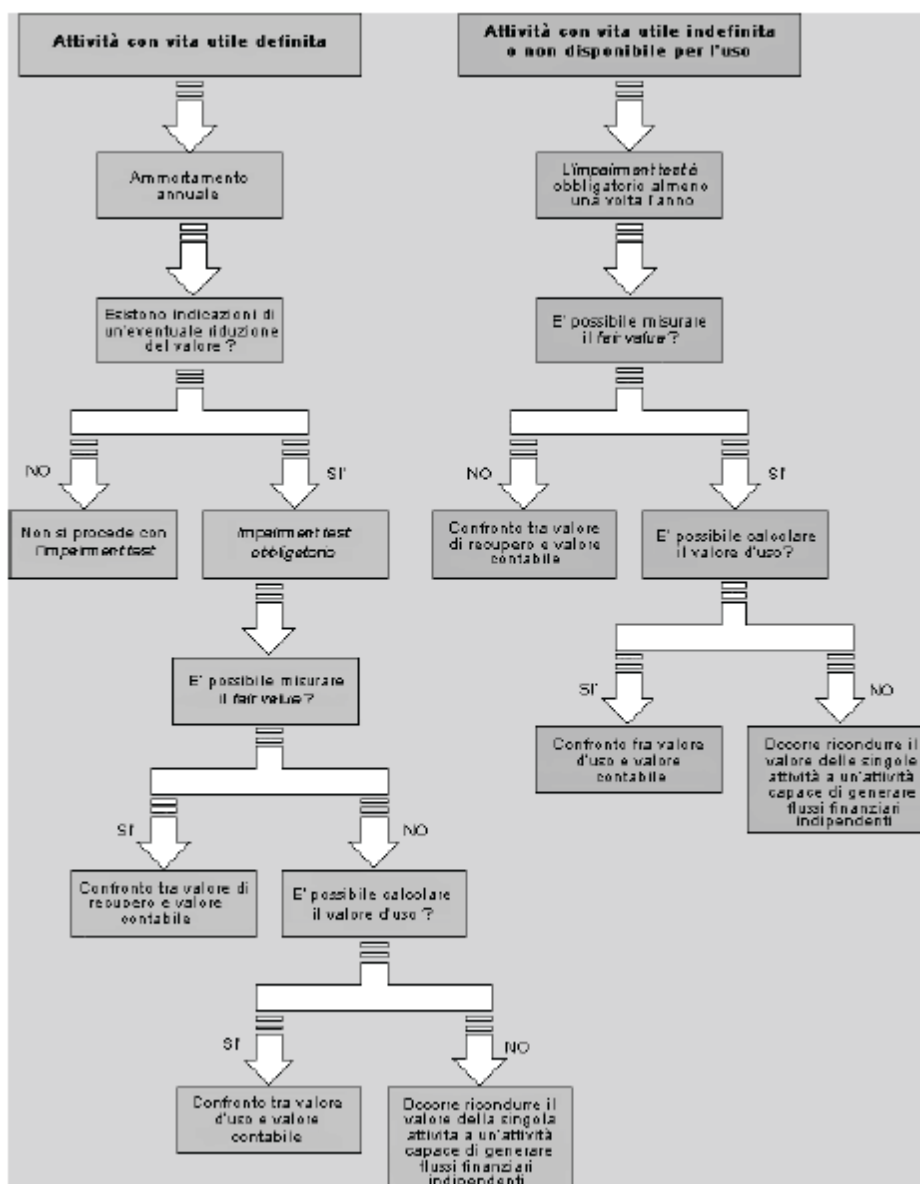
In questo procedimento di verifica, quindi, assumono particolare rilevanza i possibili elementi che possono essere considerati indicatori di perdita di valore. Lo IAS 36 ne fornisce una elencazione di carattere minimale, che - naturalmente - deve essere commisurata alla specificità della situazione in cui opera l’impresa. Essi sono in sintesi⁹:

⁹ OIC, *Impairment e avviamento*, Applicazione n. 2, dicembre 2009, pag. 5.

Fattori esterni	<ul style="list-style-type: none"> • Significative riduzioni del valore di mercato dei beni, superiori a quelle prevedibili per effetto del trascorrere del tempo o dell'uso normale • 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 • 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 • Valore contabile del patrimonio netto superiore alla capitalizzazione di mercato
Fattori interni	<ul style="list-style-type: none"> • Evidenza di obsolescenza o danni fisici subiti dall'attività, se non altrimenti coperti (ad esempio, da assicurazione) • 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.) • Evidenza, da rendicontazione interna, che la performance del bene è inferiore a quanto previsto, o sarà inferiore nel futuro
Altri fattori	<ul style="list-style-type: none"> • 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"> - 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 - 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

Fonte: OIC, *Impairment e avviamento, Applicazione n. 2*, dicembre 2009, p. 5.

Nell'ipotesi in cui si verificano condizioni tali per cui è necessario effettuare l'*impairment test* lo IAS 36 stabilisce di determinare il valore recuperabile dell'attività e confrontarlo con il valore contabile ai fini di quantificare l'eventuale perdita di valore.



Fonte: R. Viganò, *Il criterio della valutazione al fair value e il ricorso all'Impairment test nello Ias 36*, in Guida ai Principi Contabili Internazionali, n. 10/2005.

Le suddette disposizioni generali, tuttavia, devono essere applicate distinguendo alcune specifiche attività dalle altre, come così sintetizzabile¹⁰:

¹⁰ OIC, *Impairment e avviamento*, Applicazione n. 2, dicembre 2009.

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'impresе	
	Altre attività, comprese nell'ambito di applicazione dello IAS 36	Ogni volta che si sia rilevata la presenza di indicatori di perdita

Fonte: OIC, *Impairment e avviamento, Applicazione n. 2*, dicembre 2009, p. 5.

Il processo d'individuazione e determinazione delle eventuali perdite di valore può in linea generale essere rappresentato nel modo seguente:

- rilevazione dell'esistenza di indicatori di possibili perdite di valore: indicatori esterni ed interni, inclusi altri, specifici dell'impresa;
- identificazione delle attività che possono aver subito perdite di valore: quali specifiche attività o CGU possono aver subito perdite?
- verifica dell'effettiva avvenuta perdita di valore: si misura il valore recuperabile: si riscontrano effetti significativi derivanti dalle situazioni rilevate?
- misurazione dell'entità della perdita di valore: si applicano i criteri di misurazione e le relative gerarchie disciplinate dagli IAS/IFRS;
- rilevazione della perdita: svalutazione delle attività e rilevazione al conto economico¹¹.

PRINCIPI GENERALI DEI SOGGETTI COINVOLTI NEL PROCESSO DI IMPAIRMENT:

1. **principio di scalabilità.** Le valutazioni a fini di *impairment test* possono presentare profili di criticità molto diversi fra loro. È condiviso il principio secondo cui il livello di approfondimento, di supporto e di documentazione dell'*impairment test* debbano essere graduati in relazione alla criticità del test nello specifico contesto. Per una società caratterizzata da un peso trascurabile delle attività soggette ad *impairment*, per le quali esistono evidenze esterne di valore recuperabile significativamente superiore al valore di carico in bilancio, l'*impairment test* presenta un grado di criticità molto contenuto e, quindi, anche il processo di *impairment* può risultare semplificato, nel senso di richiedere un minore grado di analiticità e di attenzione, rispetto al caso di una società per la quale il peso delle attività assoggettate ad *impairment* è rilevante e sussistono invece segnali esterni o interni di presunzione di *impairment*;
2. **principio di separazione dei giudizi dalle stime.** Lo IAS 1 "*Presentation of Financial Statements*" fa obbligo in sede di *disclosure* delle politiche contabili di dare evidenza separata dei giudizi e delle stime, sulla base della consapevolezza che le stime non sono il semplice risultato di

¹¹ Salvo il caso in cui l'impresa abbia adottato il criterio di rideterminazione periodica del valore dei beni materiali (come consentito dallo IAS 16). In tal caso la perdita è imputata a patrimonio netto nei limiti in cui la riserva sia capiente e per l'eccedenza è imputata al conto economico.

formule e di modelli, ma sono funzione di come formule e modelli sono applicati (a quali CGU, con quale base informativa, con quali evidenze di supporto, ecc.) e ciò dipende dalle analisi che precedono, disciplinano e seguono le stime stesse. Questa separazione permette di comprendere come la stima del valore recuperabile costituisca solo una delle tante attività di cui si compone il processo di *impairment test*, i cui risultati sono funzione di come viene esercitato il giudizio da parte di altre categorie di soggetti diversi dall'esperto di valutazione;

3. **principio di neutralità.** Le valutazioni a fini di *impairment test* debbono rispettare un principio di neutralità, nel senso che non dovrebbero risentire dell'interesse del *management* a superare l'*impairment test* o viceversa a registrare svalutazioni delle attività. Il processo di *impairment* deve garantire adeguati presidi volti a sterilizzare la presenza di eventuali *management bias* (volontari o involontari);

4. **principio di affidabilità.** Le valutazioni a fini di *impairment test* debbono essere affidabili, poiché attraverso l'esercizio di *impairment* la società comunica agli utilizzatori del bilancio se è più probabile che no che il valore recuperabile delle attività sia superiore al loro valore contabile. Una valutazione è affidabile quando è ragionevole ritenere che due esperti dotati di analoghe competenze, che adottino i medesimi principi di valutazione e seguano la medesima procedura, giungerebbero a risultati non troppo discosti fra loro;

5. **principio di ragionevolezza.** Le valutazioni a fini di *impairment test* debbono condurre a risultati ragionevoli, quando valutati alla luce: (i) dei risultati dei precedenti test di *impairment*; (ii) delle evidenze esterne; (iii) del consenso. La ragionevolezza dei risultati deve essere valutata in relazione ad evidenze contrarie, tenuto conto dell'affidabilità delle fonti;

6. **principio del controllo del rischio di errata stima.** Le valutazioni a fini di *impairment test* sono soggette a due principali fonti di rischio nella stima del valore recuperabile: il c.d. rischio intrinseco dell'attività da valutare (*inherent risk*) il quale è ineliminabile (ad esempio, se oggetto di valutazione è una CGU che opera in un contesto di mercato imprevedibile e discontinuo il rischio intrinseco è molto maggiore rispetto a quello di una CGU che opera in un segmento di mercato maturo e stabile) ed il rischio di errore nella stima che, invece, è funzione della incompletezza della base informativa, dell'inadeguata architettura del processo valutativo, della indeterminatezza dell'incarico all'esperto esterno, dell'assenza di verifiche di ragionevolezza, ecc. La società deve adottare adeguati sistemi di controllo del rischio di errata stima;

7. **principio della tracciabilità.** Le valutazioni a fini di *impairment test* debbono essere ripercorribili in tutte le loro fasi. Poiché la stima del valore recuperabile non è il risultato dell'applicazione di una formula matematica, ma il frutto di un giudizio professionale, la valutazione di *impairment test* deve fornire tutti gli elementi per comprendere ed apprezzare la completezza della base informativa utilizzata, le scelte di metodo compiute (e quelle scartate), il peso delle assunzioni più significative sul risultato finale, l'esistenza o meno di evidenze contrarie, le modalità attraverso cui si è giunti ad una stima puntuale;

8. **principio della disclosure.** Le analisi e le valutazioni a fini di *impairment* non sono disponibili agli utilizzatori di bilancio, in quanto fanno uso anche di informazione di natura privata. Tuttavia, in sede di bilancio è necessario fornire informazioni adeguate sul processo seguito (le assunzioni di base, la metodologia di stima, i parametri utilizzati, ecc.) così da permettere di apprezzare i risultati ottenuti;

9. **principio della riconciliazione con evidenze esterne di valore.** Il valore recuperabile - ai sensi dello IAS 36 - è il maggiore fra il valore d'uso ed il *fair value*, ovvero due configurazioni di valore convenzionali definite dai principi contabili. Pur trattandosi di valori convenzionali essi richiedono di attribuire maggiore peso alle evidenze esterne. Per questa ragione le valutazioni a fini di *impairment test* debbono prevedere quando possibile: una riconciliazione con il rationale di formazione del prezzo (valore) dell'attività in sede di primo riconoscimento (attività c.d. di *backing*) ed una riconciliazione con evidenze esterne di valore più recenti (attività c.d. di

calibrazione di modelli valutativi);

10. principio della adozione di principi di valutazione generalmente accettati. La già citata sentenza della Corte di Cassazione Sezioni Unite Penali¹² fa riferimento a principi di valutazione generalmente accettati, dai quali non ci si dovrebbe discostare in modo consapevole. Ciò presuppone che le valutazioni a fini di *impairment test* non si limitino a rispettare il dettato dei principi contabili (i quali come è ben noto sono *principle based* e lasciano, dunque, ampi spazi di soggettività in sede valutativa), ma adottino esplicitamente anche dei principi di valutazione (così da garantire un allineamento delle stime a standard condivisi). I principi di valutazione di riferimento possono essere sia gli IVS (*International Valuation Standards*) 2017 sia i PIV (Principi Italiani di Valutazione) 2015, in quanto i due sistemi di principi adottano il medesimo schema concettuale (*conceptual framework*) di riferimento;

11. principio del dovere di agire informati. Le valutazioni a fini di *impairment test* sono in taluni casi molto complesse e richiedono un grado adeguato di competenza, esperienza e preparazione. Gli organi di amministrazione e di controllo ed il dirigente preposto non possono ritenere assolto il loro dovere di agire informati semplicemente affidando ad un esperto la stima del valore recuperabile e limitandosi a prendere atto del risultato. Affidare la stima ad un esperto non è il salvacondotto per invocare la propria incompetenza nello specifico ambito delle valutazioni. Il processo di *impairment test* richiede che tutte le categorie di soggetti svolgano i compiti di propria competenza con la professionalità e competenza richiesta dal ruolo che ricoprono.

Fonte: OIV, NedCommunity, *Impairment test ai sensi dello IAS 36, Linee guida per gli organi di amministrazione e di controllo, il management e l'esperto di valutazione (interno o esterno)*, Discussion Paper, 22 gennaio 2019.

1.2 La determinazione del valore recuperabile

Il valore recuperabile (*recoverable amount*) è definito come il maggiore tra il *fair value* (*fair value less costs to sell*) di un'attività al netto dei costi di vendita e il suo valore d'uso (*value in use*).

In sostanza, si tratta di due configurazioni di valore, ciascuna delle quali esprime una diversa prospettiva valutativa¹³:

- ✓ la stima del *fair value less costs to sell* si basa su aspettative dei partecipanti del mercato;
- ✓ la stima del *value in use* si basa su aspettative della specifica impresa.

Pertanto, se il valore contabile di un'attività è maggiore del valore che può essere recuperato mediante il suo utilizzo o la vendita, l'impresa deve rilevare in bilancio una perdita di valore (*impairment loss*) di importo pari a tale eccedenza.

¹² Cfr. Sentenza della Corte di Cassazione, Sez. Un. Penali, del 31 marzo 2016 (dep. 27 maggio 2016), n. 22474, <https://www.penalecontemporaneo.it/d/4780-depositata-la-sentenza-delle-sezioni-unite-sulle-false-comunicazioni-sociali>.

¹³ Cfr. A. Lionzo, *Il giudizio di impairment. Profili valutativi e riflessi sui processi organizzativi e gestionali*, cit., pagg. 86-89; M. Nova, *Impairment test: l'applicazione alle Cash Generating Units e all'avviamento*, cit., pagg. 62-70.

1.2.1 Il fair value

Come è noto il *fair value* esprime un *exit price* (prezzo di cessione di un'attività o di trasferimento di una passività) realizzabile fra soggetti indipendenti, razionali ed informati alla data della valutazione¹⁴. Il *fair value* coincide con il prezzo di mercato di attività dotate di un mercato attivo¹⁵ (*fair value* di livello 1), o con il valore stimabile sulla base del prezzo di mercato di attività simili dotate di mercato attivo (*fair value* di livello 2) o, nel caso di attività prive di mercato attivo ed in assenza di attività simili scambiate su un mercato attivo, con il valore stimabile sulla base di un modello valutativo (*fair value* di livello 3). Il *fair value* di livello 3 presuppone dunque una stima del prezzo che si formerebbe per la specifica attività/passività alla data della valutazione in un ipotetico scambio¹⁶.

Poiché il *fair value* è un *exit price* la stima richiede una particolare attenzione ai profili dei potenziali acquirenti dell'attività (o assuntori della passività) oggetto di valutazione, i cosiddetti "partecipanti al mercato"¹⁷.

Non esistendo un mercato attivo della specifica attività/passività si tratta di identificare la categoria dei soggetti che potrebbero essere potenzialmente interessati all'acquisto dell'attività o all'assunzione della passività. Dunque il *fair value* di livello 3 presuppone la stima del prezzo che si formerebbe in un ipotetico scambio con ipotetici partecipanti al mercato. Non si tratta di simulare una transazione su un mercato che non c'è, ma una transazione nei confronti di potenziali investitori che potrebbero essere concretamente interessati alla specifica attività ad un prezzo giudicato economicamente conveniente. Il

¹⁴ Cfr. M. Bini, *Le stime di fair value ed i partecipanti al mercato*, in *Le Società*, n. 8/9/2019, pag. 1025.

¹⁵ Secondo il paragrafo 6 dello IAS 36, un mercato attivo è un mercato in cui esistono tutte le seguenti condizioni:

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

¹⁶ L'IFRS 13 fornisce, oltre che la definizione citata, anche input operativi e metodologici per la conduzione del processo di misurazione del *fair value* dando rilevanza ai seguenti aspetti:

- ✓ caratteristiche dell'attività o passività da misurare;
- ✓ mercato più vantaggioso dal quale trarre informazioni relative alle transazioni delle quali le attività e/o passività sono oggetto;
- ✓ il prezzo nel momento in cui sia osservabile in un mercato di riferimento;
- ✓ le tecniche di valutazione più appropriate per determinare il prezzo, nel momento in cui l'osservazione di cui al punto precedente non sia consentita.

Dal valore come sopra calcolato devono dedursi i costi di dismissione, ovvero quei costi incrementali direttamente generati dalla dismissione dell'attività al netto degli oneri finanziari e fiscali.

Generalmente si tratta delle spese legali e delle imposte indirette derivanti dalla transazione, i costi di rimozione ed i costi diretti necessari per rendere l'attività pronta alla vendita.

¹⁷ Cfr. M. Bini, *Le stime di fair value ed i partecipanti al mercato*, cit., pag. 1025.

termine “partecipanti al mercato” si riferisce a soggetti informati e razionali che agiscono nel loro migliore interesse economico.

Il valore intrinseco è funzione della capacità di reddito e del rischio della specifica attività. Il *fair value* al contrario del valore intrinseco, non è funzione esclusivamente delle caratteristiche dell’attività, ma anche dei potenziali investitori, in quanto il *fair value* esprime il prezzo che questi ultimi potrebbero riconoscere sulla base dei flussi di reddito che si attendono di poter ricavare dall’attività. Se l’attività oggetto di valutazione è una partecipazione, un’azienda, un bene immateriale, ovvero un’attività che non ha natura di *commodity* e che quindi può generare flussi di risultato differenziati in relazione al soggetto che la detiene, il *fair value* è funzione del valore che i partecipanti al mercato sono in grado di ricavare dall’attività, con la precisazione che:

1) qualunque soggetto razionale non sarebbe disposto a riconoscere nel prezzo di acquisto l’intero valore che si attende di ricavare dall’attività, perché altrimenti effettuerebbe un investimento a Valore Attuale Netto (VAN) nullo. Nella stima del *fair value* occorre infatti assumere che i partecipanti al mercato siano orientati a massimizzare il proprio interesse economico e che, pertanto, in sede di acquisto dell’attività, non siano disposti ad offrire nulla di più di quanto sia strettamente necessario per consentire loro di realizzare un valore attuale netto positivo dall’investimento;

2) il valore ricavabile dall’attività da parte del potenziale investitore potrebbe essere alternativamente rappresentato da un valore d’uso (tipicamente questo è il caso di *strategic buyer*) o da un valore di scambio futuro (tipicamente questo è il caso di *financial buyer*).

La distinzione assume rilievo perché i *driver* di formazione dei due valori sono molto diversi fra loro¹⁸: tipicamente nel caso del valore d’uso assumono rilievo le sinergie che lo *strategic buyer* potrebbe realizzare rispetto ad una gestione *stand alone* mentre nel caso del *fair value* assumono rilievo i tempi e le modalità di *exit* dall’investimento per il *financial buyer*.

La stima del *fair value* è resa complessa dal fatto che poggia su una doppia ipotesi:

- a) un’ipotetica transazione (in quanto avente per oggetto un’attività che l’entità detiene e che non intende dismettere);
- b) nei confronti di ipotetici partecipanti al mercato (i potenziali investitori);

¹⁸ Ai fini della stima del *fair value* i principi contabili non richiedono di identificare nominativamente i potenziali partecipanti al mercato, ma solo la categoria o le categorie cui essi appartengono purché definite con un livello di dettaglio sufficiente a ricostruire i driver di formazione del prezzo fattibile.

con la conseguenza di rendere molto astratta la stima e concreto il rischio di ridotta affidabilità, eccessiva discrezionalità, ecc.

Al contempo la naturale tendenza degli esperti di valutazione a voler rendere più concreta la stima ancorandola ad elementi più direttamente riscontrabili, induce facilmente in errore e non necessariamente indirizza verso una stima più prudente.

In particolare nella stima del *fair value* di livello 3 le categorie di errori più frequenti sono le seguenti:

1) in assenza di attività comparabili negoziate su mercati attivi, si fa coincidere il *fair value* con il valore intrinseco della specifica attività ricavabile sulla base di un criterio reddituale (*income approach*) o patrimoniale (*asset o cost approach*) senza alcun riferimento ai partecipanti al mercato, con la conseguenza di sopravvalutare l'attività oggetto di valutazione tutte le volte in cui l'entità che attualmente la possiede è in grado di garantirne un miglior uso rispetto ai partecipanti al mercato e viceversa;

2) oppure si identificano i partecipanti al mercato, ma poi si fa coincidere il *fair value* con il valore che questi possono ricavare dalla specifica attività senza considerare che il prezzo che i partecipanti al mercato sono disposti a riconoscere è sempre inferiore al valore che sono in grado di ricavare dall'attività. Si fa cioè coincidere il *fair value* con il valore d'investimento per i partecipanti al mercato, con la conseguenza di sopravvalutare l'attività perché qualsiasi investitore razionale vorrebbe realizzare un valore attuale netto positivo dal proprio investimento;

3) oppure si identificano i partecipanti al mercato e si accetta la distinzione fra valore d'investimento e *fair value* ma non si ricostruisce adeguatamente il paradigma valutativo attraverso cui i partecipanti al mercato definiscono il prezzo di acquisto dell'attività, in quanto si trascurano tutti quei profili che hanno rilievo nella formazione del prezzo ma non sono di natura fondamentale (ad esempio il grado di liquidità dell'attività);

4) oppure si identificano i partecipanti al mercato ed il percorso logico da questi seguito, ma non si considera il fatto che i partecipanti al mercato per formulare un prezzo richiedono una base relativamente più oggettiva di assunzioni rispetto a quelle formulate dall'entità che detiene l'attività a supporto di un'ipotetica transazione. In altre parole non si tiene conto del fatto che un partecipante al mercato razionale rifletterebbe nella formazione del prezzo l'incertezza tanto delle eventuali migliorate prospettive reddituali della specifica attività quanto del possibile prezzo futuro.

Per giungere al valore recuperabile, lo IASB non richiede di prendere in considerazione la reale funzione assegnata al bene da parte del *management*, affidandosi sull'assunto (ipotetico) della perfetta razionalità o assoluta equivalenza nello scegliere tra il mantenere al proprio interno l'attività in questione (e in questo caso il valore d'uso sarebbe un riferimento più appropriato per la valutazione) o cederla (in questa circostanza il *fair value*, un valore esterno alla dinamica della singola impresa, risulterebbe maggiormente attendibile).

Non è sempre necessario calcolare entrambi i valori (*fair value* e valore d'uso): è sufficiente che uno di loro sia superiore al valore contabile oppure che in base a una serie di assunzioni ragionevoli è verosimile credere che valore d'uso e *fair value* siano molto prossimi, per procedere al calcolo di uno solo di essi.

Lo IAS 36 prevede un utilizzo del *fair value* molto accentuato, complementare rispetto al valore d'uso: le dinamiche esterne incidono sul *fair value* così come quelle interne risultano determinanti nel calcolo del valore d'uso.

Tale principio stabilisce che il *fair value* si determina con ricorso al valore di mercato meno i costi per la vendita direttamente imputabili alla dismissione dell'attività in questione.

Nel caso specifico emerge con chiarezza come nella costruzione della gerarchia del *fair value* sia presente la difficoltà a fare riferimento a un valore astratto indipendente dalla specifica transazione.

Si vengono così a determinare tre ipotesi alternative in cui emerge il *fair value*:

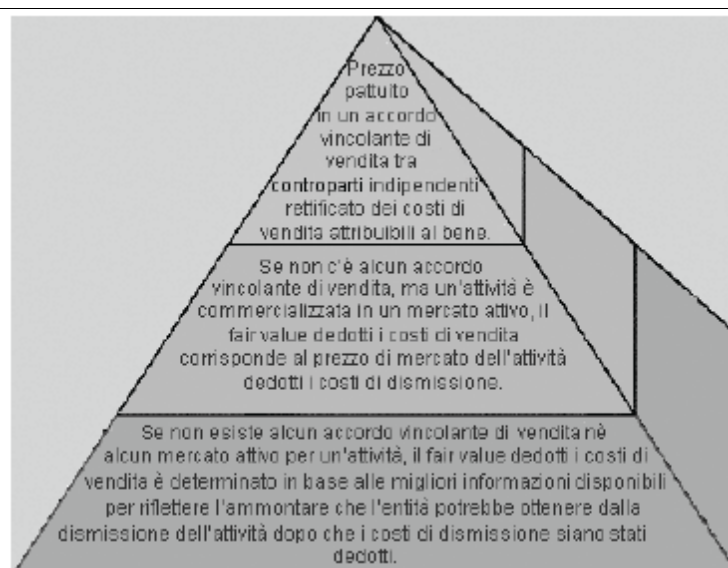
1. la migliore evidenza del *fair value* dedotti i costi di vendita è il prezzo pattuito in un accordo vincolante di vendita, stabilito in una operazione tra controparti indipendenti, rettificato dei costi marginali che sarebbero direttamente attribuibili al bene;
2. se non c'è alcun accordo vincolante di vendita, ma un'attività è commercializzata in un mercato attivo, il *fair value* dedotti i costi di vendita corrisponde al prezzo di mercato dell'attività dedotti i costi di dismissione. Il prezzo di mercato corretto è solitamente il prezzo dell'offerta attuale.

Quando non sono disponibili i prezzi correnti dell'offerta, il prezzo dell'operazione più recente può fornire un criterio con il quale poter stimare il *fair value* dedotti i costi di vendita purché non siano intervenuti significativi cambiamenti nel contesto economico tra la data dell'operazione e quella in cui la stima è effettuata;

3. se non esiste alcun accordo vincolante di vendita né alcun mercato attivo per un'attività, il *fair value* dedotti i costi di vendita è determinato in base alle migliori informazioni disponibili per riflettere l'ammontare che l'entità potrebbe ottenere, alla data di riferimento del bilancio, dalla dismissione dell'attività in una libera transazione tra parti consapevoli e disponibili, dopo che i costi di dismissione siano stati dedotti. Nel determinare questo ammontare l'entità considera il risultato di recenti transazioni per attività simili effettuate all'interno dello stesso settore industriale. Il *fair value* dedotti i costi di vendita non riflette una vendita forzata, a meno che la direzione aziendale sia costretta a vendere immediatamente.

Nell'ipotesi in cui non fosse possibile in alcun modo determinare il *fair value* di un'attività allora si prevede il ricorso al valore d'uso come termine di confronto con il valore contabile.

LE TRE IPOTESI ALTERNATIVE IN CUI EMERGE IL *FAIR VALUE*



Fonte: R. Viganò, *Il criterio della valutazione al fair value e il ricorso all'Impairment test nello Ias 36*, in Guida ai Principi Contabili Internazionali, n. 10/2005.

Per la determinazione del *fair value* si potrebbe ricorrere a tecniche di valutazione alternative come graficamente rappresentato di seguito.

A	FAIR VALUE:		
Tecniche di valutazione			
Market approach	Cost approach	Income approach	
Utilizza prezzi e altre informazioni rilevanti generate da transazioni di mercato riguardanti attività e/o passività identiche o comparabili	Riflette il costo da sostenere al momento per ottenere i benefici ritraibili da un asset (costo corrente di sostituzione)	Riflette l'aspettativa corrente del mercato di ottenere flussi di reddito/ cash flow attualizzati al momento dell'operazione di vendita	

Fonte: A. Volpe, *L'impairment test del goodwill nel bilancio consolidato: implicazioni tecnico-valutative, organizzative e di governance*, in Società e Contratti, Bilancio e Revisione, n. 1/2019, p. 62.

1.2.2 Il valore d'uso

Il *value in use* si definisce come il valore attuale dei flussi di cassa attesi sia dall'utilizzo continuo di un'attività che dalla sua dismissione alla fine della sua vita utile¹⁹.

DETERMINAZIONE DEL VALORE D'USO
<p>I seguenti elementi devono essere riflessi nel calcolo del valore d'uso di un'attività:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ stima dei flussi finanziari futuri che l'entità prevede derivino dall'attività; ➤ aspettative in merito a possibili variazioni del valore o dei tempi di tali flussi finanziari; ➤ il valore temporale del denaro, rappresentato dal tasso corrente d'interesse privo di rischio di mercato; ➤ il prezzo quale indicatore del livello di incertezza connessa all'attività; ➤ altri fattori, quali la mancanza di liquidità, che coloro che partecipano di mercato rifletterebbero nei prezzi dei flussi finanziari futuri che l'entità si aspetta di ottenere dall'attività.

Fonte: R. Viganò, *Il criterio della valutazione al fair value e il ricorso all'Impairment test nello IAS 36*, in Guida ai Principi Contabili Internazionali, n. 10/2005.

Il flusso di cassa operativo (OFCF) da attualizzare²⁰ è alla base della stima dell'“*Enterprise Value*” che non considera solo il valore dell'azienda per i soci definito come “*Equity Value*”, ma anche il valore della posizione finanziaria netta. Metodologicamente per la determinazione di una tale configurazione dei flussi di cassa²¹ è necessario, quindi,

¹⁹ Cfr. F. Bavagnoli, *Calcolo del valore d'uso per l'impairment test dello IAS 36*, in Contabilità, Finanza e Controllo, n. 5/2013, pag. 20.

²⁰ L'elemento riguardante l'incertezza nell'ampiezza dei flussi finanziari, che assume un'importanza fondamentale, può essere considerato o riducendo opportunamente i flussi finanziari futuri o aumentando congruamente il tasso di attualizzazione. L'importante è non duplicare l'effetto rettificando sia i flussi che il tasso. Comunque, il risultato deve riflettere il valore attuale atteso dei flussi, ossia la media ponderata dei risultati prevedibili nei diversi scenari futuri che possono essere prospettati.

²¹ Nel calcolare i flussi finanziari futuri, l'impresa deve operare come di seguito precisato:

confrontare le due ultime situazioni patrimoniali-finanziarie, da cui derivare le variazioni di capitale circolante netto operativo, delle attività immobilizzate, passività finanziarie, TFR e patrimonio netto, con il conto economico dell'ultimo anno.

Si può utilizzare una struttura di seguito rappresentata graficamente in modo semplificato²²:

	EBITDA
-	D&A
	EBIT
-	Income tax
	NOPAT
+	D&A
+/-	Delta NWC
-	Capex
	OFCF

L'attualizzazione dei flussi di cassa precedentemente configurati avviene con l'utilizzo del WACC (Costo Medio Ponderato del Capitale)²³.

Il calcolo di tale tasso, importantissimo per la determinazione del costo totale delle fonti di finanziamento (sia interne che esterne) e quindi particolarmente idoneo ad attualizzare flussi nel contesto di un *impairment test* che abbia per oggetto partecipazioni in imprese

1 - la stima dei flussi deve essere basata su presupposti ragionevoli e sostenibili e deve rappresentare la miglior stima della direzione aziendale di una serie di condizioni economiche che esisteranno per tutta la restante vita utile del cespite, dando maggior peso alle evidenze provenienti dall'esterno

2 - occorre effettuare, in base ai più recenti *budgets* o piani pluriennali approvati dalla direzione, proiezioni analitiche per un periodo massimo di cinque anni, o per un periodo maggiore se esso può essere giustificato (es.: in presenza di contratti che prevedono ricavi per commesse a lungo termine di durata superiore). Vanno esclusi i flussi in entrata e uscita relativi a ristrutturazioni o miglioramenti o ottimizzazioni future, per i quali non esiste ancora un obbligo delle imprese di attuarli

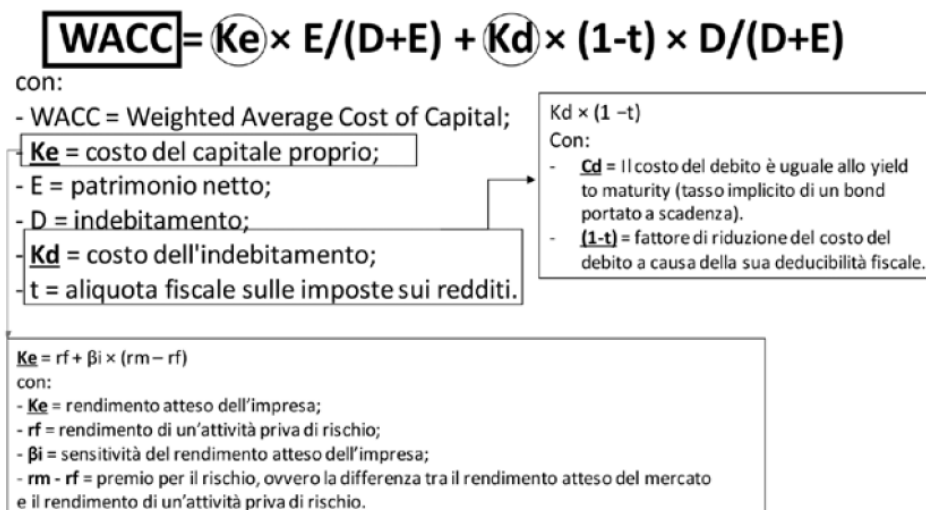
3 - per il successivo periodo di vita utile, le proiezioni dei flussi finanziari devono essere basate su un tasso di crescita stabile o in diminuzione rispetto al periodo analitico (o anche pari a zero o negativo), che non deve eccedere il tasso medio di crescita a lungo termine per la produzione, i settori industriali, il Paese o i Paesi in cui l'impresa opera o per il mercato in cui il cespite è inserito (a meno che sia possibile fornire una adeguata giustificazione dell'utilizzo di un più alto tasso di crescita). Cfr. OIC, *Guida all'applicazione dell'Impairment test dello IAS 36*, febbraio 2006, pagg. 59-60.

²² In relazione ai piani che sono alla base della generazione dei flussi di cassa, occorre evitare che gli stessi non tengano conto di eventi significativi verificatisi dopo la loro emissione.

In pratica, il *management* aziendale deve effettuare una adeguata revisione dei fattori chiave e delle assunzioni quali/quantitative che riflettano le eventuali mutate condizioni di operatività del business anche oltre l'orizzonte del *budget* predisposto per l'anno n+1. Diventa fondamentale, quindi, effettuare un'analisi generale della qualità della capacità previsionale dell'azienda, tenuto conto del posizionamento della stessa nel contesto dell'arena competitiva di riferimento. Cfr. A. Volpe, *L'impairment test del goodwill nel bilancio consolidato: implicazioni tecnico-valutative, organizzative e di governance*, in Società e Contratti, Bilancio e Revisione, n. 1/2019, pag. 65.

²³ Cfr. A. Volpe, *L'impairment test del goodwill nel bilancio consolidato: implicazioni tecnico-valutative, organizzative e di governance*, in Società e Contratti, Bilancio e Revisione, n. 1/2019, pag. 66.

controllate, è articolato e complesso. In basso si è cercato di darne una rappresentazione grafica che contenga tutte le variabili che interagiscono per determinarlo.



1) Stima del Costo del Capitale Proprio

Per ottenere il WACC è necessario stimare il costo del capitale proprio (C_e)²⁴, solitamente quantificato utilizzando il modello del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), che stabilisce l'esistenza di una relazione lineare tra il rendimento atteso di un titolo e il premio per il rischio di mercato. Tale premio non è altro che la differenza tra il rendimento atteso del mercato e il rendimento di un'attività priva di rischio. Il CAPM determina così la maggiore o minore rischiosità dell'investimento in una determinata società quotata, rispetto alla rischiosità del mercato azionario nel suo complesso.

Il CAPM è espresso dalla seguente relazione:

$$r_i = r_f + \beta_i \times (r_m - r_f)$$

con:

- r_i = rendimento atteso dell'impresa;
- r_f = rendimento di un'attività priva di rischio;
- β_i = sensibilità del rendimento atteso dell'impresa;
- $r_m - r_f$ = premio per il rischio, ovvero la differenza tra il rendimento atteso del mercato e il rendimento di un'attività priva di rischio.

²⁴ Generalmente, il capitale proprio ha un costo e corrisponde al rendimento cui l'impresa rinuncia non investendo i propri mezzi finanziari in attività alternative sotto il profilo del rischio (rischio operativo correlato alle caratteristiche operative del business dell'impresa e rischio finanziario connesso alle politiche di indebitamento).

Per stimare il capitale proprio con il CAPM sarà necessario calcolare il tasso di un'attività priva di rischio, il beta dell'impresa²⁵ e il premio per il rischio:

- a. il rendimento *risk free* si può ricavare utilizzando il rendimento dei titoli di Stato emessi dai governi di Paesi economicamente stabili. Per l'Italia si usa, in genere, l'indice *benchmark* che misura il rendimento lordo di titoli di Stato pluriennali con scadenza a dieci anni;
- b. il beta²⁶ rappresenta il rischio sistematico di una determinata impresa. Tale coefficiente indica di quanto varia il rendimento del titolo rispetto alla variazione del rendimento generale di mercato $\beta_i = \text{Cov}(R_i; R_m) / \text{Var}(R_m)$;
- c. il premio per il rischio²⁷ si ottiene dalla differenza tra il rendimento atteso di un portafoglio di mercato diversificato e il rendimento di un'attività finanziaria priva di rischio.

Questo dato è difficile da osservare e viene ricavato attraverso l'analisi di dati storici.

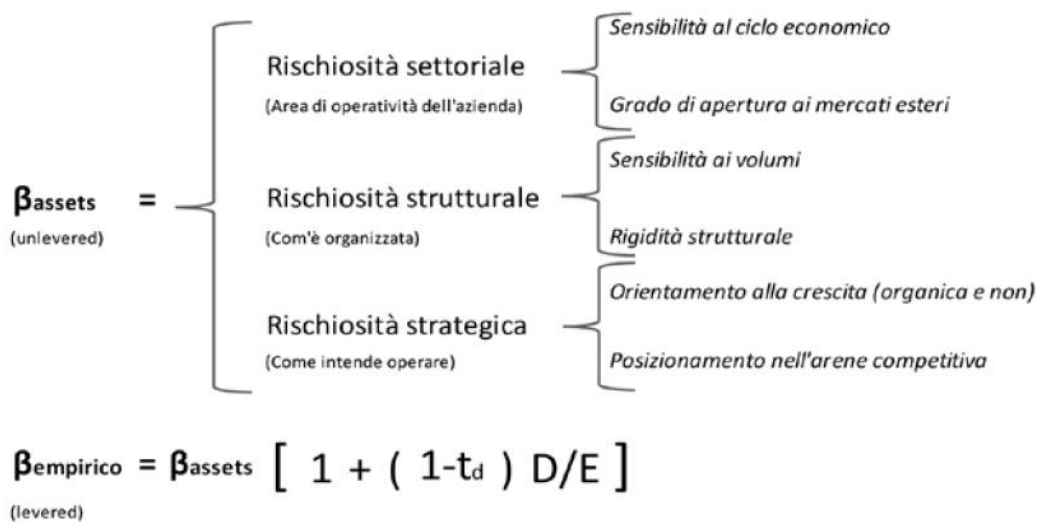
Approfondendo ulteriormente il β , nella sua versione empirica, è interessante notare come lo stesso sia funzionalmente connesso alle aree di rischiosità aziendale le quali, a loro volta, sono influenzate da "propensioni" e caratteristiche intrinseche peculiari dell'azienda stessa sia in relazione alle variabili endogene che esogene.

²⁵ In presenza di un investimento a rischio nullo, l'indice β che esprime la sensibilità dei rendimenti di un investimento ai movimenti del mercato è pari a 0 quindi lo stesso premio per il rischio è nullo. Se invece l'investimento rispecchia una rischiosità identica a quella del mercato allora il β è pari a 1 e il premio per il rischio è $(r_m - r_f)$. Normalmente, nella pratica professionale, il costo del capitale proprio K_e viene espresso al netto delle imposte ed il costo dei debiti finanziari K_d viene anch'esso "detassato", moltiplicandolo per il fattore $(1-t)$. Generalmente un investimento in titoli di Stato viene considerato come esente da rischio in quanto lo Stato può sempre coniare moneta per rimborsare il debito. Si parla in tal caso di rendimenti nominali e non reali. Il valore del coefficiente Beta per le società quotate (e del coefficiente medio per ciascun settore economico) è contenuto in banche dati reperibili su *internet*.

²⁶ Il coefficiente beta, invece, misura la reattività del rendimento di un titolo ai movimenti del mercato. Tanto maggiore è tale coefficiente, tanto maggiore sarà il rendimento atteso dell'attività, perché possiede un maggior grado di rischio non diversificabile. Il coefficiente di rischiosità sistematica non diversificabile dipende da diversi fattori tra i quali il settore di attività in cui l'impresa opera, il grado di leva operativa ed il grado di leva finanziaria.

In particolare, più la leva operativa è elevata a causa di una forte incidenza dei costi fissi più elevato è il coefficiente beta e, più elevato è il grado di indebitamento più elevato è il coefficiente beta. I beta di settore sono calcolati da società specializzate presenti sul mercato finanziario.

²⁷ Il premio per il rischio è determinabile in funzione del tipo di investimento che si intende effettuare e dipende da diversi fattori quali il settore in cui si intende realizzare l'investimento, il paese di riferimento, ecc. Dal punto di vista concettuale esso rappresenta il maggior rendimento richiesto rispetto agli investimenti privi di rischio. Per le diverse modalità di determinazione del premio per il rischio, si veda tra tutti, G. Tardivo, R. Schiesari, N. Miglietta, *Finanzia Aziendale*, Isedi, Milano, 2010.



D'altro canto, nella sua versione statistica, occorre consultare fonti accreditate che analizzano dati di aziende quotate, al fine di studiare la correlazione del rendimento dei titoli delle medesime rispetto al rendimento del portafoglio di mercato nel suo complesso.

2) Stima del Costo del Debito

Il secondo elemento della formula del WACC è il costo del debito ovvero il prezzo che un'impresa sostiene per finanziare le proprie attività ricorrendo al capitale di terzi (prestiti obbligazionari, debiti bancari, ecc.).

Il costo del debito è uguale allo *yield to maturity* (tasso implicito di un *bond* portato a scadenza) delle obbligazioni dell'impresa, negoziate sul mercato. Tenendo conto che una società può dedurre fiscalmente gli interessi che paga sul debito, il costo del debito deve essere ridotto in base all'aliquota fiscale, ovviamente rispettando i limiti imposti dalla normativa. Di conseguenza, il costo del debito per un'impresa diventa $Cd \times (1 - t)$.

Metodologicamente il calcolo viene effettuato partendo dai *bond* governativi a dieci anni, riferendoci alla loro quotazione media annua, osservando le rilevazioni di valore su base giornaliera a cui va aggiunto lo spread medio applicato dal mercato del credito all'impresa, in funzione di una sua rischiosità specifica.

Tra i fattori influenzanti la determinazione del costo del debito ve ne sono due da tenere in particolare considerazione:

- il livello corrente dei tassi di interesse;
- il rischio di *default* dell'impresa.

Il primo influenza direttamente il tasso *riskfree*, ovvero implica la possibilità per l'investitore di impiegare risorse finanziarie in attività prive sia di rischio di tasso di

interesse che di rischio di credito, mentre il secondo, provoca l'effetto di aumentare il rischio finanziario a carico dell'impresa che si sovraespone.

Nei mercati dei capitali, il giudizio sintetico che determina il grado di salute di un'impresa è il *rating*, che consiste in un giudizio sintetico espresso da agenzie all'uopo preposte (Moody's, Standard & Poor's, Fitch), ovvero soggetti di diritto privato che esprimono giudizi critici/valutazioni anche nei confronti di soggetti pubblici.

Appare di tutta evidenza la correlazione che lega il *rating* come sopra definito ed il costo del capitale di debito. Infatti quanto migliore è il *rating* assegnato al debito, tanto minore è il rischio di default dell'impresa e, quindi, tanto minore è anche il costo dell'indebitamento, poiché gli investitori chiederanno un rendimento contenuto, atteso che il rischio da remunerare è considerato basso dal mercato dei capitali.

L'ultimo degli "ingredienti" da analizzare prima di comporre l'intero mosaico valutativo che consentirà di esprimere il *value in use* o il *fair value*, è il c.d. *terminal value*, che si definisce come il valore attuale dei flussi di cassa operativi che si manifesta solo dopo il periodo di pianificazione esplicita degli stessi. Nella prassi valutativa diffusa il TV è determinato attualizzando l'ultimo flusso di cassa pianificato in esplicito, opportunamente normalizzato.

L'obiettivo del processo di normalizzazione consiste nell'individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda, eliminando elementi di casualità, non ripetibilità e non pertinenza.

Quanto alle variabili da considerare nella determinazione del TV, per ognuna di quelle ritenute rilevanti per procedere ad una valutazione che risponda a criteri di equilibrio e sostenibilità finanziaria si forniscono considerazioni operative:

1. le stime considerate nel TV = devono essere supportate da evidenze esterne, come studi di settore, *report* di analisti finanziari, ecc.
2. normalizzazione del reddito = sia sulla base della ciclicità del *business* che tenendo presenti le azioni intraprese dai competitors in contesti di particolare effervescenza di mercato;
3. marginalità = deve essere posta in relazione sia con la storica che con quella prevista dalla pianificazione in esplicito, al fine di verificarne la coerenza nel tempo, in contesti di particolare effervescenza di mercato;
4. investimenti = considerare l'ammontare necessario a mantenere la capacità di generazione cassa oltre la pianificazione esplicita senza includere:

- flussi in uscita derivanti da piani di ristrutturazione sui quali non vi è ancora un'assunzione di impegno da parte del *management* aziendale;
- flussi in uscita derivanti da ottimizzazioni o miglioramenti.

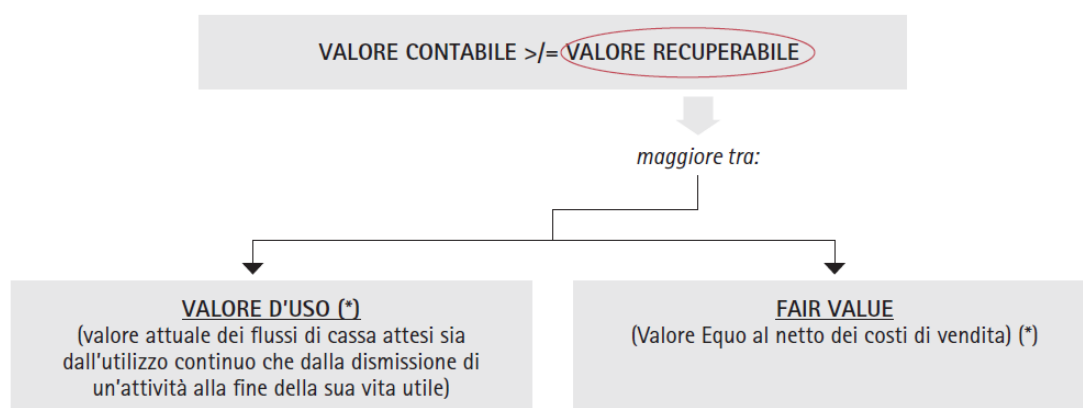
L'approccio “*steady state*” (equivalenza ammortamenti = investimenti), può essere usato anche in presenza di tassi di crescita (g) positivi, a patto che si tratti di tassi di crescita solo nominali in un contesto di dinamica prezzi di beni di investimento in flessione e/o *flat*;

5. NWC = deve esserne valutato l'impatto in termini di rilascio/assorbimento di liquidità in connessione con flusso di cassa normalizzato;

6. Tasso di crescita (g) = sarebbe bene non eccedesse mai il tasso medio di crescita di lungo termine relativo ai settori industriali in cui l'impresa opera.

1.3 Rilevazione e determinazione di una perdita durevole di valore

Una volta calcolate le grandezze di cui sopra, occorre confrontarle per evincere quale sia la maggiore tra le due; dopodiché occorre confrontare la risultante con il valore contabile al quale è iscritta l'attività. Tale valore contabile, per poter essere preservato nell'attivo patrimoniale, deve essere maggiore/uguale del maggiore tra il *fair value* ed il *value in use*; diversamente, l'attività stessa dovrà essere svalutata con impatto nel Conto economico, salvo il ripristino del valore qualora, negli esercizi successivi, dovessero venire meno le condizioni che avevano generato la svalutazione²⁸.



(*) Non è necessario effettuare sia la stima del *valore d'uso* sia del *fair value*. Se uno dei due è > del valore contabile è già soddisfatta la condizione per la quale non procedere a svalutare l'attività.

Fonte: A. Volpe, *L'impairment test del goodwill nel bilancio consolidato: implicazioni tecnico-valutative, organizzative e di governance*, in Società e Contratti, Bilancio e Revisione, n. 1/2019, p. 62.

²⁸ Cfr. A. Volpe, *L'impairment test del goodwill nel bilancio consolidato: implicazioni tecnico-valutative, organizzative e di governance*, in Società e Contratti, Bilancio e Revisione, n. 1/2019, pag. 62.

Nel caso in cui il valore recuperabile sia inferiore al valore contabile, è necessario iscrivere immediatamente una perdita di valore. In base al Principio IAS 36, occorre rilevare una perdita di valore nel momento in cui essa viene determinata, a prescindere da valutazioni relative al profilo temporale e alla probabilità della perdita.

Nel caso di una singola attività, lo IAS 36 prevede, in linea generale, che la perdita sia iscritta in conto economico.

Tuttavia, per le attività che sono valutate a “valore rivalutato”, la svalutazione deve essere iscritta come riduzione della riserva di rivalutazione iscritta nel patrimonio netto fino a concorrenza della stessa e poi eventualmente nel conto economico per la differenza residua.

Ad esempio, lo IAS 16 prevede, con riferimento alle attività materiali valutate con il criterio del valore rivalutato, l’applicazione del c.d. trattamento asimmetrico con obbligo di riassorbimento. Tale trattamento si definisce asimmetrico poiché, in linea generale, i plusvalori sono trattati in conto capitale (con effetti, pertanto, solo sul patrimonio netto) e i minusvalori, invece, sono addebitati al Conto economico.

Tuttavia, in virtù della previsione dell’obbligo di riassorbimento, la perdita di valore non va sempre e comunque addebitata in conto economico, bensì trattata in conto capitale fino ad azzeramento della riserva di rivalutazione e solo per la parte eccedente iscritta in conto economico.

Infine, l’iscrizione della perdita implica la rilevazione delle connesse attività fiscali differite e con riferimento ai beni ammortizzabili, la rettifica delle quote di ammortamento negli esercizi successivi, al fine di adeguarle al nuovo valore contabile e/o alla nuova vita utile residua del bene.

Successivamente alla rilevazione della perdita di valore, l’impresa deve verificare ad ogni data di bilancio, qualora esistano indicazioni che i fattori che avevano giustificato la precedente svalutazione siano venuti meno e che la perdita si sia ridotta o annullata.

Gli indicatori del possibile ripristino di valore di un’attività, rispecchiano fondamentalmente le fonti informative già utilizzate per accertare i sintomi di *impairment*.

La misura del valore ripristinato di un’attività diversa dall’avviamento, tuttavia, non può eccedere l’importo del valore contabile che sarebbe stato determinato, al netto di svalutazioni e ammortamenti, qualora non fosse stata rilevata la svalutazione negli esercizi precedenti.

Anche il ripristino di valore deve essere rilevato immediatamente a conto economico, a meno che si tratti di attività rivalutate al *fair value* (in base agli IAS 16 o 38); pertanto, qualora la precedente svalutazione dell'attività rivalutata non sia stata imputata a conto economico, il ripristino è considerato ad incremento della riserva di rivalutazione.

Il ripristino di valore è comunque vietato con riguardo al *goodwill*, in virtù del forte rischio che la crescita di valore sia legata all'avviamento internamente generato e non già allo storno di una precedente svalutazione.

In ogni caso, la vita utile, il valore residuo e il metodo di ammortamento devono essere riconsiderati, anche se non si procede ad alcun ripristino del valore del cespite.

1.4 Il ripristino di valore dopo una precedente svalutazione

Lo IAS 36, affronta la problematica connessa ai ripristini di valore. Il presupposto su cui si fonda tale problematica, è rappresentato dalla presenza di indicazioni secondo le quali, la perdita durevole di valore di un'attività, potrebbe essere venuta meno o essersi ridotta nella sua misura. Ad ogni esercizio l'impresa deve valutare se vi siano indicazioni che le perdite per riduzione di valore rilevate nei precedenti esercizi si siano ridotte in tutto o in parte. Se tali indicazioni vi siano, occorre procedere al ricalcolo del valore recuperabile al ripristino del valore contabile precedente. Il ripristino del precedente valore, tuttavia non potrà avvenire integralmente.

Le indicazioni provengono dalle stesse fonti di informazione interne o esterne indicate prima e denotano la presenza di sintomi opposti a quelli indicati, in particolare:

a) per le fonti esterne di informazione, devono essere verificate o un aumento significativo del valore di mercato del bene o del gruppo di beni svalutati; o un cambiamento significativo con effetto favorevole nell'ambiente tecnologico di mercato, economico o legale; o una riduzione dei tassi di mercato che comporta una riduzione del tasso di attualizzazione ai fini del calcolo del valore d'uso.

b) Per le fonti interne di informazione devono essere verificati o un cambiamento significativo con effetto favorevole nel modo in cui il cespite viene utilizzato (compresi i costi sostenuti nell'esercizio per migliorarne o ottimizzarne l'efficienza o ristrutturare l'azienda o ramo di azienda di cui esso fa parte); o dai *reports* gestionali deve risultare che il rendimento economico del cespite è o sarà migliore di quanto precedentemente supposto.

In queste ipotesi, la vita utile, il valore residuo e il metodo di ammortamento devono essere riconsiderati, anche se non si procede ad alcun ripristino di valore del cespite.

Il ripristino di valore riflette un aumento nella stima del servizio potenzialmente offerto da un cespite o da un gruppo di cespiti (unità generatrice di flussi finanziari), che si è verificato dalla data dell'ultima riduzione di valore. Si tratta di un cambiamento di stime contabili che deve essere identificato in coerenza col metodo del calcolo del valore recuperabile:

- a) un cambiamento nel criterio utilizzato per calcolare il valore recuperabile (passaggio da *fair value* meno i costi di vendita al valore d'uso e viceversa);
- b) se il valore recuperabile si basava sul valore d'uso, un cambiamento nell'importo dei flussi, o nella loro collocazione temporale o nel tasso di attualizzazione;
- c) se il valore recuperabile si basava sul *fair value*, un cambiamento nella stima del *fair value* meno i costi di vendita.

Non è possibile effettuare il ripristino, totale o parziale, del valore precedente per l'aumento del valore d'uso che si verifica, col passare degli esercizi, in conseguenza della riduzione del numero di anni di attualizzazione (“*unwinding*” dell'attualizzazione).

Ciò perché in questa ipotesi non vi è alcun aumento del potenziale di servizi offerti dal cespite o dal gruppo di cespiti considerati.

Il ripristino di un cespite comporta un aumento del suo valore contabile fino al limite del valore che sarebbe stato determinato (al netto di ammortamento o di svalutazione) se non fosse stata in precedenza rilevata alcuna perdita di valore.

Un ripristino che eccede tale limite costituisce, per la differenza, una rivalutazione, che deve essere rilevata come tale. Il valore dell'avviamento non può mai essere ripristinato, questo perché potrebbe esserci il pericolo, che il ripristino possa comportare una rilevazione dell'avviamento internamente generato dall'impresa (“avviamento originario”).

Il trattamento contabile del ripristino è speculare a quello della perdita per riduzione di valore: va imputato a conto economico, oppure se si tratta di beni valutati al *fair value* (IAS 16 o 38), alla riserva da rivalutazione.

Dopo il ripristino, gli ammortamenti vanno calcolati sul valore contabile ripristinato²⁹.

²⁹ OIC, *Guida all'applicazione dell'Impairment test dello IAS 36*, febbraio 2006, pagg. 59-60.

CAPITOLO II

L'APPLICAZIONE DELL'IMPAIRMENT TEST ALLE PARTECIPAZIONI

2.1 La valutazione delle partecipazioni immobilizzate

La valutazione delle partecipazioni immobilizzate in sede di predisposizione del bilancio di esercizio necessita di particolari attenzioni, soprattutto nell'attuale contesto economico caratterizzato ancora da imprese in difficoltà³⁰.

In linea generale, le partecipazioni iscritte nell'attivo immobilizzato sono valutate in base a quanto previsto dall'art. 2426, comma 1, c.c., al costo di acquisto, con la precisazione che nel costo di acquisto si computano anche i costi accessori.

Le partecipazioni in imprese controllate e collegate possono inoltre essere valutate con il metodo del patrimonio netto, come previsto dall'art. 2426, comma 1, n. 4, c.c.³¹.

Una volta iscritta la partecipazione in bilancio sulla base del prezzo d'acquisto, inclusi i costi accessori direttamente imputabili alla transazione, occorre periodicamente verificare se vi sia la necessità o meno di dover svalutare il valore di bilancio a seguito di riduzioni durevoli di valore.

Così prevede appunto il disposto dell'art. 2426, comma 1, c.c. in tema di valutazione delle immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie laddove indica che *“l'immobilizzazione che, alla data di chiusura dell'esercizio, risulti durevolmente di valore inferiore a quello determinato secondo i nn. 1) e 2), ossia al costo di acquisizione, deve essere iscritta a tale minor valore”*.

Il dettato normativo, per definizione “generico”, deve essere necessariamente interpretato sulla base delle indicazioni fornite dai principi contabili nazionali, ed in particolare nel caso di specie dall'OIC 21, Partecipazioni, nella versione da ultimo emendata il 29

³⁰ Cfr. A. Savoia, *L'impairment test delle partecipazioni iscritte nelle immobilizzazioni finanziarie*, in Il fisco, n. 27/2019, pag. 2659.

³¹ Sono considerate società controllate:

1. le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria;
2. le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria;
3. le società che sono sotto l'influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa.

Ai fini dell'applicazione dei numeri 1) e 2) del primo comma si computano anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persona interposta: non si computano i voti spettanti per conto di terzi.

Sono considerate collegate le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole. L'influenza si presume quando nell'assemblea ordinaria, può essere esercitato almeno un quinto dei voti, ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in mercati regolamentati.

dicembre 2017, al quale rinvia anche il principio contabile OIC 17, Bilancio consolidato e metodo del patrimonio netto, con riferimento alle partecipazioni valutate con il metodo del patrimonio netto (§ 173).

Nel corso del tempo la prassi professionale³² ha fornito tuttavia una chiave di lettura più ampia dell'OIC 21, arrivando ad estendere il concetto di valore recuperabile previsto per le immobilizzazioni tecniche, e segnatamente dall'OIC 9, Svalutazioni per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali, anche alle partecipazioni immobilizzate.

Tale impostazione va ora esaminata anche alla luce delle successive indicazioni fornite nell'ambito dell'OIC 11, Finalità e postulati del bilancio d'esercizio, approvato il 22 marzo 2018 ed applicabile, salvo quanto previsto in tema di continuità aziendale, ai bilanci aventi inizio dal 1° gennaio 2018 o da data successiva³³, e pertanto, con riferimento alla generalità delle imprese con esercizio coincidente con anno solare, ai bilanci riferiti al 31 dicembre 2018.

2.2 Il procedimento dell'*impairment test*

Per quanto riguarda le imprese che applicano gli IAS - IFRS³⁴ ai sensi del D.Lgs. n. 38/2005 (le quali classificano le attività in correnti e non correnti e non più in immobilizzazioni e attivo circolante) l'*impairment* delle attività finanziarie è così disciplinato:

a) Partecipazioni in imprese controllate, collegate e in *joint ventures*: IAS 36, a meno che non sia applicabile lo IAS 39³⁵;

³² CNDCEC, *Aspetti metodologici della valutazione delle partecipazioni (al fair value) nel bilancio separato redatto in conformità agli IAS/IFRS*, agosto 2017, pag. 21. Il documento, ancorché rappresenti una guida di prassi professionale per la redazione dei bilanci di società che applicano i principi contabili internazionali, dedica, al contempo, anche un apposito paragrafo alle valutazioni delle partecipazioni nel sistema codicistico e dei principi contabili nazionali.

³³ Cfr. § 46, OIC 11.

³⁴ Per un approfondimento sui temi e sulle applicazioni dei principi contabili internazionali cfr. F. Di Lazzaro, T. Fabi, M. Tezzon, *Principi contabili internazionali: temi e applicazioni*, Giappichelli, Torino, 2018 che tratta i concetti di base contenuti nel nuovo *Framework* degli IFRS recentemente pubblicato dallo IASB, analizzandone i contenuti nell'ambito dei singoli principi.

Gli elementi concettuali degli IFRS sono approfonditi sia negli standard storici (ad esempio attività materiali e fondi rischi) sia in quelli di più recente omologazione (quali, ricavi, leasing e strumenti finanziari).

³⁵ Lo IASB - *International Financial Reporting Standards Interpretation Committee (IFRS Interpretation Committee)* - si è chiesto se dovessero essere meglio specificate le norme tecniche inerenti la svalutazione delle partecipazioni iscritte in bilancio con il criterio del costo. L'IFRIC aveva ricevuto nel 2012 una richiesta di chiarimento in merito all'identificazione delle disposizioni di riferimento per misurare l'*impairment loss* di partecipazioni in collegate nel bilancio separato; più specificamente, il quesito chiedeva se il riferimento dovesse essere lo IAS 36 - Riduzione di valore di attività, o lo IAS 39. In quella sede, il

b) Altre attività finanziarie: IAS 39.

Al riguardo, lo IAS 36 traccia le linee guida per l'applicazione del *test di impairment* in termini generali, senza differenziare tra *asset* di specie diversa.

Un primo elemento di complessità nella valutazione di una partecipazione è legato al fatto che l'*asset* in parola è un filtro giuridico che sottende un insieme complesso di altri elementi. La partecipazione, infatti, esprime la quota di interessenza nel capitale di un'altra società; quest'ultima, a sua volta, è l'insieme articolato e complesso di beni, diritti e impegni; è cioè una azienda.

La partecipante deve, peraltro, determinare a ogni data di riferimento del bilancio se vi è qualche obiettiva evidenza che una partecipazione abbia subito una riduzione di valore. Una partecipazione ha subito una riduzione di valore e le perdite per riduzione di valore sono sostenute se, e soltanto se, vi è l'obiettiva evidenza di una riduzione di valore in seguito a uno o più eventi che si sono verificati dopo la rilevazione iniziale dell'attività e tale evento o tali eventi hanno un impatto sui futuri flussi finanziari della partecipazione che possono essere stimati attendibilmente³⁶. Al contrario, le perdite attese come risultato di eventi futuri, indipendentemente dalla loro probabilità, non sono rilevate.

La valutazione di una partecipazione implica pertanto la stima preliminare del valore dell'azienda facente capo alla società partecipata. La determinazione del valore recuperabile di una partecipazione è dunque tema connesso a quello della valutazione d'azienda, dove l'azienda è quella della società partecipata.

Comitato ha chiarito che il combinato delle disposizioni contenute nei paragrafi 4 e 5 dello IAS 36 e del paragrafo 2(a) dello IAS 39 prevedono che le partecipazioni in controllate, *joint venture* e collegate che non sono contabilizzate in conformità allo IAS 39 rientrano nell'ambito di applicazione dello IAS 36. Ne consegue che le partecipazioni iscritte al costo (sia nel bilancio d'esercizio, sia nel bilancio consolidato) sono soggette all'*impairment test* dello IAS 36.

³⁶ Gli eventi dai quali può desumersi una riduzione di valore possono essere: a) significative difficoltà finanziarie dell'emittente; b) la probabilità che la partecipata venga sottoposta ad una procedura concorsuale; c) la scomparsa di un mercato attivo della partecipata dovuta a difficoltà finanziarie; d) dati rilevabili che indichino l'esistenza di una diminuzione sensibile nei flussi finanziari stimati sin dal momento della rilevazione iniziale della partecipazione, quali condizioni economiche locali o nazionali o cambiamenti sfavorevoli nelle condizioni dell'industria. In aggiunta a tali eventi, l'obiettiva evidenza di riduzione di valore di una partecipazione include informazioni circa importanti cambiamenti con un effetto avverso che si è verificato nell'ambiente tecnologico, di mercato, economico o legale in cui l'emittente opera, e indica che il costo dell'investimento può non essere recuperato. Una diminuzione significativa o prolungata di *fair value* di una partecipazione al di sotto del suo costo è inoltre un'evidenza obiettiva di riduzione del valore. Il principio contabile internazionale ha, peraltro, cura di precisare che la scomparsa di un mercato attivo dovuta al fatto che le partecipazioni non sono più pubblicamente negoziate non è evidenza di una riduzione di valore. Del pari un declassamento nel merito di credito di una partecipazione non costituisce, di per sé, una evidenza di una riduzione di valore, sebbene ciò possa essere indicativo di una riduzione di valore se considerato congiuntamente ad altre informazioni disponibili. Infine, una diminuzione di *fair value* della partecipazione al di sotto del suo costo non è necessariamente indicazione di riduzione di valore.

Vi è poi un ulteriore elemento di complessità. La valutazione della società partecipata non si riflette in termini diretti e con automatismi parametrici nel valore della partecipazione in tale società e nel prezzo a cui tale partecipazione può essere scambiata sul mercato. Una partecipazione, infatti, ha un valore, e un ipotetico prezzo di scambio, non necessariamente proporzionali alla quota di interessenza nella società partecipata. Vi sono elementi di «specificità» della partecipazione, che incidono sul valore/prezzo di questa ma sono estranei al valore della società partecipata³⁷.

Tali elementi di specificità dell'*asset* di secondo livello (la partecipazione), prescindono dagli *asset* di primo livello (l'azienda della società partecipata) che la partecipazione sottende.

Pertanto, la valutazione di una partecipazione prende avvio dalla valutazione dell'azienda della società partecipata, per poi discostarsi da questa per effetto della valorizzazione di elementi di «specificità» propri della partecipazione medesima.

Gli elementi di complessità sopra illustrati richiedono che le disposizioni dello IAS 36, formulate «in generale» per tutti gli *asset*, siano lette e interpretate alla luce delle particolari caratteristiche dell'*asset* considerato. Pertanto:

- i) la determinazione del valore di una partecipazione postula la preliminare stima del valore della società partecipata;
- ii) il valore di una partecipazione, e il suo ipotetico prezzo di scambio, non sono necessariamente proporzionali alla quota di interessenza nella società partecipata³⁸.

In tale ambito, è interessante osservare che il *test di impairment* si svolge necessariamente su un terreno in cui l'area «amministrazione» e l'area «finanza» sono chiamate a cooperare e a intrecciare le loro competenze. La valutazione di una partecipazione, infatti, implica la stima del valore³⁹ della società partecipata, sulla base dei principi e delle tecniche della finanza aziendale⁴⁰.

³⁷ Si pensi all'entità del pacchetto azionario detenuto (partecipazione di controllo o di minoranza), alla sua liquidabilità, ai diritti amministrativi e patrimoniali che la partecipazione attribuisce al suo detentore, alla coesione del capitale residuo, alle sinergie che lo specifico detentore è in grado di realizzare grazie alla integrazione dell'attività della partecipata con le proprie.

³⁸ Ciò determina il sorgere di particolari problematiche applicative dell'*impairment test*.

³⁹ Il valore economico del capitale è divenuto uno dei più diffusi indicatori della *performance* aziendale: sempre più infatti, le aziende di governo assunte dal *management* vengono valutate in relazione alla loro capacità di creare valore per i soggetti proprietari dell'impresa. Sul tema cfr. F. Di Lazzaro, *La performance del valore. Per l'analisi aziendale*, Giappichelli, Torino, 2013.

⁴⁰ Cfr. L. Pozza, C. Mancini, *IAS 36- Impairment of assets: il test di impairment nella valutazione delle partecipazioni*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 2006, pagg. 56-57

Nasce così una sorta di «ponte informativo» tra l'area amministrazione e l'area finanza. Infatti, le problematiche di trattamento contabile delle partecipazioni (tra queste, l'*impairment test*), che competono ai redattori del bilancio, e dunque alla funzione amministrativa, vengono a intrecciarsi e sovrapporsi con i temi fondamentali della determinazione del valore, propri della funzione finanziaria.

Al fine di garantire una applicazione del *test di impairment* alle partecipazioni coerente con gli obiettivi e i principi che ispirano la formulazione dello IAS 36 e il più ampio *framework* in cui tale *standard* si inserisce, è essenziale in primo luogo approfondire quali siano i principi fondamentali che devono ispirare le stime di valore rilevanti ai fini dell'*impairment test* (il *fair value* e il *value in use*). Tali principi orientano poi le metodologie valutative da seguire.

Anzitutto va osservato che la stima del valore recuperabile di una partecipazione ha quale base di riferimento primaria i flussi attesi. Si tratta, più precisamente, dei flussi che potranno derivare dalla partecipazione: flussi ottenibili dalla sua vendita, per il *fair value*, flussi connessi alla sua detenzione, per il *value in use*. Ciò emerge chiaramente proprio dalle definizioni generali di *fair value* e *value in use* date dallo IAS 36: il *fair value* è «l'ammontare ottenibile dalla vendita di un'attività (...) in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili, dedotti i costi della dismissione»; il *value in use* è «il valore attuale dei flussi finanziari futuri che si prevede abbiano origine da un'attività»⁴¹. L'assunto alla base di tale impostazione è che il valore di un *asset* è funzione diretta dei flussi finanziari ottenibili dallo stesso indirettamente, attraverso cioè il suo utilizzo (*value in use*), ovvero direttamente, mediante la sua vendita (*fair value*).

È evidente che, nel caso dell'*asset* partecipazione, i flussi che il possessore può ricavare (direttamente e indirettamente) dall'investimento dipendono in via immediata dai flussi autonomamente producibili dalla società partecipata.

Nel caso del *value in use*, di fatto, le due categorie di flussi (quelli generati dalla partecipata e quelli rivenienti alla partecipante) tendono a sovrapporsi. Infatti, nel lungo termine, i flussi generati dalla società partecipata rifluiscono alla società partecipante, naturalmente filtrati dalla quota di partecipazione. Secondo lo IAS 36, più precisamente, la determinazione del *value in use* deve fondarsi sulle previsioni dei flussi finanziari formulate dal *management* e riflesse nei piani economico-finanziari periodicamente

⁴¹ IAS 36, § 6.

approvati. Il principio in parola definisce in dettaglio i criteri che devono ispirare la stima di tali flussi.

I flussi attesi dalla società partecipata assumono un rilievo preminente anche per il *fair value*. Quest'ultimo, come si è visto, è il prezzo che può essere fatto in una libera transazione tra parti consapevoli e disponibili avente ad oggetto la partecipazione. Tale prezzo, peraltro, a sua volta esprime e sintetizza le attese del mercato circa i flussi che l'impresa partecipata sarà in grado di generare in futuro⁴². Dunque, anche il *fair value*, come il *value in use*, riflette le stime dei flussi futuri della società partecipata; stime, in questo caso, formulate dal mercato, e non dal *management*.

In particolare:

- se esiste un accordo vincolante di vendita della partecipazione tra parti indipendenti, il prezzo definito in tale accordo, al netto dei costi di dismissione, rappresenta il *fair value*. In questo caso, i flussi attesi della partecipata sono valorizzati nel prezzo convenuto;
- se non esiste alcun accordo vincolante di vendita, ma la partecipazione è scambiata in un mercato attivo, il *fair value* è costituito dal prezzo d'offerta corrente (*bid price*) o, in sua assenza, dal prezzo fatto nella transazione più recente. Anche in questo caso i flussi attesi sono apprezzati nelle quotazioni di Borsa della società partecipata ovvero valorizzati nei prezzi fatti in transazioni recenti;
- se non esiste alcun accordo vincolante di vendita, né la partecipazione ha un proprio mercato attivo di riferimento, il *fair value* è stimato sulla base dei criteri di valutazione propri della finanza aziendale, considerando anche recenti transazioni comparabili.

In tal caso, il riferimento ai flussi attesi della società partecipata è imprescindibile. La teoria della finanza, infatti, postula la dipendenza del valore del capitale d'impresa dai flussi che la stessa è in grado di produrre. Lo IAS 36 peraltro non prescrive - come per il *value in use* - l'utilizzo di un criterio di valutazione fondato sull'attualizzazione dei flussi attesi; viene lasciata al redattore del bilancio ampia libertà nella scelta della metodologia di stima da adottare⁴³. In ogni caso, a prescindere dal criterio valutativo impiegato, occorrerà esplicitare come siano state considerate le attese sui flussi futuri della società partecipata. Sarà pertanto frequente il ricorso ai medesimi criteri di stima utilizzati per il calcolo del

⁴² «In other words, fair value less costs to sell reflects the market's expectations of the future cash flows for an assets after the market's consideration of the time value of money and the risks inherent in receiving those cash flows, less disposal costs»: IAS 36, *Basis for conclusions*, BCZ32.

⁴³ «IAS 36 does not preclude the use of other [rispetto ai criteri fondati sull'attualizzazione dei flussi finanziari attesi] valuation techniques in estimating fair value less costs to sell»: IAS 36, *Basis for conclusions*, BC58.

value in use (fondati sull'attualizzazione dei flussi) con, in aggiunta, il riferimento alle evidenze di eventuali transazioni ritenute comparabili.

Dunque, sia il *value in use* sia il *fair value* riflettono le previsioni dei flussi futuri della società partecipata. Il primo (*value in use*), esprime le stime dei flussi attesi formulate, all'interno della società, dal *management*, sulla base di informazioni anche strategiche e di natura « privata » non sempre note al mercato, e comunque, se note, non necessariamente condivise dagli operatori; il secondo (*fair value*), riflette le attese del mercato circa i flussi che l'impresa sarà in grado di generare in futuro, attese espresse e sintetizzate nel prezzo di una libera transazione tra parti consapevoli e disponibili⁴⁴. Lo IAS, definendo il valore recuperabile di una partecipazione come il maggiore tra *fair value* e *value in use*, non esprime alcuna preferenza tra le previsioni di flussi futuri formulate dal *management* e quelle del mercato.

Lo IAS 36, peraltro, nonostante l'uguale apprezzamento dato alle previsioni del mercato e del *management*, richiede l'attenta considerazione del mercato. Anche la stima del *value in use*, che si basa sulle previsioni dei flussi futuri formulate dal *management*, deve infatti essere fondata su ipotesi e parametri di mercato. Tutte le scelte valutative (tra queste, in particolare, la determinazione del saggio di attualizzazione, la scelta del tasso di crescita di medio lungo termine g, ecc.) devono affondare le proprie radici nel mercato.

2.3 Il *fair value less costs to sell* delle partecipazioni di controllo e di collegamento e delle partecipazioni in *joint venture*

Il *fair value less costs to sell*⁴⁵ delle partecipazioni di controllo e di collegamento e delle partecipazioni in *joint ventures* è determinato nel modo seguente: prezzo pattuito in un accordo vincolante di vendita fra parti indipendenti, al netto dei costi diretti di vendita; in mancanza, prezzo desunto da transazioni recenti aventi ad oggetto la partecipazione considerata o partecipazioni analoghe. Non vi è, invece, un mercato attivo per le

⁴⁴ Cfr. L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, 2005, pagg. 810 ss.

⁴⁵ La migliore evidenza del *fair value* (al netto dei costi di vendita) è data dal prezzo pattuito in un accordo vincolante di vendita (*binding sale agreement*) in una operazione fra parti indipendenti, rettificato dei costi attribuibili direttamente alla cessione dell'*asset*. Se, per un determinato cespite, non vi è alcun accordo vincolante di vendita, ma è commercializzato in un mercato attivo il valore ricercato è pari al prezzo corrente di mercato (alla data di riferimento della valutazione) al netto dei costi di dismissione. Va considerato il prezzo corrente dell'offerta; se esso non è disponibile, si deve far ricorso al prezzo della transazione più recente. Se non esistono né un accordo vincolante, né un mercato attivo, va stimato il prezzo ottenibile in una libera contrattazione tra parti consapevoli e disponibili, al netto dei costi di dismissione, tenendo conto dei risultati di transazioni per beni analoghi effettuate all'interno dello stesso settore industriale.

partecipazioni in questione, perché, anche se si tratta di azioni quotate, le quotazioni dei mercati finanziari sono riferite sempre a partecipazioni di minoranza e non tengono conto dei premi di controllo⁴⁶.

Se si tratta di azioni non quotate o di partecipazioni non azionarie, è ben difficile reperire informazioni basate su transazioni avvenute.

Pertanto, il parametro al quale più comunemente può farsi ricorso è quello costituito dal valore d'uso, determinato in base all'attualizzazione dei flussi finanziari futuri.

2.4 I flussi finanziari futuri per la determinazione del valore d'uso

Con specifico riferimento al calcolo del *value in use*, lo IAS 36 richiede che la stima dei flussi finanziari sia condotta in modo rigoroso e secondo principi di prudenza. Tale «atteggiamento» è richiesto solo nel calcolo del *value in use*, in ragione del fatto che quest'ultimo, a differenza del *fair value*, non si forma nel mercato quale risultato di forze (la domanda e l'offerta) contrapposte, ma dipende significativamente dalle valutazioni del *management* della società.

Nel calcolo del *value in use*, in particolare, le proiezioni dei flussi futuri devono fare riferimento ai più recenti piani economico-finanziari formalmente approvati dalla direzione aziendale. Con riguardo alla valutazione delle partecipazioni, si ritiene che l'approvazione formale debba essere quella del *management* della società partecipata, senza che sia necessario l'ulteriore «sigillo» formale del *management* della società partecipante. Appare sufficiente che le proiezioni della partecipata siano condivise e fatte proprie dal *management* della società partecipante mediante la loro inclusione nei piani di tale ultima società.

È poi richiesta una verifica attenta, rigorosa e motivata delle ipotesi su cui si fondano le previsioni dei flussi formulate dal *management*⁴⁷.

Nell'ambito della verifica delle ipotesi assunte alla base delle previsioni, è essenziale il riscontro della coerenza tra i flussi prospettici e quelli storici. In tale prospettiva, occorre:

⁴⁶ Cfr. *Guida all'applicazione dell'impairment test dello IAS 36*, a cura della Commissione per i principi contabili, febbraio 2006.

⁴⁷ Ciò per garantire la sostenibilità e la ragionevolezza di tali previsioni. Il redattore del bilancio, infatti, «deve basare le proiezioni dei flussi finanziari su presupposti ragionevoli e sostenibili in grado di rappresentare la miglior stima effettuabile da parte della direzione aziendale di una serie di condizioni economiche che esisteranno lungo la restante vite utile dell'attività»: cfr. IAS 36, § 33 a).

- i) valutare la ragionevolezza delle ipotesi su cui si fondano le stime, esaminando « le cause delle differenze tra le proiezioni dei flussi finanziari passati e i flussi finanziari presenti» e
- ii) “assicurare che le ipotesi su cui si basano le attuali proiezioni di flussi finanziari siano coerenti con i risultati effettivi passati”⁴⁸, considerando peraltro gli effetti di circostanze o eventi intervenuti successivamente⁴⁹.

Le stime dei flussi attesi devono inoltre essere sempre ispirate ad una «logica conservativa». In tale ottica, lo IAS 36 definisce alcune «restrizioni» alla libertà del *management* nella formulazione delle previsioni:

- le stime dei flussi devono considerare l'*asset* (l'impresa partecipata, nel nostro caso) nelle sue condizioni di funzionamento correnti, senza tenere conto di benefici e miglioramenti di *performance* potenzialmente derivanti da future ristrutturazioni o «ottimizzazioni», salvo il caso in cui tali processi siano già stati implementati e avviati con il conseguente sostenimento di costi;

- le stime analitiche dei flussi finanziari attesi devono riferirsi ad archi temporali non superiori ai cinque anni; le previsioni che vanno al di là di tale periodo, infatti, sono ritenute scarsamente attendibili;

- al di là del periodo di previsione analitica, le proiezioni devono essere svolte considerando un tasso di crescita «g» non aggressivo, stabile o in diminuzione, e comunque non superiore a quello medio del settore di appartenenza.

Le «cautele» descritte, da adottare nella stima dei flussi attesi della società partecipata, non devono comunque ledere la significatività del valore cui si perviene. Il *value in use* di una partecipazione, come detto, è il valore che il soggetto detentore si attende di recuperare in futuro attraverso la produzione di flussi finanziari da parte dell'impresa partecipata. Tale valore, per essere significativo, anche ai fini del confronto con il dato contabile, oltre che razionale e prudente, deve essere «aggiornato». Il *value in use*, pertanto, non può limitarsi a valorizzare le capacità che la partecipata ha già raggiunto in passato e può ragionevolmente mantenere in futuro; esso deve anche considerare e apprezzare le potenzialità future della società oggetto di stima, seppure con le attente verifiche e le numerose cautele sopra richiamate. Il *value in use*, infatti, deve rappresentare «la miglior

⁴⁸ IAS 36, § 34.

⁴⁹ L'importanza della coerenza tra stime e risultati storici emerge chiaramente dalla lettura dello IAS 36, *Basis for conclusions*, BC64.

stima effettuabile da parte della direzione aziendale di una serie di condizioni economiche che esisteranno lungo la restante vita dell'impresa».

2.5 Il *Discounted Cash Flow Method*

Per quanto riguarda le società collegate, può verificarsi che la partecipante non possa disporre di tutte le informazioni necessarie per la stima del valore d'uso.

Anche se non si tratta di un metodo da impiegare in via esclusiva, le preferenze dello IASB vanno al metodo denominato D.C.F. - *Discounted Cash Flow*, ben noto nella teoria delle valutazioni di aziende e di partecipazioni di controllo, col quale si determina il valore dell'attivo lordo dell'azienda (*enterprise value*) attraverso l'attualizzazione del *Free cash flow* di una serie di esercizi futuri (5/7 esercizi) e del valore finale al termine del periodo di valutazione analitica e si detrae poi il valore di mercato del debito finanziario (o, più semplicemente, il valore contabile della posizione finanziaria netta) ottenendo così l'*equity value*, ossia il valore del patrimonio netto⁵⁰.

Da tale valore, che è pari al 100% della partecipazione, si passa poi al valore della partecipazione di controllo o di collegamento applicando premi di maggioranza o sconti di minoranza, come indicato dalla dottrina aziendalistica.

Il valore dell'attivo lordo e del patrimonio netto dell'azienda può essere determinato anche con l'impiego di appropriati "multipli di mercato": multipli di società quotate comparabili o di transazioni comparabili.

Anche se i metodi finanziari, ed in particolare il D.C.F., sono quelli preferiti dallo IASB ed i più applicati da parte delle banche d'affari e degli analisti finanziari, va tenuto presente che nel nostro Paese esiste una tradizione consolidata di applicazione di altri metodi di valutazione delle aziende e delle partecipazioni di controllo e di collegamento: metodo patrimoniale, semplice e complesso; metodo misto patrimoniale-reddituale; metodo reddituale.

Poiché le attuali tendenze dello IASB in materia di determinazione del *fair value* sono orientate verso i criteri indicati in un recente, importante, documento del FASB statunitense "*Fair Value Measurements*", il quale, in tema di tecniche di valutazione prende in considerazione anche i flussi reddituali futuri stimati dagli operatori di mercato (*income*

⁵⁰ Il metodo di valutazione del capitale economico basato sui flussi di cassa attualizzati (*Discounted Cash Flow* - DCF) esprime un valore prospettico basato sulla capacità della stessa di produrre liquidità, ossia di remunerare il capitale proprio e di terzi. Il DCF, nella sua accezione *equity side* o *levered*, utilizza i flussi di cassa disponibili per i soci; nella versione *asset side* o *unlevered*, invece, si basa sui flussi finanziari disponibili a livello operativo.

approach) ed i costi correnti di sostituzione (*cost approach*), deve ritenersi che i metodi sopra menzionati, correntemente applicati nel nostro Paese, siano anche essi idonei, al pari dei metodi finanziari, a determinare il valore d'uso delle partecipazioni; tenendo presente che, a tali fini, i flussi reddituali considerati o i costi correnti di sostituzione, o gli altri parametri da impiegare nella stima, sono quelli determinati dal *management* dell'impresa e non necessariamente quelli tratti dal mercato finanziario.

2.6 La verifica di recuperabilità delle partecipazioni nei bilancio OIC

Come già anticipato, le definizioni di “valore recuperabile”, “valore d'uso” e *fair value* sono state originariamente previste dal principio contabile internazionale IAS 36.

Le stesse definizioni sono ora rinvenibili anche nella prassi contabile nazionale nell'ambito dell'OIC 9, elaborato per la prima volta nel 2014 appositamente per disciplinare le svalutazioni per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali, comportando un riordino generale della tematica e un miglior coordinamento con le disposizioni degli altri principi contabili nazionali OIC, in particolare modo l'OIC 16, Immobilizzazioni materiali, e l'OIC 24, Immobilizzazioni immateriali.

A differenza di quanto avviene nell'ambito dei principi contabili internazionali, nell'ambito dei quali la disciplina in commento viene trattata in modo univoco per tutte le voci di bilancio, salvo quelle espressamente escluse, ed unitario nel solo IAS 36, la prassi contabile nazionale disciplina l'*impairment test* nel solo OIC 9⁵¹.

La determinazione della perdita di valore nell'ambito delle attività finanziarie è disciplinata infatti dall'OIC 20, Titoli di debito, mentre per quanto concerne le partecipazioni occorre fare riferimento a quanto previsto dall'OIC 21⁵².

Allorquando ci si accinge a valutare una partecipazione iscritta nell'attivo immobilizzato, l'estensore del bilancio non potrà infatti fare riferimento, almeno in prima battuta, alle più ampie ed articolate indicazioni dell'OIC 9, in quanto lo stesso prevede, al § 3, che “il principio si applica ai fini della valutazione delle immobilizzazioni materiali ed immateriali”, e pertanto non alle immobilizzazioni finanziarie, e – in generale - che devono

⁵¹ L'OIC 9 ha proprio lo scopo di disciplinare il trattamento contabile e l'informativa da fornire in nota integrativa per le perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali, mentre il riferimento per le riduzioni di valore relativamente alle immobilizzazioni finanziarie è lo IAS 36. Cfr. E. D'Arrigo, L. Sirianni R. Mazzetti e S. Petrucci, *Riduzioni durevoli delle attività nelle PMI*, in *Amministrazione & Finanza* n. 5/2019, pag. 19.

⁵² Tra le immobilizzazioni finanziarie, sono proprio le partecipazioni quelle che maggiormente attraggono l'attenzione degli organi di controllo e dei fruitori di bilancio, in quanto sovente il loro valore di iscrizione risulta superiore rispetto alla corrispondente quota parte di patrimonio netto e/o al relativo valore di mercato.

essere “osservate le regole contenute in altri principi contabili quando disciplinano specifiche fattispecie relative alle perdite durevoli di valore”.

Ne consegue quindi che, ai fini della determinazione della perdita di valore della partecipazione immobilizzata, occorre fare riferimento alle previsioni contenute nello specifico principio contabile di riferimento, ossia all’OIC 21⁵³.

A maggior conforto di tale impostazione si aggiunge ora anche il novellato OIC 11, il quale interviene per disciplinare, al contrario, tutti quei casi per i quali i principi contabili emanati dall’Organismo Italiano di Contabilità non contengono una apposita disciplina, colmando il vuoto di indicazioni che esisteva su tale argomento.

In forza delle previsioni contenute al § 4 dell’OIC 11 è ora previsto che per tutti i casi non disciplinati da specifici principi contabili l’estensore del bilancio possa seguire “uno specifico trattamento contabile sviluppato facendo riferimento alle seguenti fonti, in ordine gerarchicamente decrescente:

- a) in via analogica, le disposizioni contenute in principi contabili nazionali che trattano casi simili, tenendo conto delle previsioni contenute in tali principi in tema di definizioni, presentazione, rilevazione, valutazione e informativa;
- b) le finalità ed i postulati di bilancio”.

Alla luce delle ultime indicazioni dell’OIC 11, ecco quindi che è possibile delineare in modo più completo la metodologia da seguire per individuare, di volta in volta, il principio contabile nazionale applicabile da parte dell’estensore del bilancio, che può essere così riassunta:

- a) in primo luogo, si deve applicare l’apposita disciplina già prevista dai principi contabili che trattano del caso specifico;
- b) in assenza di apposita disciplina, si deve fare riferimento:
 - b.1) in via analogica alle disposizioni contenute in principi contabili nazionali che trattano casi simili, tenendo conto delle previsioni contenute in tali principi in tema di definizioni, presentazione, rilevazione, valutazione e informativa, e successivamente;

⁵³ Il principio OIC 21 stabilisce che “*Le partecipazioni sono iscritte al costo rilevato al momento dell’iscrizione iniziale. Tale costo non può essere mantenuto, in conformità a quanto dispone l’articolo 2426, comma 1, numero 3), c.c., se la partecipazione alla data di chiusura dell’esercizio risulta durevolmente di valore inferiore al valore di costo*”. Cfr. OIC 21, § 27). Da qui scaturisce un iter logico-valutativo che mira a determinare la sussistenza o meno dei presupposti per la rilevazione di una perdita durevole di valore e la sua successiva quantificazione. Pur nella sintesi del principio Oic 21, vi sono alcune indicazioni essenziali da cui il redattore di bilancio non può prescindere per decidere se mantenere il valore di iscrizione della partecipazione. Cfr. L. Menicacci, *Partecipazioni immobilizzate: la verifica di recuperabilità nei bilanci Oic*, in Guida alla Contabilità & Bilancio, n. 3 / marzo 2020, pag. 25.

b.2) alle finalità ed ai postulati di bilancio.

Nel determinare il più adeguato trattamento contabile si deve pertanto applicare, in prima battuta, lo specifico principio contabile attinente al caso oggetto di indagine e, solo nel caso in cui i principi contabili già emanati non contengono un'apposita disciplina, ci si dovrà riferire in via analogica alle disposizioni contenute in principi contabili che trattano di casi simili.

Le indicazioni contenute nell'OIC 9, il quale - si è visto - prevede che ai fini dell'applicazione dell'*impairment test* debbano essere “*osservate le regole contenute in altri principi contabili quando disciplinano specifiche fattispecie relative alle perdite durevoli di valore*”, appaiono perfettamente coerenti con questo quadro metodologico.

Individuato in tal modo il corretto principio contabile nazionale da applicare alla valutazione delle partecipazioni iscritte nell'attivo immobilizzato, occorre a questo punto fare riferimento alle previsioni indicate dall'OIC 21 per la sua pratica applicazione.

A tal riguardo l'OIC 21, al § 31, specifica che “*la perdita durevole di valore è determinata confrontando il valore di iscrizione in bilancio della partecipazione con il suo valore recuperabile, determinato in base ai benefici futuri che si prevede affluiranno all'economia della partecipante*”⁵⁴.

Una prima fase del processo valutativo, quindi, sarà quella di analisi delle condizioni economico-finanziarie della partecipata finalizzata ad accertare il carattere strutturale e non episodico o temporaneo delle perdite subite, perdite tali da intaccarne la consistenza patrimoniale.

Indicatori della presenza di perdite aventi siffatta natura possono avere origine sia interna sia esterna e possono essere esemplificati in tabella 1⁵⁵. Tali indicatori sono assimilabili ai cosiddetti *triggering events* previsti sia dall'Oic 9 nel contesto nazionale, sia dallo Ias 36 nel contesto internazionale⁵⁶.

⁵⁴ È possibile al riguardo riscontrare come la definizione di “valore recuperabile” indicata dall'OIC 9 (“*Si definisce valore recuperabile di un'attività o di un'unità generatrice di flussi di cassa il maggiore tra il suo valore d'uso e il suo fair value, al netto dei costi di vendita*”) sia in parte differente da quella indicata dall'OIC 21 (“*valore recuperabile, determinato in base ai benefici futuri che si prevede affluiranno all'economia della partecipante*”) e questo fornisce una visione del valore recuperabile della partecipazione da determinarsi in funzione dei benefici futuri, e quindi nell'accezione più vicina al concetto di “valore d'uso”, che non a quello di *fair value*. Cfr U. Sostero, E. Santesso, *I principi contabili per il bilancio di esercizio*, Egea, Milano, 2018, pag. 450; L. Fornaciari, *Principi contabili OIC*, Ipsa, Milano, 2018, pag. 124.

⁵⁵ Cfr. Oic 21, § 33-34. Un ulteriore indicatore di perdita può essere costituito dal mancato esercizio di un diritto di opzione, previsto dall'art. 2441 c.c., che abbia comportato una diminuzione del valore economico della partecipata al di sotto del valore di iscrizione della stessa nell'attivo (OIC 21, § 35).

⁵⁶ Cfr. OIC 9, § 16-18, e Ias 36, § 12.

Tabella 1 - Indicatori di perdite di valore

Indicatori interni	Indicatori esterni
<ul style="list-style-type: none">› Perdite operative divenute fisiologiche;› Eccesso di costi fissi, non riducibili nel breve periodo;› Obsolescenza tecnologica degli impianti o dei processi produttivi dell'impresa;› Perdurante stato di tensione finanziaria;› Distribuzione di dividendi che abbia comportato che la quota di patrimonio netto posseduta nella partecipata sia diventata inferiore al valore di iscrizione della stessa nell'attivo.	<ul style="list-style-type: none">› Crisi del mercato in cui opera l'impresa;› Sostanziale ribasso dei prezzi di vendita dei prodotti non bilanciato dall'adeguamento dei costi di produzione e vendita;› Nuove leggi e regolamentazioni che incidono negativamente sulla redditività dell'impresa;› Abbandono da parte del mercato dei prodotti dell'impresa a favore di prodotti alternativi;› Perdita di quote di mercato a favore di imprese concorrenti.

Fonte: L. Menicacci, *Partecipazioni immobilizzate: la verifica di recuperabilità nei bilanci Oic, cit.*, p. 26.

Per le partecipazioni quotate, il principio puntualizza il valore segnaletico dei corsi borsistici:

- un improvviso e generalizzato ribasso del valore di mercato non è ritenuto necessariamente motivo di abbattimento del costo, ancorché ciò possa costituire un primo segnale di perdita durevole di valore;
- un ribasso significativo e prolungato nel listino di una partecipazione quotata, non correlato a un generale andamento del mercato, è invece considerato indicatore di una perdita durevole, qualora sia associato a negative condizioni economico-finanziarie della partecipata, che fanno fondatamente ritenere non possibile un'inversione di tendenza (Oic 21, § 36).

Pur in presenza di tali indicatori, il *management* può comunque decidere di mantenere le partecipazioni al valore di iscrizione, qualora ritenga che la perdita di valore non abbia il carattere della "durevolezza". Secondo l'OIC 21 (§ 38), la perdita è da considerarsi durevole quando non si prevede che le ragioni che l'hanno causata possano essere rimosse in un breve arco temporale, cioè in un periodo così breve da permettere di formulare previsioni attendibili e basate su fatti obiettivi e ragionevolmente riscontrabili. In tali casi, in conformità al dettato civilistico⁵⁷, le valutazioni degli amministratori in merito al mantenimento del valore della partecipazione dovranno essere adeguatamente motivate in nota integrativa, con particolare prudenza e accuratezza. Ciò determina una valutazione

⁵⁷ Per le immobilizzazioni consistenti in partecipazioni in imprese controllate o collegate che risultino iscritte per un valore superiore a quello derivante dall'applicazione del metodo del patrimonio netto o, se non vi sia obbligo di redigere il bilancio consolidato, al valore corrispondente alla frazione di patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio dell'impresa partecipata, la differenza dovrà essere motivata nella nota integrativa (cfr. art. 2426, punto 3, c.c.).

prospettica della partecipata. Si richiede, infatti, che il *management* della stessa abbia predisposto piani e programmi tesi al recupero delle condizioni di equilibrio economico-finanziario, con caratteristiche tali da fare fondatamente ritenere che la perdita di valore abbia carattere contingente⁵⁸.

Nel rispetto del postulato della prudenza, tali piani devono dimostrare:

- concretezza;
- ragionevole possibilità di realizzazione;
- brevità di attuazione.

L'OIC 21 (§ 38) stabilisce inoltre che i piani debbano:

- risultare da deliberazioni degli organi societari;
- essere analitici così da individuare con precisione gli elementi di intervento e i benefici economici che da essi si attendono;
- definire in modo esplicito il tempo entro cui il recupero dell'equilibrio economico è atteso, che deve collocarsi comunque in un arco ridotto di esercizi futuri⁵⁹.

Dalla valutazione del carattere permanente della perdita sono esentate le partecipazioni in società acquisite in sede di costituzione, oppure in sede di inizio di attività. In tali casi, anche perdite consistenti nel primo esercizio possono essere considerate fisiologiche e non condurre a una svalutazione della partecipazione⁶⁰.

Una volta appurata la natura durevole della perdita di valore, si dovrà procedere alla stima del valore recuperabile della partecipazione. La differenza tra valore recuperabile e valore di iscrizione in bilancio della partecipazione rappresenta infatti l'ammontare da rilevare quale svalutazione ai sensi del § 31 dell'OIC 21.

In relazione ai metodi di valutazione da applicare per la determinazione del valore recuperabile, le indicazioni del principio risultano piuttosto scarse, ma traspare una predilezione per i metodi basati sui flussi, esprimendosi in termini di "*benefici futuri che si prevede affluiranno all'economia della partecipante*" (OIC 21, § 31). A ogni modo, il

⁵⁸ Cfr. CNDCEC, *Aspetti metodologici della valutazione delle partecipazioni (al fair value) nel bilancio separato redatto in conformità agli IAS/IFRS*, agosto 2017.

⁵⁹ L'OIC 9, § 23, afferma che i piani e le previsioni approvati dall'organo amministrativo in linea tendenziale non superano un orizzonte temporale di cinque anni.

⁶⁰ Dall'esercizio successivo devono in ogni caso potersi trarre indicazioni di positivo cambiamento tali da consentire il ripianamento delle perdite precedenti e comunque i risultati e lo sviluppo dell'attività devono confermare i piani e i programmi aziendali (OIC 21, § 39).

principio OIC 21 manca di un'esplicita definizione in merito. Occorre quindi fare riferimento a principi nazionali che trattano casi simili, ai sensi dell'OIC 11⁶¹. Al proposito pare opportuno riferirsi all'Oic 9, il quale stabilisce che il valore recuperabile di un'immobilizzazione, materiale o immateriale, è pari al maggiore tra il suo valore d'uso e il suo *fair value* al netto dei costi di vendita (OIC 9, § 5). Tali configurazioni di valore sono definite come segue:

- il valore d'uso è il valore attuale dei flussi di cassa attesi da un'attività;
- il *fair value* è il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione.

In altre parole, è possibile declinare i benefici futuri in termini di flusso di risorse finanziarie ritraibili o dalla vendita della partecipazione (*fair value less costs to sell*), o dalla percezione di dividendi negli esercizi a venire (flussi di reddito o flussi di cassa netti). È bene precisare che, lo stesso *fair value* di una partecipazione potrà talvolta coincidere con il valore d'uso, specie quando la sua determinazione avviene con il cosiddetto *mark to model*⁶². La distinzione pertanto non può essere così netta. Lo stesso OIC 9 precisa che, se vi è motivo di ritenere che il *fair value* approssimi il valore d'uso, non è necessario procedere alla stima di quest'ultimo. Del resto, in linea generale, non è sempre necessario stimare sia *fair value* sia valore d'uso; se uno dei due valori risulta superiore al valore contabile, l'attività non ha subito una riduzione di valore e dunque non è necessario stimare l'altro importo⁶³.

In relazione alle tecniche valutative da adottare per la determinazione del valore recuperabile della partecipazione, e nello specifico del *fair value*, sovvienne l'appendice A al principio OIC 21. Tale appendice ha la propria *ratio* nella descrizione delle tecniche da adottare per la determinazione del *fair value* delle partecipazioni, diverse da quelle di controllo, di collegamento e *joint venture*, al fine dell'attestazione richiesta in nota

⁶¹ Nei casi in cui i principi contabili emanati dall'OIC non contengano una disciplina per fatti aziendali specifici, la società include, tra le proprie politiche contabili, uno specifico trattamento contabile sviluppato facendo riferimento alle seguenti fonti, in ordine gerarchicamente decrescente: a) in via analogica, le disposizioni contenute in principi contabili nazionali che trattano casi simili, tenendo conto delle previsioni contenute in tali principi in tema di definizioni, presentazione, rilevazione, valutazione e informativa; b) le finalità e i postulati di bilancio (OIC 11, § 4).

⁶² Si pensi alle valutazioni aziendali contenute negli *equity report* rilasciati da banche d'affari e analisti finanziari, i quali individuano, attraverso l'applicazione di metodi analitici (ad esempio, Dcf) o empirici (ad esempio, i multipli), il *target price* o *fair market value* di un'azione quotata.

⁶³ OIC 9, § 20.

integrativa dall'art. 2427-bis, punto 2, c.c.⁶⁴. In tale sede, l'OIC ha modo di effettuare alcune precisazioni metodologiche che possono essere opportunamente adottate, per analogia, nella determinazione del valore recuperabile di tutte le partecipazioni immobilizzate.

Per la determinazione del *fair value* delle partecipazioni, occorre innanzi tutto verificare la presenza di un mercato attivo⁶⁵ per le stesse. In tale circostanza, il *fair value* del titolo azionario è rappresentato dal prezzo di chiusura del mercato (OIC 21, § A.1). In assenza di un mercato attivo, il *fair value* deve essere determinato attraverso tecniche di valutazione.

Per quanto concerne i metodi di valutazione da utilizzare, l'Appendice al principio OIC 21 (§ A4) individua le seguenti categorie:

- › quotazioni su mercati attivi;
- › transazioni dirette sulla partecipata oggetto di valutazione;
- › altri metodi di mercato;
- › metodi analitici di valutazione.

Risulta evidente come il principio OIC 21, in conformità alla prassi internazionale e al principio nazionale OIC 32, privilegi l'adozione di metodi che si basano su dati osservabili dal mercato (*observable inputs*). Ciò può avvenire sia traendo tali dati direttamente dal mercato, come nel caso delle quotazioni di borsa o delle transazioni dirette, sia attraverso una rettifica dei dati di mercato (prezzi di azioni simili o di transazioni comparabili), sia infine facendo ricorso a valutazioni analitiche che includano, ove possibile, elementi di mercato. Tale classificazione per livelli è ispirata ai principi contabili internazionali, da cui la definizione di *fair value*, nei quali la distinzione tra i vari livelli di *input* utilizzati nelle tecniche valutative risulta fondamentale⁶⁶.

⁶⁴ “[...] per le immobilizzazioni finanziarie iscritte a un valore superiore al loro *fair value*, con esclusione delle partecipazioni in società controllate e collegate ai sensi dell'articolo 2359 e delle partecipazioni in *joint venture*: a) il valore contabile e il *fair value* delle singole attività, o di appropriati raggruppamenti di tali attività; b) i motivi per i quali il valore contabile non è stato ridotto, inclusa la natura degli elementi sostanziali sui quali si basa il convincimento che tale valore possa essere recuperato”. (art. 2427-bis, n. 2, c.c.).

⁶⁵ Per “mercato attivo” si intende quel mercato in cui le operazioni relative allo strumento finanziario si verificano con una frequenza e con volumi sufficienti a fornire informazioni utili per la determinazione del prezzo su base continuativa (OIC 32, § 21).

⁶⁶ Pare utile richiamare, al proposito, la definizione fornita dal principio OIC 32 nell'appendice B (§ B.10), che individua i metodi di determinazione del *fair value*, ai sensi dell'art. 2426, comma 4), c.c. in riferimento:

- › al valore di mercato, per gli strumenti finanziari per i quali è possibile individuare facilmente un mercato attivo (livello 1);
- › qualora il valore di mercato non sia facilmente individuabile per uno strumento, ma possa essere individuato per i suoi componenti o per uno strumento analogo, il valore di mercato può essere derivato da quello dei componenti o dello strumento analogo (livello 2);

All'interno delle categorie prima illustrate, l'Appendice al principio OIC 21 (§ A.5) si preoccupa anche di illustrare i criteri da seguire per la scelta del metodo di valutazione più appropriato per la determinazione del *fair value* degli investimenti partecipativi (tabella 2).

Tabella 2 - Metodi per la stima del *fair value* delle partecipazioni

Categoria	Metodi applicabili
a) Quotazioni sui mercati attivi	Quotazioni di borsa
b) Transazioni dirette sulla partecipata	Metodo delle transazioni dirette
c) Altri metodi di mercato	Metodo delle transazioni comparabili Metodo dei multipli di borsa
d) Metodi analitici	Metodi finanziari (Dcf) Metodi reddituali Metodi patrimoniali (semplice e complesso)
Fonte: L. Menicacci, <i>Partecipazioni immobilizzate: la verifica di recuperabilità nei bilanci Oic</i> , cit., p. 29.	

Le quotazioni di borsa possono essere assunte quale valutazione della partecipazione se:

- › la partecipata è quotata;
- › il mercato della partecipata è considerato attivo;
- › l'investimento può essere dismesso attraverso ordinarie transazioni di mercato.

Gli indicatori da considerare per determinare l'esistenza di un mercato attivo sono:

- › il flottante;
- › l'indice di liquidità della partecipata.

L'indice di liquidità è inteso come numero di volte in cui il totale delle azioni componenti il capitale sociale di una società viene scambiato sul mercato in un dato orizzonte temporale⁶⁷. In assenza di un mercato attivo per le azioni oggetto di valutazione, le quotazioni sul mercato non attivo potranno essere utilizzate come metodo di controllo. Sempre con riferimento a *input* osservabili direttamente riferibili alla partecipazione oggetto di valutazione, il principio OIC 21 prevede anche l'applicabilità del metodo delle transazioni dirette. Questo a condizione che esista almeno una transazione significativa sulla partecipata registrata in un arco di tempo sufficientemente breve rispetto al momento della valutazione dello strumento e se le condizioni del mercato non sono significativamente cambiate. La transazione è significativa qualora non sia rilevante al fine

› al valore che risulta da modelli e tecniche di valutazione generalmente accettati, per gli strumenti per i quali non sia possibile individuare facilmente un mercato attivo; tali modelli e tecniche di valutazione devono assicurare una ragionevole approssimazione al valore di mercato (livello 3).

⁶⁷ Nel computo del flottante, inteso come parte del capitale sociale effettivamente in circolazione sul mercato azionario, solitamente non si tiene conto delle partecipazioni azionarie di controllo, di quelle vincolate da patti parasociali e di quelle soggette a vincoli alla trasferibilità (come clausole di *lockup*). In mancanza di specifiche indicazioni del principio contabile, può farsi riferimento alla metodologia Ftse Russel adottata per gli indici azionari di Borsa Italiana.

del controllo del capitale sociale della partecipata e possa essere considerata effettuata fra controparti di mercato consapevoli e indipendenti e non soggette ad alcuna costrizione.

Il metodo delle transazioni comparabili attinge a *input* osservabili ma riferiti ad altre entità ed è applicabile se congiuntamente:

- › esistono società comparabili alla partecipata;
- › per queste è stata effettuata almeno una transazione significativa in un arco di tempo sufficientemente breve rispetto al momento della valutazione della partecipazione.

Il metodo dei multipli di borsa è analogo al metodo delle transazioni comparabili e risulta applicabile se:

- › esistono almeno due società comparabili quotate;
- › le loro quotazioni afferiscono a un mercato attivo.

L'adozione di questi ultimi due metodi presuppone l'esistenza di società comparabili, ovvero operanti nello stesso settore e con modelli di *business* analoghi a quello della partecipata. Il modello di *business* è analogo, se la composizione e la tipologia di prodotti o servizi forniti sono sostanzialmente simili a quelle della partecipata. Nella selezione del campione di società comparabili, si deve tenere conto di diversi fattori: mercato geografico, volume del fatturato, dimensioni del patrimonio netto, natura del corrispettivo.

In ambedue i metodi vengono applicati dei multipli calcolati come rapporto tra il prezzo della società comparabile e una grandezza economico-patrimoniale (come, ad esempio, utili netti, Ebitda o patrimonio netto contabile). Il valore della partecipata si ottiene applicando la media dei multipli dei *comparables* alle corrispondenti grandezze economico-patrimoniali della partecipata, così come desunte dal più recente prospetto contabile. Nel caso del metodo delle transazioni comparabili, i multipli sono calcolati con riferimento ai prezzi rilevati nelle transazioni, mentre per il metodo dei multipli di borsa i prezzi sono quelli risultanti dalle quotazioni delle azioni negoziate sui mercati regolamentati.

I metodi patrimoniali forniscono una determinazione del *fair value* della partecipata a partire dal dato patrimoniale di bilancio. La dottrina aziendalistica, cui indirettamente il principio fa riferimento, distingue tra:

- › metodo patrimoniale semplice, in cui il patrimonio netto contabile viene rettificato alla luce delle plusvalenze e minusvalenze implicite nelle voci già iscritte nell'attivo e nel passivo;

› metodo patrimoniale complesso, che prevede anche la valorizzazione delle componenti immateriali.

I metodi patrimoniali non possono essere applicati se:

› non è disponibile il bilancio d'esercizio, oppure una situazione patrimoniale approvata dagli organi societari della partecipata;

› non sono disponibili informazioni attendibili, atte a permettere la stima del valore di mercato di attività e passività della partecipata, oltre all'eventuale valorizzazione degli *intangibles*.

I metodi finanziari e reddituali forniscono infine una determinazione del *fair value* della partecipata attraverso la sommatoria di una serie di flussi finanziari ovvero redditi, opportunamente attualizzati e derivati dal *business plan* della partecipata. Questo implica l'impossibilità di adottarli qualora non esista un *business plan* della partecipata che sia ritenuto attuale al momento della valutazione. Tali metodi richiedono un'analisi delle *assumptions* alla base del piano della partecipata. Il principio richiede infatti una verifica della validità degli elementi significativi di pianificazione rispetto ai risultati consuntivi e altre informazioni relative al contesto economico di riferimento disponibili al momento della valutazione, procedendo, laddove necessario, a stimare eventuali impatti sulla redditività attesa. Questo risulta coerente con quanto affermato dal principio in sede di verifica della perdita durevole di valore, qualora gli amministratori basino il proprio giudizio di recuperabilità del valore della partecipazione iscritto in bilancio sulla base di piani e programmi della partecipata (OIC 21, § 38).

La gerarchia di metodi previsti riconduce, in assenza di un mercato attivo o di società comparabili, a una valutazione *mark to model* con tecniche basate sui flussi. Trattasi quindi di quelle tecniche tipicamente applicate per la determinazione del valore d'uso ovvero il valore attuale dei flussi (finanziari) futuri che si prevede abbiano origine da un'attività lungo la sua vita utile (OIC 9, § 22). Pertanto, considerata anche l'assenza di una netta distinzione tra *fair value* e valore d'uso delle partecipazioni in seno al principio OIC 21, il valore recuperabile a tali fini potrà essere determinato considerando le indicazioni ricomprese nell'appendice A al principio stesso. Ciò implica privilegiare i metodi caratterizzati da un maggiore ricorso a *input* osservabili e quindi di mercato. Ove ciò non sia possibile, come accade frequentemente con le partecipazioni non quotate, potrà farsi riferimento ai metodi di valutazione d'azienda contemplati in dottrina, così come richiamati in appendice al principio.

CAPITOLO III

LE IMPLICAZIONI TECNICO-ORGANIZZATIVE DELL'*IMPAIRMENT TEST*

3.1 Le criticità dell'*impairment test*: la valutazione delle sinergie e i premi puri di controllo

Una partecipazione, pur avendo il medesimo *fair value*, ha *value in use* differenti in funzione delle caratteristiche specifiche del soggetto che la detiene; il *value in use* è un valore specifico⁶⁸, il *fair value* è un valore generico⁶⁹.

Questa diversità, porta al problema della considerazione o meno, nelle stime dei flussi attesi, delle sinergie.

Le tipologie di sinergie da prendere in considerazione a fini valutativi differiscono a seconda che si valuti il *fair value* o il valore d'uso; la diversa prospettiva di valutazione sottesa a ciascuno dei due, infatti, incide sulle sinergie che vengono apprezzate. In particolare, il *fair value*, in quanto valore generale che esprime le aspettative del mercato, incorpora le "sinergie universali", liberamente sfruttabili dalla generalità degli investitori presenti sul mercato, e quelle endemiche, conseguibili da operatori del medesimo settore. Il valore d'uso, d'altro lato, in qualità di valore specifico, va ad incorporare le sinergie universali, limitatamente a quelle che l'acquirente ipotizza di realizzare e le speciali, disponibili soltanto per lo specifico soggetto acquirente. Da ciò si desume che il *fair value* può essere visto come il valore per l'investitore finanziario, mentre il valore d'uso coincide con il valore per l'investitore strategico⁷⁰.

Nelle stime del *fair value* i benefici che qualsiasi investitore può trarre dalla detenzione della partecipazione sono:

⁶⁸ Il *value in use* è il valore recuperabile di una partecipazione nell'ottica del suo detentore e, pertanto, dipende dalle conoscenze e dalle attese che lo specifico detentore ha sui flussi futuri autonomamente producibili dall'impresa partecipata e sui benefici in termini di efficienza e sinergie che il detentore medesimo è in grado di estrarre dal possesso della partecipazione. Il *value in use* non è quindi un valore generico, ma è un valore specifico riferibile ad un detentore specifico.

⁶⁹ Il *fair value*, invece, esprime le attese del mercato sui flussi che la partecipazione produrrà in futuro e rappresenta il valore recuperabile per un generico investitore interessato all'acquisto della partecipazione. Il *fair value*, prescindendo dai benefici individuali che uno specifico acquirente può trarre dall'investimento in esame.

⁷⁰ Cfr. M. Nova, *Impairment test*, Egea, Milano, 2006, pagg. 64-66; M. Palmieri, *La massimizzazione del valore della transazione, la gestione delle sinergie*, in *Amministrazione & Finanza*, 1/2013, pagg. 53-62.

- benefici che potranno realizzarsi in capo alla società partecipata, determinandone un incremento di valore, di cui beneficerà anche il soggetto partecipante per la propria percentuale interessenza;
- le sinergie che si formano in capo a qualsiasi soggetto partecipante, a prescindere dalle caratteristiche dello stesso, per effetto della detenzione della partecipazione, senza che via sia un incremento di valore della società partecipata. Questi sono i benefici “privati” che competono di regola a detentori di pacchetti di maggioranza.

Per stimare il *value in use*, oltre alle sinergie “universali”, potranno essere anche considerate le sinergie “speciali”, cioè benefici realizzabili solo dallo specifico detentore considerato per effetto dell’integrazione tra le proprie attività e quelle della società partecipata. Possono essere considerate sinergie speciali⁷¹, per esempio: riduzione dei costi di approvvigionamento per effetto dell’integrazione a monte che la partecipazione realizza con la partecipata.

Nel calcolo del *value in use*, per calcolare le sinergie, ci sono comunque delle cautele che devono essere prese in considerazione.

Prima di tutto, le stime dei flussi devono considerare l’impresa partecipata nelle sue condizioni di funzionamento correnti, senza tener conto di benefici di miglioramento di performance e sinergie, derivanti da ristrutturazioni o ottimizzazioni non già implementate. Inoltre, al di là del periodo di previsione analitica massimo di cinque anni, il tasso di crescita dei flussi deve essere stabile o in diminuzione.

Dunque, le stime dei flussi potranno valorizzare solo i benefici e le sinergie derivanti da processi già avviati, nella misura in cui questi trovino realizzazione in un arco temporale limitato e ben definito.

Queste cautele, non sono previste anche per il *fair value* che non va a ricomprendere le sinergie specifiche realizzabili, che stanno invece alla base della misurazione del valore d’uso. Questa divergente considerazione delle sinergie può condurre al rischio di dover svalutare la partecipazione subito dopo la sua iscrizione in bilancio, per aver perso di vista, lungo il percorso che conduce al valore recuperabile, il complesso delle sinergie che ne avevano fatto sorgere il valore.

⁷¹ Ovvero opportunità specifiche del soggetto acquirente, in relazione alla particolare situazione che lo caratterizza e di conseguenza non sfruttabili da altri soggetti. Il carattere di specificità rende difficile la catalogazione delle stesse in categorie predeterminate, ma si può comunque pensare all’utilizzo di know-how dell’acquisita in attività dell’acquirente, o a benefici che giungono ad un *leader* di mercato a seguito dell’acquisizione del suo concorrente più diretto.

Altro tema di particolare interesse nell'ambito dell'applicazione del *test di impairment* alle partecipazioni concerne la possibilità di considerazione dei c.d. “premi di controllo” nella stima di *value in use* e *fair value*⁷².

I “premi” e gli “sconti” entrano sovente nei processi valutativi di partecipazioni nell'ambito di operazioni straordinarie. I Principi Italiani di Valutazione (PIV) definiscono premi e sconti come “rettifiche, rispettivamente in aumento e in diminuzione, da applicare (eventualmente) ad una stima di valore ottenuta sulla base delle metodiche dei risultati attesi o del costo per tradurla in un prezzo fattibile, cioè per accostarla al valore di mercato”. La *ratio* dei premi e degli sconti è infatti molto agevole da comprendere: il trasferimento di partecipazioni sociali può avere un valore assai differente a seconda che esse incorporino il controllo della società, oppure siano rappresentative di minoranze, ed anche in funzione dei diritti particolari, amministrativi e patrimoniali, che esse possono assicurare al possessore. Quindi, premi e sconti rappresentano aggiustamenti funzionali per giungere al reale valore della partecipazione oggetto di valutazione, ovvero sono volti ad allineare la nozione di valore cui è pervenuto l'esperto incaricato con il valore realizzabile in concreto (il *fair market value*). In altre circostanze, come ad esempio quando la valutazione è compiuta in base al metodo dei multipli, premi e sconti hanno anche la funzione di allineare differenze fra le caratteristiche dell'impresa oggetto di valutazione con quelle del campione di imprese comparabili assunto a riferimento⁷³.

Orbene, nella stima del valore recuperabile, il *fair value* della partecipazione non può essere considerato il suo prezzo di mercato rilevabile dalle quotazioni di Borsa (se la società è quotata) o dalle cessioni effettuate ai mercati dei blocchi (in quanto maggiormente significative a esprimere prezzi che considerano il valore del controllo)

⁷² La previsione di sconti e premi non è concessa dall'IFRS 13. Il Principio più specificamente afferma che: “[i]n una valutazione del *fair value*, i premi o gli sconti che riflettano la dimensione come una caratteristica della partecipazione della entità (in particolare, un fattore di blocco che rettifica il prezzo quotato di un'attività o passività perché il normale volume giornaliero delle negoziazioni di mercato non è sufficiente ad assorbire la quantità posseduta dall'entità, [...]) piuttosto che come una caratteristica dell'attività o passività (per esempio, un premio di controllo nella valutazione del *fair value* di una partecipazione di maggioranza) non sono consentiti. In tutti i casi, se per un'attività o passività è presente un prezzo quotato in un mercato attivo (ossia un dato di Livello 1), quando valuta il *fair value* un'entità deve utilizzare quel prezzo senza rettifica [...]”

⁷³ Come indicato nei PIV, quindi, l'applicazione di premi e sconti avviene in una fase successiva all'esaurimento del processo valutativo dell'esperto, ed è del tutto eventuale oltre che informata alla ragionevolezza ed alla cautela; ossia, premi e sconti saranno applicati a giudizio dell'esperto quando questi non fosse stato in grado di tenere conto di alcune caratteristiche della partecipazione o dell'impresa nell'ambito del suo processo valutativo.

oppure dall'esame dei *comparables*⁷⁴. In tali casi si penalizzerebbe la controllante: tali valori rappresenterebbero dati che esprimono configurazioni di capitale economico e non un prezzo. Si rende, quindi, necessario ripercorrere le fasi della negoziazione del prezzo, aggiornando in modo ragionevole le ipotesi ivi utilizzate per la quantificazione delle sue componenti. Di conseguenza si tratta di svolgere una valutazione della società partecipata utilizzando il metodo di valutazione ritenuto più appropriato alla realtà aziendale e aggiungere a tale valore i componenti che erano stati utilizzati per la determinazione del prezzo di acquisizione, aggiornandoli e modificandoli per tenere conto dei cambiamenti nelle condizioni interne ed esterne all'azienda che nel frattempo sono emerse. Il valore ottenuto, poi, deve essere diminuito dei costi che si dovrebbero sostenere qualora si dovesse procedere alla cessione della partecipazione a terze economie.

Quanto esposto vale anche per le società sottoposte a controllo congiunto con altri soggetti. Infatti, sia per le *joint venture* che per le società controllate si può disporre di dati completi, in quanto la controllata è tenuta a fornirli in presenza del forte legame intercorrente con la *holding*. Per quanto invece concerne le partecipazioni in società collegate, si segnala che l'approccio sopra esposto, pur trovando logica attuazione anche nel caso di specie, potrebbe talvolta incontrare delle difficoltà operative⁷⁵.

Lo IAS 36, non contiene nessuna indicazione in proposito, per risolvere la situazione occorre chiarire la natura dei premi di controllo e rifarsi poi alle caratteristiche dei concetti di *value in use* e *fair value* per valutare se i premi di controllo possano essere considerati nel calcolo di tali valori.

In una partecipazione, ci sono elementi di specificità della partecipazione che incidono sul suo valore, ma sono estranei a quello della società partecipata.

Una partecipazione di maggioranza attribuisce il diritto di controllo, ossia il potere, per il suo possessore di determinare le politiche gestionali finanziarie e strategiche della società partecipata, pur non detenendone l'intero capitale. Il mercato attribuisce un valore autonomo a tale diritto: il cosiddetto "premio puro per il controllo".

⁷⁴ Cfr. F. Pedriali, *Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali*, Hoepli, Milano 2006.

⁷⁵ Infatti, può verificarsi che la partecipante non possa disporre di tutte le informazioni necessarie per la stima del valore d'uso. Conseguentemente, dovendosi fare riferimento solo al *fair value* della partecipazione, risulta opportuno per la stima del capitale economico ricorrere a metodologie alternative, quali la comparazione con società omogenee e con transazioni omogenee e, quindi, confrontabili sulla base dei soliti moltiplicatori che conducono a stime di prezzi probabili. Cfr. F. Pedriali, *Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali*, cit., pag. 262.

Dunque, i premi puri per il controllo sono correzioni che incidono sul passaggio dal valore di una partecipazione, calcolato in termini parametrici rispetto al valore dell'intera società partecipata, al suo ipotetico prezzo di scambio sul mercato.

Queste correzioni sono volte a “catturare quei fattori che modificano il profilo di rendimento-rischio dell'investimento in una frazione del capitale dell'impresa rispetto all'investimento nella totalità delle azioni”⁷⁶.

Per vedere se i premi puri per il controllo devono essere stimati o meno, bisogna analizzare le disposizioni relative al *fair value* e *value in use*.

Il *value in use*, è il valore recuperabile di una partecipazione nell'ottica del suo specifico detentore, pertanto:

1. nei flussi finanziari, riflette le attese dello specifico detentore sui flussi futuri autonomamente producibili dalla società partecipata e sui benefici che il detentore medesimo potrà estrarre dal possesso della partecipazione;
2. nel tasso di attualizzazione, riflette il rischio/rendimento dello specifico investimento considerato.

Tale valore valorizza, pertanto, nei flussi finanziari e/o nel tasso di attualizzazione, i benefici del controllo, intesi come il miglior profilo di rendimento rischio associato allo specifico pacchetto azionario detenuto. Quindi il *value in use*, già apprezza, nei flussi e/o nel tasso la porzione di valore che il detentore ritiene di poter estrarre dal possesso della partecipazione per il solo fatto di detenere il controllo della società partecipata.

Se si correggesse il valore della partecipata così determinato applicando il premio puro per il controllo si rischierebbe di valorizzare più volte il diverso profilo di rischio/rendimento che caratterizza l'investimento nella specifica frazione del capitale della partecipata rispetto a quello dell'investimento nel 100% del capitale.

Con riguardo al *fair value*, occorre fare una distinzione:

1. il *fair value* è costituito dal prezzo definito in un accordo vincolante di vendita della partecipazione;
2. il *fair value* è costituito dal prezzo d'offerta corrente delle azioni della società partecipata;
3. il *fair value* è stimato sulla base dei criteri di valutazioni propri della finanza aziendale.

Nel primo caso, il *fair value*, è costituito da un prezzo fatto per la specifica partecipazione considerata. Questo prezzo, quindi già incorpora il valore che il mercato riconosce al

⁷⁶ L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi, Milano, 2005.

“diritto di controllo” associato alla specifica partecipazione considerata. Il premio quindi, non dovrà essere considerato.

Nel secondo caso, il *fair value* fa riferimento al prezzo di mercato di singole azioni della società partecipata. Il rischio/rendimento associabile ad un’azione è diverso rispetto a quello che caratterizza l’investimento di un pacchetto azionario di controllo.

Tale differente profilo dovrà essere separatamente valorizzato con la considerazione del premio puro per il controllo.

Nell’ultimo caso, il *fair value* è il prezzo che un generico investitore, sarebbe disposto a pagare per l’acquisto della partecipazione considerata.

In questo caso, quindi, il prezzo deve includere sia le attese del mercato sui flussi futuri della società partecipata, sia il valore che il mercato riconosce al “diritto di controllo”.

Concludendo, un primo elemento in comune tra i concetti di *value in use* e *fair value*, nella valutazione delle partecipazioni è rappresentato dalla dipendenza di entrambi i concetti di valore dai flussi che la società partecipata è in grado di generare. Questa dipendenza è immediata e diretta nel caso del *value in use*, mentre è indiretta nel caso del *fair value*.

Un altro elemento in comune è il significativo radicamento al mercato, molto evidente nel *fair value* che è di fatto un valore di mercato, meno nel *value in use*. Però, anche la stima del *value in use* deve fondarsi su ipotesi e parametri di mercato. Ciò vale per esempio nella stima dei tassi, alla verifica della stima dei flussi, alle previsioni di questi nel medio periodo.

Un elemento che invece differenzia i due concetti, si tratta della prospettiva di “utilizzo” della partecipazione per il *value in use* e della prospettiva di realizzo per il *fair value*. Da questo deriva che, il *value in use* è un valore “specifico” determinato in funzione delle conoscenze e delle attese di un definito detentore, il *fair value* è invece, riflette le attese del mercato così come espresse e sintetizzate nel prezzo che un generico investitore sarebbe disposto a pagare per quella partecipazione in una libera transazione tra parti consapevoli e disponibili.

Lo IAS 36 definendo il valore recuperabile di una partecipazione come il maggiore tra il *fair value* e il *value in use*, non esprime alcuna preferenza tra le due diverse prospettive, quella di utilizzo e quella di realizzo. Il giudizio di *impairment* è guidato da principi di razionalità economica che astraggono dalla destinazione il concreto assegnata all’*asset* oggetto del giudizio. I valori di bilancio non devono essere svalutati se, indipendentemente

dall'effettiva destinazione dell'*asset* cui i valori si riferiscono, essi trovano copertura, alternativamente, nel valore di utilizzo ovvero in quello di realizzo⁷⁷.

Il primo passo da compiere, per calcolare l'*impairment test* di una partecipazione, è valutare la società controllata. Si deve procedere a ricostruire sulla base del piano finanziario predisposto dal *management* della società per i tre esercizi successivi i flussi di cassa *unlevered* esplicativi del periodo di piano. Partendo dai dati del conto economico e stato patrimoniale, si devono riepilogare i flussi di cassa.

Al valore del NOPLAT (*Net operating profit less adjusted taxes*), che rappresenta potenzialmente le risorse monetarie che sono state generate dalla gestione economica, sono aggiunte, oltre al valore dell'ammortamento che rappresenta un'uscita monetaria, le variazioni delle poste dello stato patrimoniale direttamente collegate alla gestione operativa dell'azienda, come gli investimenti in immobilizzazioni tecniche e nel capitale circolante netto⁷⁸. Al fine dell'attualizzazione dei flussi finanziari, deve essere utilizzato un tasso rappresentativo del corso medio del capitale investito nella società, ovvero il WACC. Una volta calcolato il WACC, il passo finale, consiste nella determinazione del valore residuo: in questo caso è stato calcolato in base alla capitalizzazione illimitata del NOPLAT dell'ultimo anno di previsione esplicita, non tenendo conto del teorico effetto fiscale sul reddito operativo.

$$TV = \text{NOPLAT anno } t \cdot (1+g) / (\text{tasso attualizzazione} - g).$$

Infine, si calcola il capitale economico della società che corrisponderà al valore d'uso della stessa al fine dell'*Impairment test*⁷⁹.

⁷⁷ Cfr. L. Pozza, C. Mancini, *IAS 36- Impairment of assets: il test di impairment nella valutazione delle partecipazioni*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 2006, pag. 63-69.

⁷⁸ Il NOPLAT è uguale agli utili netti, dai quali vengono rimosse le componenti straordinarie e non ricorrenti, e ai quali sono stati aggiunti gli interessi passivi (al netto delle imposte). Nel processo di trasformazione del NOPLAT in flussi di cassa liberi non sono presi in considerazione solo gli investimenti in capitale fisso ma anche l'importo delle disponibilità liquide che sono state investite in capitale circolante. Infatti, quando l'impresa è in una fase di crescita una parte della liquidità deve essere impiegata per incrementare le rimanenze di magazzino e i crediti verso la clientela, in modo da sostenere la crescita del fatturato. Questa liquidità non entra a far parte dei flussi di cassa liberi, poiché non può essere impiegata per distribuire i dividendi o per investire in nuove attività. Allo stesso modo, quando le operazioni d'impresa producono una maggiore liquidità rispetto a quella che sarebbe necessaria a mantenere il livello corrente di attività, una parte di esso può essere sottratta al capitale circolante ed essere utilizzata per nuovi investimenti. Questa operazione porta ad un incremento nei flussi di cassa liberi. Cfr. L. Corteau, *Valore d'impresa e valori di bilancio. Modelli di valutazione per gli investitori azionari*, FrancoAngeli, Milano, 2008, pag. 68.

⁷⁹ F. Bencini, R. De Pirro, F. Ferragina, V. Ferragina, M. Mangiarotti, C. Mazzoleni, D. Pini, *Impairment test: aspetti contabili e valutativi*, allegato a *Il Sole 24 Ore*, Milano, 2008, pagg. 54-56

3.2 L'importanza del piano industriale a sostegno dell'*impairment test*

La naturale conclusione del percorso descritto in precedenza è la redazione dei piani industriali a sostegno del calcolo dei valori da confrontare con quello a cui le attività oggetto di verifica sono iscritte nel bilancio⁸⁰. I piani devono avere necessariamente alcune caratteristiche fondamentali perché lo *stakeholder* possa confidare nell'affidabilità dell'*output* dell'*impairment test*, che definirà l'eventuale svalutazione con relativo impatto nel conto economico⁸¹.

Un *business plan* deve almeno possedere i seguenti tre requisiti minimi⁸²:

- la sostenibilità finanziaria, ossia l'assenza di gravi squilibri finanziari;
- la coerenza, vale a dire l'assenza di “fattori di incoerenza” nei piani;
- l'attendibilità, che fa riferimento alla fondatezza delle ipotesi.

La sostenibilità finanziaria di un piano industriale deve essere considerata in relazione alla qualità e quantità delle fonti di finanziamento che il management intende utilizzare per finanziare gli investimenti funzionali all'implementazione della strategia. A tal fine, durante

l'arco temporale di piano sarebbe opportuno che i *cash flow* coprissero almeno gli assorbimenti di capitale circolante e gli investimenti netti di sostituzione/mantenimento, mentre il ricorso ad ulteriore capitale di debito e/o di rischio sarebbe bene finanziasse gli investimenti destinati allo sviluppo. È ovvio che tali suggerimenti forniti da Borsa Italiana sono prettamente rivolti a *business plan* in un contesto di quotazione, lasciando che il reperimento delle ulteriori fonti di finanziamento al sostegno della crescita possa derivare dal mercato dei capitali al quale si intende accedere attraverso l'IPO.

⁸⁰ Cfr. Cfr. A. Volpe, *L'impairment test del goodwill nel bilancio consolidato: implicazioni tecnico-valutative, organizzative e di governance*, in Società e Contratti, Bilancio e Revisione, n. 1/2019, pag. 62.

⁸¹ Lo IAS 36 fornisce precisazioni in merito ai criteri di stima da impiegare per i flussi finanziari futuri: le proiezioni devono essere basate su presupposti ragionevoli e dimostrabili e devono essere supportate dal più recente *budget* approvato dalla direzione aziendale, dando maggiore peso alle evidenze provenienti dall'esterno ed escludendo eventuali flussi che deriveranno da indefinite ristrutturazioni aziendali o da miglioramenti nella gestione. Le proiezioni fondate sul *budget* non devono superare i cinque anni (a meno che un arco temporale superiore non possa essere giustificato) in quanto la credibilità e la dimostrabilità dei flussi attesi si attenuano all'aumentare del periodo considerato. I flussi finanziari non coperti dal piano previsionale vanno invece estrapolati a partire dal *budget*, utilizzando un adeguato tasso di crescita, che si suggerisce debba essere costante o decrescente negli anni e non debba eccedere il tasso medio di crescita a lungo termine del settore o del mercato in cui l'impresa opera. In ogni caso, i flussi sono da intendere in termini operativi, quindi con esclusione delle componenti di natura finanziaria e fiscale. Cfr. IAS 36, paragrafo 33.

⁸² Cfr. Regolamento di Borsa Italiana di ammissione alla quotazione - art. 2.1.2 co. 2 per il mercato telematico azionario e per il nuovo mercato e, sempre di Borsa Italiana, la pubblicazione dal titolo “*Guida al Piano Industriale - Listing Guides*”.

Il requisito della coerenza si manifesta laddove tutte le componenti siano tra di loro coerentemente e funzionalmente collegate, intendendo per tali:

- la strategia disegnata dal *management* che avrà avuto cura di considerare tutte le variabili sia interne che esterne rispetto all'azienda e di dividerla, coinvolgendo anche i livelli organizzativi adeguati a tradurla in azioni;
- gli *action plan* che dovranno essere assolutamente realizzabili in relazione a risorse umane, tecnologiche e organizzative correttamente allocate in un arco temporale proposto;
- le previsioni economico-finanziarie e relative ipotesi qualitative a sostegno.

Il requisito dell'attendibilità si manifesta, invece, quando le ipotesi su cui il piano si fonda sono declinate tenendo conto anche del contesto competitivo in cui l'impresa stessa opera.

In maggiore dettaglio, le dimensioni di analisi di cui tener conto essenzialmente al fine di considerare un piano industriale attendibile sono di seguito riepilogate:

- l'andamento della domanda e delle quote di mercato;
- le tendenze in atto nei bisogni dei consumatori e i fattori chiave che ne guidano le scelte;
- il comportamento dei competitors per i quali occorrerà fare un'analisi di comparazione relativa ad aspetti quali:

- ✓ la strategia disegnata ed implementata;
- ✓ il *Business Model*, intendendo per tale quel complesso di regole, processi e funzioni che interagiscono organicamente al fine di portare il prodotto sul mercato a disposizione del consumatore target dell'impresa;
- ✓ i fattori critici di successo e i dati finanziari storici e prospettici;
- ✓ il contesto normativo, tecnologico, sociale e ambientale che può risultare altamente condizionante in funzione del settore merceologico di appartenenza.

Sia i principi contabili nazionali che quelli internazionali richiedono una formale approvazione dei piani di *impairment test* da parte degli organi di *governance* aziendali, secondo quanto di seguito specificato per ciascuno di essi⁸³:

- lo IAS 36 richiede che i flussi finanziari utilizzati nell'ambito del modello DCF debbano essere basati sui più recenti *Budget* e Piani approvati dalla Direzione Aziendale (§ 33 lett. b)⁸⁴.

⁸³ L.A. Bianchi, *Bilanci, operazioni straordinarie e governo dell'impresa: Casi e questioni*, Egea, Milano, 2013, pag. 198.

⁸⁴ Nel far uso di informazioni contenute nel budget, la partecipante deve valutare se l'informazione si basa su presupposti ragionevoli e dimostrabili e sia in grado di esprimere la migliore stima effettuata dall'organo amministrativo della partecipata sull'insieme delle condizioni economiche che esisteranno per la restante vita utile della partecipata.

• l'OIC 9 richiede che i flussi finanziari utilizzati nell'ambito del modello DCF debbano essere basati sui più recenti Budget e Piani approvati dall'Organo Amministrativo (§ 23). Entrambi richiedono che l'orizzonte temporale non ecceda un arco di cinque anni, a meno che la Direzione Aziendale non sia fiduciosa che l'eventuale periodo più ampio considerato possa consentire la previsione di flussi accurati, anche avendo riguardo alle eventuali passate esperienze in tal senso⁸⁵.

Il flusso documentale che prelude all'approvazione dei piani deve essere strutturato in modo tale da dare precedenza all'approvazione dei piani rispetto all'approvazione del bilancio e con un punto all'ordine del giorno dedicato. La sequenzialità è ovvia dato che i piani sono funzionali a verificare la tenuta o meno di valori contabili di determinate attività che poi si riflettono nel bilancio medesimo, come abbiamo avuto modo di evidenziare.

Dal punto di vista operativo si dà conto del testo di una convocazione del CdA in cui si evidenzia al primo punto all'ordine del giorno l'approvazione dei piani di *impairment test* e, di conseguenza, anche lo stralcio del verbale che contiene l'intervenuta approvazione dopo illustrazione e dibattito condotti tipicamente dall'Amministratore Delegato e dal CFO.

Dal punto di vista dei contenuti di bilancio, in relazione all'argomento in discussione, si può affermare che gli stessi, in termini di *disclosure* richieste dallo IAS 36, sono sostanzialmente equivalenti sia che si sia utilizzato il *value in use* che il *fair value*, se basati entrambi sul modello di attualizzazione dei flussi cassa; diversamente, se il *fair value* è basato su contratti e/o su dati di mercato.

In maggiore dettaglio:

a. per il valore d'uso devono essere rese almeno le seguenti informazioni in Nota integrativa:

- ✓ ipotesi su cui si fondano le proiezioni dei flussi di cassa (sia se derivano da osservazioni storiche di *business* sia se sono consistenti con le informazioni esterne di settore);
- ✓ estensione del periodo di proiezioni dei flussi di cassa;

⁸⁵ Le proiezioni dei flussi finanziari sino alla fine della vita utile di una partecipata devono essere stimate – come si è detto – tramite l'estrapolazione di proiezioni di flussi finanziari basati su budget utilizzando un tasso di crescita per gli anni successivi. Questo tasso deve essere stabile o in diminuzione, a meno che una crescita del tasso sia coerente con informazioni oggettive di crescita in merito a modelli di cicli di vita di un prodotto o di un settore aziendale. Se appropriato, il tasso di crescita può addirittura essere zero o negativo. Cfr. L. Quattrocchio, *La classificazione e la valutazione delle partecipazioni secondo i principi contabili internazionali*, in *Il Nuovo Diritto Societario*, n. 15/2008.

- ✓ tasso di crescita (g) utilizzato per le proiezioni oltre il periodo di *budget*/previsioni più recenti;
 - ✓ tasso di attualizzazione (WACC) applicato per l'attualizzazione dei flussi di cassa;
- b. per il *fair value* si deve indicare la tecnica di valutazione utilizzata per la misurazione del FV al netto dei costi di dismissione, esplicitando tutte le assunzioni di base utilizzate dal *management* (se le assunzioni riflettono esperienze passate e/o sono coerenti con le informazioni esterne e, in caso contrario, come e perché differiscono da entrambe), soprattutto qualora la valutazione non venga fatta adottando un prezzo di mercato.

3.3 L'analisi di sensitività

L'attuale contesto economico caratterizzato dalla volatilità dei mercati, nonché le incerte prospettive sul futuro, evidenziano l'importanza dell'analisi di sensitività e le informazioni ad essa connesse. Tra le principali criticità, rilevano:

- la difficoltà nella stima delle previsioni dei flussi futuri posto che risulta particolarmente complesso valutare con ragionevolezza le ipotesi sottostanti;
- le problematiche nella stima del *terminal value* e del tasso di crescita “ g ” legate alla ragionevolezza o meno di proiettare nel futuro risultati e/o tassi di crescita coerenti con il passato e con il mercato di riferimento;
- l'inclusione del rischio paese nel calcolo del costo del capitale.

Il *Discussion Paper* emanato dall'OIV nel giugno 2012⁸⁶, che fornisce delle Linee Guida agli esperti di valutazione in merito alla procedura di *impairment test* da compiersi nell'attuale contesto economico-finanziario, raccomanda l'utilizzo di previsioni basate su assunti che tengano in considerazione l'attuale contesto di turbolenza attraverso:

- a) la classificazione delle assunzioni/previsioni;
- b) l'analisi delle assunzioni/previsioni;
- c) l'analisi di sensitività.

L'analisi di sensitività rappresenta una sorta di processo investigativo volto a misurare le variazioni dei risultati al variare di una o più variabili mantenendo inalterate le altre e permette di confermare da una parte l'assenza di *impairment loss* e dall'altra la solidità e robustezza dei risultati del *test*.

⁸⁶ Organismo Italiano di Valutazione, OIV, *Discussion Paper*, DPAG.01.2012, *Impairment test dell'avviamento in contesti di crisi finanziaria e reale - Linee Guida*, 14 giugno 2012, pag. 62, disponibile su http://www.forumtools.biz/oiv/upload/DP_01_2012_impairmenttest_1.pdf.

Le Linee Guida emanate dall'OIV raccomandano di individuare un *ranking* di importanza delle variabili chiave alle quali i flussi sono maggiormente sensibili ed individuano due metodologie per svolgere l'analisi di rilevanza delle sensitive *assumption*:

(a) analisi "statistica" o di sensitività, in cui si analizzano gli impatti di eventuali variazioni di singole variabili rispetto al piano, mantenendo inalterate tutte le altre (ad esempio: +/- 10% rispetto al valore della variabile assunto nel piano base);

(b) analisi "dinamica", volta ad analizzare gli impatti di eventuali variazioni di singole variabili correlate tra loro (un metodo molto conosciuto di tipo statistico è il c.d. Metodo Montecarlo).

In altri termini, l'analisi di sensitività, non dovrebbe limitarsi ad un'analisi degli impatti derivanti da una modifica di singoli parametri come ad esempio il tasso di crescita "g" o il tasso di attualizzazione, ma dovrebbe essere effettuata anche considerando la correlazione fra diverse variabili.

In tema di valutazione d'azienda, la prassi suggerisce di svolgere le analisi di sensitività con riferimento ai principali *input* valutativi come ad esempio le ipotesi di sviluppo di piani, i flussi attesi, i tassi di attualizzazione e di crescita, analizzando l'impatto di un loro mutamento sui risultati delle stime. Tali modifiche devono essere allo stesso tempo ragionevoli e non eccessive e/o contraddittorie.

Un prima ricerca condotta da Deloitte sulle società quotate italiane volta a comprendere i processi di *impairment* e la qualità dell'informativa presentata nei bilanci 2008 e 2009, evidenzia come il numero delle entità che forniscono informazioni relative allo svolgimento dell'analisi di sensitività siano aumentate nel biennio.

Un secondo osservatorio prodotto dalla stessa Deloitte con riferimento al triennio 2008-2010 evidenzia "che nei bilanci 2010 è stata posta maggiore attenzione, rispetto ai precedenti esercizi, sulle analisi di sensitività sia nei casi in cui il *test di impairment* abbia comportato svalutazioni sia nei casi in cui non siano emerse svalutazioni. Tale informativa era presente nel 46% del campione analizzato nel 2008, nel 59% nel 2009 e nel 70% nel 2010"⁸⁷.

La tendenza ad un progressivo miglioramento dell'informativa, seppure con tendenze altalenanti a seconda dei casi, è stata confermata anche per il 2011, nonostante si rilevi la

⁸⁷ Deloitte, *Impairment. IAS 36 e i riflessi nei bilanci delle Società Quotate Italiane nel triennio 2008-2010*, http://www.deloitte.com/assets/DcomItaly/Local%20Assets/Documents/Audit/2011_IMPAIRMENT%20superdef.pdf, pag. 5.

necessità di ulteriori passi avanti al fine di consentire al lettore di bilancio di valutare i differenti scenari che potrebbero configurarsi al variare dei parametri e delle assunzioni⁸⁸.

A livello europeo una recente indagine avente ad oggetto le pratiche contabili relative al *test di impairment* e l'adeguatezza delle informazioni presentate nei bilanci 2011 è stata condotta dall'Esma⁸⁹ (European Securities and Markets Authority). La ricerca ha interessato un campione di 235 imprese europee quotate che adottano gli International Financial Reporting Standards (IFRS). In particolare, l'indagine è stata svolta su cinque aree di interesse, quali: (i) le assunzioni chiave del *management*;

(ii) l'analisi di sensitività;

(iii) la determinazione del valore recuperabile;

(iv) la determinazione del tasso di crescita;

(v) la *disclosure* di un tasso di sconto medio.

Con riferimento all'analisi di sensitività, lo studio condotto ha evidenziato come solo un quarto degli emittenti ha divulgato nelle proprie relazioni tutte le variabili richieste dal par. 134, lettera (f) dello IAS 36 con informazioni molto vaghe. La maggior parte di questi si è limitato ad un'analisi basata su una variazione del tasso di crescita terminale e del tasso di attualizzazione tali da rendere il valore contabile pari al valore recuperabile.

A seguito dell'analisi condotta e dei risultati rilevati, l'ESMA raccomanda gli emittenti di fornire un'informativa più chiara circa i calcoli alla base dell'analisi di sensitività esortando gli stessi ad effettuare stime realistiche circa i possibili cambiamenti nelle variabili chiave tali da rendere il valore contabile superiore al valore recuperabile. Le analisi di sensitività così come prodotte dagli emittenti esaminati, non appaiono utili agli utilizzatori di bilancio in quanto vaghe e talvolta non comprensibili.

⁸⁸ Così Deloitte, *Impairment. IAS 36 e i riflessi nei bilanci delle Società Quotate Italiane nel periodo 2008-2011*, pag. 4: "In sede di analisi di bilanci 2011 si è riscontrata una diffusa informativa relativa ai modelli di valutazione ed ai parametri utilizzati ai fini di *impairment*. Anche per il 2011 si è quindi confermata la tendenza, già rilevata con riferimento al triennio 2008-2010, a un progressivo miglioramento dell'informativa presente nei bilanci con riferimento all'*impairment*, seppur con tendenze altalenanti a seconda delle tematiche. Nonostante tale processo di continuo miglioramento nell'informativa, si rileva la necessità di ulteriori passi avanti. Spesso, infatti, dai bilanci non sono chiaramente desumibili tutte le informazioni utili a comprendere le ipotesi e le assunzioni utilizzate nell'*impairment test*, la rilevazione e l'ammontare delle riduzioni di valore".

http://www.deloitte.com/assets/DcomItaly/Local%20Assets/Documents/Audit/IMPAIRMENT_2012_ExSummary.pdf

⁸⁹ ESMA Report, *European enforcers review of impairment of goodwill and other intangible assets in the IFRS financial statements*, January 2013, <http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-02.pdf>. L'ESMA è un'autorità indipendente dell'UE che contribuisce alla salvaguardia della stabilità del sistema finanziario dell'Unione europea per garantire l'integrità, la trasparenza, l'efficienza e il regolare funzionamento dei mercati finanziari, nonché di fornire presidi a tutela degli investitori.

3.4 Una proposta di analisi comparativa

Le informazioni da fornire in merito alle perdite per riduzione di valore risultano particolarmente rilevanti per i lettori del bilancio sia per quel che concerne il processo di valutazione sia per quanto riguarda i risultati derivanti da tali valutazioni e le ragioni delle svalutazioni operate. La necessità di spiegare in modo completo e trasparente il processo di *impairment* è riconducibile all'elevato grado di soggettività e discrezionalità che caratterizza il processo stesso. In particolare “*Si ritiene necessario che gli amministratori delle società prestino particolare attenzione sia nel processo di valutazione degli attivi da sottoporre ad impairment test – da effettuarsi ai sensi dello IAS 36 Riduzione di valore delle attività – sia alle informazioni da fornire nelle note al bilancio in merito alle eventuali perdite per riduzione di valore rilevate nel corso dell’esercizio* (IAS 36, paragrafi 126-133)”⁹⁰.

Allo scopo di fornire, in termini pratici, un’analisi comparativa delle fattispecie più ricorrenti di *impairment test*, di seguito sono evidenziati alcuni passaggi chiave, contenuti nelle relazioni finanziarie annuali di alcuni importanti società italiane quotate, senza che ciò debba apparire una prerogativa a beneficio dei soli comparti borsistici, dal momento che oramai la presenza di dati finanziario-patrimoniali contribuiscono a migliorare l’informativa di bilancio anche della società “chiuse”.

A mero titolo esemplificativo, quindi, si è proceduto con il riportare i dati e le informazioni comparabili.

Per lo svolgimento dell’analisi comparativa si è preferito - tenendo conto delle finalità della stessa - utilizzare un semplice confronto di notizie riportate nei bilanci d’esercizio o

⁹⁰ Cfr. Documento n. 2 del 6 febbraio 2009, Tavolo di coordinamento fra Banca d’Italia, Consob ed Isvap in materia di applicazione degli IAS/IFRS, *Informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie sulla continuità aziendale, sui rischi finanziari, sulle verifiche per riduzione di valore delle attività e sulle incertezze nell’utilizzo di stime*, pag. 8. Le tre autorità di vigilanza hanno emesso un secondo documento nel 2010 (Documento n. 4 del 3 marzo 2010, Tavolo di coordinamento fra Banca d’Italia, Consob ed Isvap in materia di applicazione degli IAS/IFRS, *Esercizi 2009 e 2010 - Informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie sulle verifiche per riduzione di valore delle attività (impairment test), sulle clausole contrattuali dei debiti finanziari, sulle ristrutturazioni dei debiti e sulla “Gerarchia del fair value”*) a seguito dell’emissione dei bilanci 2009 delle società quotate in cui sono emerse una serie di carenze nell’informativa fornita nelle relazioni finanziarie. La comunicazione, che non ha carattere “obbligatorio”, presenta un contenuto precettivo autonomo e richiama ad una puntuale ed esaustiva applicazione delle norme e dei principi contabili di riferimento considerati nella loro interezza. Cfr. anche L. Guatri, M. Bini, *L’impairment test nell’attuale crisi finanziaria e dei mercati reali*, Egea, Milano, 2009, pag. 245: “[...] gli investitori penalizzano assai più l’opacità di bilancio che non le impairment losses [...] Trasparenza non significa solo maggiore informazione in Nota integrativa, ma anche e soprattutto tracciabilità delle fonti informative utilizzate alla base dell’impairment test; e quindi verificabilità nel tempo della tenuta degli input informativi e quindi dell’impairment test stesso”.

nei bilanci consolidati di gruppo, quale volontà di contribuire a porre in rilievo alcuni aspetti di cui è opportuno conoscerne l'ampiezza in modo da concorrere a ridurre il rischio potenziale insito in alcune specifiche asserzioni di bilancio.

RELAZIONE FINANZIARIA ANNUALE 2018 - AUTOSTRADE PER L'ITALIA SPA

Riduzione e ripristino di valore delle attività (*impairment test*)

Alla data di chiusura del bilancio, il valore contabile delle attività materiali, immateriali, finanziarie e delle partecipazioni è soggetto a verifica per determinare se vi siano indicazioni che queste attività abbiano subito perdite di valore. Qualora queste indicazioni esistano, si procede alla stima del valore di tali attività, per verificare la recuperabilità degli importi iscritti in bilancio e determinare l'importo dell'eventuale svalutazione da rilevare nel conto economico. Per le attività immateriali a vita utile indefinita e per quelle in corso di realizzazione, l'*impairment test* sopra descritto è effettuato almeno annualmente, indipendentemente dal verificarsi o meno di eventi che facciano presupporre una riduzione di valore, o più frequentemente nel caso in cui si verificano eventi o cambiamenti di circostanze che possano far emergere eventuali riduzioni di valore.

Qualora non sia possibile stimare il valore recuperabile di una attività individualmente, la stima del valore recuperabile è compresa nell'ambito dell'unità generatrice di flussi finanziari (*Cash Generating Unit - CGU*) a cui l'attività appartiene. Tale verifica consiste nella stima del valore recuperabile dell'attività (rappresentato dal maggiore tra il presumibile valore di mercato, al netto dei costi di vendita, e il valore d'uso) e nel confronto con il relativo valore netto contabile. Qualora quest'ultimo risultasse superiore, l'attività è svalutata fino a concorrenza del valore recuperabile. Nel determinare il valore d'uso, i flussi finanziari futuri attesi ante imposte sono attualizzati utilizzando un tasso di sconto, ante imposte, che rifletta la stima corrente del mercato riferito al costo del capitale in funzione del tempo e dei rischi specifici dell'attività. Nel caso di stima dei flussi finanziari futuri di CGU operative in funzionamento, si utilizzano, invece, flussi finanziari e tassi di attualizzazione al netto delle imposte, che producono risultati sostanzialmente equivalenti a quelli derivanti da una valutazione ante imposte. Le perdite di valore sono contabilizzate nel conto economico e sono classificate coerentemente con la natura dell'attività svalutata. Alla data di chiusura del bilancio, qualora vi sia indicazione che una perdita per riduzione di valore rilevata negli esercizi precedenti possa essersi ridotta, in tutto o in parte, si provvede a verificare la recuperabilità degli importi iscritti in bilancio e determinare l'eventuale importo della svalutazione da ripristinare nel conto economico; tale ripristino non può eccedere, in nessun caso, l'ammontare delle svalutazioni precedentemente effettuate. Le relative perdite di valore sono La situazione patrimoniale e finanziaria ripristinate, nei limiti delle svalutazioni effettuate, nel caso in cui vengano meno i motivi che le hanno generate, ad eccezione di quelle relative all'avviamento, che non sono ripristinabili.

Partecipazioni

Le partecipazioni in imprese controllate, collegate e joint venture sono valutate al costo, inclusivo degli oneri accessori di diretta imputazione. Il costo è rettificato per eventuali perdite di valore secondo i criteri previsti dallo IAS 36, per i quali si rimanda alla sezione relativa alle “Riduzione e ripristino di valore delle attività (*impairment test*)”. Il valore è successivamente ripristinato, qualora vengano meno i presupposti che hanno determinato le rettifiche; il ripristino di valore non può eccedere il costo originario della partecipazione. In caso di eventuali perdite eccedenti il valore di carico della partecipazione, l'eccedenza è rilevata in un apposito fondo del passivo nella misura in cui la Società è impegnata ad adempiere a obbligazioni legali o implicite nei confronti dell'impresa partecipata o comunque a coprirne le perdite.

Le partecipazioni in altre imprese, classificabili nella categoria degli strumenti finanziari di capitale ai sensi dell'IFRS 9, sono iscritte inizialmente al costo, rilevato alla data di regolamento, in quanto rappresentativo del *fair value*, comprensivo dei costi di transazione direttamente attribuibili.

Successivamente alla contabilizzazione iniziale, tali partecipazioni sono valutate al *fair value*, con rilevazione degli effetti nel conto economico, ad eccezione di quelle che non siano detenute per finalità di negoziazione e per le quali, come consentito dall'IFRS 9, sia stata esercitata la facoltà, al momento di acquisizione, di designazione al *fair value* con rilevazione delle successive variazioni nelle altre componenti del conto economico complessivo e, quindi, in una specifica riserva di patrimonio netto.

Eventuali operazioni di acquisizione o cessione di quote di controllo di partecipazioni tra società sotto il controllo di una entità comune (c.d. operazioni “under common control”) sono trattate, nel rispetto di quanto stabilito dallo IAS 1 e dallo IAS 8, sulla base della sostanza economica delle stesse, verificando che il corrispettivo della compravendita sia determinato in base al *fair value* e che si generi valore aggiunto per il complesso delle parti interessate che si concretizzi in significative variazioni misurabili nei flussi di cassa ante e post operazione delle partecipazioni trasferite. In relazione a ciò:

a) per quanto attiene alle operazioni di cessione di partecipazioni infragruppo, qualora entrambi i requisiti oggetto di verifica siano rispettati, la differenza tra il corrispettivo riconosciuto e il valore di carico della partecipazione ceduta è iscritta nel conto economico. Negli altri casi, tale differenza è rilevata direttamente nel patrimonio netto;

b) relativamente alle operazioni di acquisto di partecipazioni infragruppo, qualora entrambi i requisiti oggetto di verifica siano rispettati, queste sono rilevate al costo (come sopra definito); negli altri casi, la partecipazione è rilevata al medesimo valore cui la stessa era iscritta nel bilancio della società cedente e la differenza tra il corrispettivo riconosciuto e tale valore è rilevata ad incremento/decremento del valore della partecipazione detenuta nella società cedente, ovvero nel patrimonio netto nel caso in cui la cedente sia una impresa consociata con cui non intercorrono rapporti partecipativi nel capitale.

.....
Con riferimento alla recuperabilità del valore di carico delle partecipazioni al 31 dicembre 2018, si precisa che è stato effettuato il *test di impairment* della partecipazione in Pavimental, già svalutata nel 2016 per 7.100 migliaia di euro e

oggetto di parziale ripristino nell'esercizio 2017 per 4.213 migliaia di euro, in quanto si sono manifestati indicatori di possibili riduzioni di valore.

Per tale società partecipata, che svolge essenzialmente servizi di supporto alle concessionarie del Gruppo Atlantia, si è ritenuto appropriato procedere alla stima del valore d'uso utilizzando il medesimo periodo esplicito dei piani pluriennali delle società concessionarie per le quali svolge la propria attività (ovvero, fino al 2044), senza stima del valore terminale.

Il tasso di attualizzazione utilizzato, determinato sulla base dei parametri richiesti dallo IAS 36, è pari al 6,73%.

Per la stima dei flussi e per la definizione dei parametri del tasso di attualizzazione si è fatto ricorso prevalentemente a fonti esterne pubblicamente disponibili, integrate, ove appropriato, da stime basate anche su dati storici.

Il *test di impairment* non ha evidenziato la necessità di procedere ad un'ulteriore rettifica del valore di carico della partecipazione in Pavimental.

Si specifica che, oltre quanto sopra esposto, non esistono indicazioni che i valori di carico delle partecipazioni possano aver subito una riduzione di valore.

RELAZIONE FINANZIARIA ANNUALE 2012 - ERG SPA

TotalErg S.p.A.

ERG S.p.A. detiene una partecipazione al 51% nella joint venture TotalErg S.p.A., costituita nel 2010 attraverso la fusione per incorporazione di Total Italia S.p.A. in ERG Petroli S.p.A.. Si ricorda che la transazione aveva comportato la perdita del controllo su ERG Petroli S.p.A. (precedentemente controllata al 100%) e l'acquisizione di una partecipazione nella predetta *Joint Venture* rilevata nel Bilancio con il metodo del costo, determinato con le modalità sotto esposte.

Lo IAS 27 prevede che a seguito della dismissione di quote di controllo qualsiasi interessenza residua detenuta nell'entità oggetto di dismissione è valutata al *fair value*. Il *fair value* della nuova partecipazione è stato determinato, al momento della perdita del controllo, in base ai valori reciprocamente scambiati fra le parti ed utilizzati per la definizione del concambio ai fini del raggiungimento delle quote 51/49 previste dagli accordi. Tale *fair value* pertanto ha rappresentato il valore contabile iniziale della nuova società pari a 432 milioni, con la conseguente rilevazione nel conto economico del 2010 di una plusvalenza per 346 milioni. A fronte della plusvalenza in oggetto, l'assemblea di approvazione del Bilancio 2010 aveva reso indisponibile quota delle riserve di patrimonio netto per pari importo.

Nel corso del 2012 ERG ha effettuato versamenti per 1,9 milioni in conto futuro aumento di capitale, incrementando il valore della partecipazione a 434 milioni.

TotalErg S.p.A. è uno dei primari operatori del mercato del downstream integrato con una rete di oltre 3.000 punti vendita ed opera anche nel settore della raffinazione e della logistica. Nel corso del 2012 TotalErg ha avviato un progetto di trasformazione della Raffineria di Roma in un polo logistico ed un piano di razionalizzazione della rete commerciale, di seguito commentati. Inoltre, nell'esercizio sono stati riscontrati elementi di criticità causati da una significativa volatilità, particolarmente accentuata a partire dal secondo trimestre del 2012, dello scenario "OIL" e del mercato di riferimento nel quale opera la medesima CGU. Tale

volatilità di scenario si è riflessa in modo negativo specificamente sia sui risultati consuntivi della partecipata che sulle previsioni di redditività attesa.

In occasione del presente Bilancio si è proceduto a verificare il valore della partecipazione in considerazione degli elementi di criticità sopra commentati.

L'incarico di tale verifica è stato affidato all'inizio del 2013 ad un esperto indipendente che ha condotto l'analisi utilizzando le elaborazioni di Piano già predisposte dal management di TotalErg a beneficio del socio ERG S.p.A. ed utilizzate da quest'ultimo ai fini del Piano industriale 2013-2015 del Gruppo Erg presentato alla comunità finanziaria in data 19 dicembre 2012. Tali assunzioni sono state successivamente integrate sulla base di aggiornamenti legati a progetti di sviluppo elaborati successivamente. Le assunzioni complessivamente contenute in tali elaborazioni, sebbene ancora in bozza e non ancora approvate dal Consiglio di Amministrazione di TotalErg, sono ritenute dal management ragionevoli ed utilizzabili ai fini dell'*impairment test*.

Ai fini del test, la CGU è costituita da TotalErg S.p.A. e dalle proprie partecipazioni, controllate e collegate.

La valutazione è stata condotta utilizzando i seguenti criteri ed assunzioni:

- metodo dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* su 6 anni di proiezioni esplicite più *terminal value*⁹¹ calcolato applicando un multiplo compreso in un intervallo tra 4.0x e 5.0x (in linea con i multipli di mercato osservati negli ultimi 10 anni nel settore Downstream integrato) all'EBITDA 2018 di TotalErg;
- il tasso di attualizzazione adottato è il WACC di TotalErg (7,6%) fornito dal management di ERG, che risulta essere sostanzialmente in linea con il WACC calcolato in base a parametri di mercato;
- la valutazione è stata svolta sulla base delle elaborazioni di piano economico-finanziario consolidato di TotalErg S.p.A., il cui perimetro di consolidamento include TotalErg, Eridis, TotalGaz, Restiani, Guazzotti, Gestioni Europa e Raffineria di Roma;
- il piano economico-finanziario tiene conto di aggiornamenti che valorizzano maggiori redditività a livello di EBITDA e miglioramenti nella gestione del capitale circolante commerciale sulla base di contratti già finalizzati. Tali aggiornamenti sono giudicati ragionevolmente probabili dal *Management*.

Dal *test di impairment* sopra descritto è emersa una perdita derivante dall'eccedenza del valore contabile di iscrizione della partecipazione TotalErg nel bilancio di ERG S.p.A. rispetto al suo valore recuperabile; in particolare il valore recuperabile, stimato secondo il paradigma valutativo, è risultato sostanzialmente in linea con il valore ad *equity* della medesima partecipazione nel bilancio consolidato di ERG S.p.A.. La perdita di valore, pari a 148 milioni, è stata imputata a riduzione del valore della partecipazione e la relativa svalutazione contabilizzata a conto economico.

Analisi di sensitività

Il risultato del test di *impairment* è derivato dalle informazioni ad oggi disponibili e dalle stime ragionevoli sull'evoluzione di variabili legate alla marginalità attesa al variare in particolare dello economico di riferimento ed all'andamento dei tassi di attualizzazione.

In particolare sono state elaborate analisi di sensitività in base al variare del tasso di attualizzazione e dei multipli EV/EBITDA applicati all'EBITDA dell'ultimo anno del periodo esplicito.

⁹¹ Ai fini del calcolo del *terminal value* non si è applicato il metodo della rendita perpetua in quanto non rientranti tra le abituali *market practice* per il settore di riferimento di TotalErg.

Tali analisi hanno evidenziato che:

- un incremento dello 0,5% del tasso di attualizzazione comporterebbe un ulteriore decremento del valore della partecipazione di 11 milioni;
- un decremento del multiplo EV/EBITDA da 4.5x a 4.0x comporterebbe un ulteriore decremento del valore della partecipazione di 32 milioni.

Le analisi sopraelencate confermano la sensibilità delle valutazioni di recuperabilità della partecipazione alla variazione delle citate variabili; in tale contesto, gli Amministratori monitoreranno sistematicamente l'andamento delle citate variabili esogene e non controllabili per gli eventuali adeguamenti delle stime di recuperabilità dei valori di iscrizione delle attività non correnti nel bilancio separato.

RELAZIONE FINANZIARIA ANNUALE 2018 – FINCANTIERI SPA

4. Partecipazioni

4.1 Partecipazioni in imprese controllate, collegate e joint venture

Sono imprese controllate le imprese su cui la Società ha il potere, direttamente o indirettamente, di determinare le politiche finanziarie e operative al fine di ottenerne i relativi benefici. Generalmente si presume l'esistenza del controllo quando si detiene, direttamente o indirettamente, più della metà dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria, considerando anche i diritti di voto potenziali, correntemente esercitabili o convertibili alla data di bilancio.

Sono imprese collegate le imprese su cui la Società esercita un'influenza notevole nella determinazione delle scelte strategiche dell'impresa pur non avendone il controllo; l'influenza notevole si presume quando Fincantieri detiene, direttamente o indirettamente, tra il 20% ed il 50% dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria, considerando anche i diritti di voto potenziali, correntemente esercitabili o convertibili alla data di bilancio.

In base all'IFRS 11 la classificazione degli investimenti in *joint arrangements* vengono distinti tra *joint operations* e *joint venture* in base ai diritti e alle obbligazioni contrattuali di ciascun investitore. Una *joint operation* è un accordo nel quale le parti che detengono il controllo congiunto hanno diritti sulle attività e obbligazioni per le passività relative all'accordo, mentre una *joint venture* è un accordo nel quale le parti che detengono il controllo congiunto vantano diritti sulle attività nette dell'accordo.

Le partecipazioni in imprese controllate e collegate e in *joint venture* sono valutate al costo di acquisto eventualmente ridotto in presenza di perdite di valore. Qualora l'eventuale perdita di valore ecceda il valore contabile della partecipazione, si procede ad azzerare il valore della partecipazione e la quota di ulteriori perdite è rilevata come fondo del passivo nel caso in cui la Società abbia l'obbligo di risponderne. Il costo è ripristinato negli esercizi successivi se vengono meno le ragioni che avevano originato le svalutazioni.

Nel caso di *joint operations* ciascuna parte di una *joint operation* rileva le specifiche attività su cui vanta diritti, le specifiche passività su cui vanta obblighi, inclusa l'eventuale quota di attività e passività condivisa con l'altra parte, i ricavi e i costi a questa direttamente imputabili in base ai termini del *joint arrangement*.

4.2 Partecipazioni in altre imprese

Le partecipazioni in società diverse da quelle controllate, collegate e *joint venture* (generalmente con una percentuale di possesso inferiore al 20%) rientrano nella categoria delle attività finanziarie valutate al *fair value*, che normalmente corrisponde, in fase di prima iscrizione, al corrispettivo dell'operazione comprensivo dei costi di transazione direttamente attribuibili. Le variazioni successive di *fair value* sono imputate nel Conto economico (FVTPL) o, nel caso di esercizio dell'opzione previsto dal principio, nel Conto economico complessivo (FVOCI) nella voce "Riserva strumenti al FVOCI". Per le partecipazioni valutate al FVOCI, le perdite durevoli di valore non sono mai iscritte nel Conto economico così come gli utili o le perdite cumulate nel caso di cessione della partecipazione; solo i dividendi distribuiti dalla partecipata vengono iscritti nel Conto economico quando:

- a) sorge il diritto della Società a ricevere il pagamento del dividendo;
- b) è probabile che i benefici economici derivanti dal dividendo affluiranno alla Società;
- c) l'ammontare del dividendo può essere attendibilmente valutato.

.....

In occasione della predisposizione del presente bilancio, la Società ha sottoposto ad *impairment test* la partecipazione in Fincantieri Oil & Gas che detiene a sua volta la partecipazione in Vard Holdings Ltd.. Il *test* è stato effettuato sulla base del piano strategico predisposto dalla controllata VARD. Il valore recuperabile dell'attività è stato determinato con riferimento al valore d'uso, calcolato con il metodo del *discounted cash flow*, attualizzando i futuri flussi di cassa stimati al costo medio ponderato del capitale (WACC). Il WACC è stato determinato in misura pari al 6,6%, mentre il tasso di crescita (g rate), utilizzato per la proiezione dei flussi di cassa oltre all'orizzonte esplicito di piano, è stato determinato in misura pari al 2%. Nessuna perdita di valore è stata riscontrata in sede di *impairment test* in quanto il valore recuperabile risulta superiore al valore contabile della partecipazione. Inoltre i risultati ottenuti sono stati sottoposti a *sensitivity analysis*, prendendo a riferimento le assunzioni per cui è ragionevolmente possibile che un cambio nelle stesse possa modificare significativamente i risultati del *test*. Si segnala che qualora il WACC subisse una variazione in aumento di 100 punti base o il tasso di crescita, nel calcolo del *terminal value*, registrasse una riduzione di 100 punti base, il valore di carico della partecipazione risulterebbe non recuperabile.

RELAZIONE FINANZIARIA ANNUALE 2018 - ATLANTIA SPA

Partecipazioni

Le partecipazioni in imprese collegate e in *joint venture* sono valutate in base al metodo del patrimonio netto, rilevando a conto economico la quota di pertinenza del Gruppo degli utili o delle perdite maturate nell'esercizio, ad eccezione degli effetti relativi ad altre variazioni del patrimonio netto della società partecipata, diverse dalle operazioni con gli azionisti, che sono riflessi direttamente nel conto economico complessivo di Gruppo. Inoltre, con il suddetto metodo sono rilevate, nell'ambito della misurazione del valore della partecipazione, i *fair value* delle attività e passività detenute dalla partecipata nonché l'eventuale avviamento, determinati con riferimento al momento di acquisizione della partecipazione, e la loro successiva

misurazione negli esercizi successivi sulla base dei principi contabili e criteri di valutazione illustrati nella presente nota.

In caso di eventuali perdite eccedenti il valore di carico della partecipazione, l'eccedenza è rilevata in un apposito fondo del passivo nella misura in cui la partecipante è impegnata ad adempiere a obbligazioni legali o implicite nei confronti dell'impresa partecipata o comunque a coprirne le perdite.

Le partecipazioni in imprese controllate non consolidate ed in altre imprese, classificabili nella categoria degli strumenti finanziari di capitale ai sensi dell'IFRS 9, sono iscritte inizialmente al costo, rilevato alla data di regolamento, in quanto rappresentativo del *fair value*, comprensivo dei costi di transazione direttamente attribuibili.

Successivamente alla contabilizzazione iniziale, tali partecipazioni sono valutate al *fair value*, con rilevazione degli effetti nel conto economico, ad eccezione di quelle che non siano detenute per finalità di negoziazione e per le quali, come consentito dall'IFRS 9, sia stata esercitata la facoltà, al momento di acquisizione, di designazione al *fair value* con rilevazione delle successive variazioni dello stesso nelle altre componenti del conto economico complessivo.

Riduzione e ripristino di valore delle attività (*impairment test*)

Alla data di chiusura del bilancio, il valore contabile delle attività materiali, immateriali, finanziarie e delle partecipazioni è soggetto a verifica per determinare se vi siano indicazioni che queste attività abbiano subito perdite di valore. Qualora queste indicazioni esistano, si procede alla stima del valore di tali attività, per verificare la recuperabilità degli importi iscritti a bilancio e determinare l'importo della eventuale svalutazione da rilevare nel conto economico. Per le attività immateriali a vita utile indefinita e per quelle in corso di realizzazione, l'*impairment test* sopra descritto è effettuato almeno annualmente, indipendentemente dal verificarsi o meno di eventi che facciano presupporre una riduzione di valore, o più frequentemente nel caso in cui si verificano eventi o cambiamenti di circostanze che possano far emergere eventuali riduzioni di valore.

Qualora non sia possibile stimare il valore recuperabile di una attività individualmente, la stima del valore recuperabile è compresa nell'ambito dell'unità generatrice di flussi finanziari (*Cash Generating Unit - CGU*) a cui l'attività appartiene. Tale verifica consiste nella stima del valore recuperabile dell'attività (rappresentato dal maggiore tra il presumibile valore di mercato, al netto dei costi di vendita, e il valore d'uso) e nel confronto con il relativo valore netto contabile. Qualora quest'ultimo risultasse superiore, l'attività è svalutata fino a concorrenza del valore recuperabile. Nel determinare il valore d'uso, i flussi finanziari futuri attesi ante imposte sono attualizzati utilizzando un tasso di sconto, ante imposte, che rifletta la stima corrente del mercato riferito al costo del capitale in funzione del tempo e dei rischi specifici dell'attività. Nel caso di stima dei flussi finanziari futuri di CGU operative in funzionamento, si utilizzano, invece, flussi finanziari e tassi di attualizzazione al netto delle imposte, che producono risultati sostanzialmente equivalenti a quelli derivanti da una valutazione ante imposte. Le perdite di valore sono contabilizzate nel conto economico e sono classificate coerentemente alla natura dell'attività svalutata. Alla data di chiusura del bilancio, qualora vi sia indicazione che una perdita per riduzione di valore rilevata negli esercizi precedenti possa essersi ridotta, in tutto o in parte, si provvede a verificare la recuperabilità

degli importi iscritti nella situazione patrimoniale-finanziaria e determinare l'eventuale importo della svalutazione da ripristinare nel conto economico; tale ripristino non può eccedere, in nessun caso, l'ammontare delle svalutazioni precedentemente effettuate. L'avviamento non è mai ripristinabile.

.....
Sono stati effettuati i *test di impairment* in relazione ai valori di carico delle partecipazioni al 31 dicembre 2018 in Aeroporto Guglielmo Marconi di Bologna e Getlink per i quali si sono manifestati indicatori di possibili perdite di valore.

Non sono state riscontrate indicazioni di possibili ripristini di valore relativamente alle partecipazioni oggetto di svalutazioni in esercizi precedenti.

I *test di impairment* sono stati effettuati utilizzando il *Dividend Discount Model* basato sui relativi piani pluriennali, applicando un tasso di attualizzazione rispettivamente pari al 6,23% e 7,50%.

I *test* hanno confermato la piena recuperabilità del valore di carico delle partecipazioni detenute nelle società suindicate.

In aggiunta ai *test* sopra commentati, sono state eseguite alcune analisi di sensitività sul valore recuperabile, incrementando dell'1% il tasso di attualizzazione indicato.

I risultati di tali analisi hanno evidenziato:

- a) per Aeroporto Guglielmo Marconi di Bologna, una potenziale svalutazione per 23 milioni di euro;
- b) per Getlink, una potenziale svalutazione per 77 milioni di euro.

Con riferimento alla partecipazione in Rodovias do Tieté non si è proceduto all'effettuazione del *test di impairment*, pur in presenza di indicatori, in quanto:

- a) il valore di carico al 31 dicembre 2018, valutato in base al metodo del patrimonio netto, risulta interamente azzerato;
- b) non sussistono obblighi (legali o impliciti) al ripianamento delle perdite da parte degli azionisti.

RELAZIONE FINANZIARIA ANNUALE 2014 - EDISON SPA

Strumenti finanziari

Includono le partecipazioni (escluse le partecipazioni in società controllate, a controllo congiunto e collegate) detenute per la negoziazione (cd. partecipazioni di *trading*) e quelle disponibili per la vendita, i crediti e i finanziamenti non correnti, i crediti commerciali e gli altri crediti originati dall'impresa e le altre attività finanziarie correnti come le disponibilità liquide e mezzi equivalenti. Sono disponibilità liquide e mezzi equivalenti i depositi bancari e postali, i titoli prontamente negoziabili che rappresentano investimenti temporanei di liquidità e i crediti finanziari esigibili entro tre mesi. Vi si includono anche i debiti finanziari, i debiti commerciali e gli altri debiti e le altre passività finanziarie nonché gli strumenti derivati.

Le attività e le passività finanziarie sono rilevate contabilmente al valore equo all'insorgere dei diritti e obblighi contrattuali previsti dallo strumento.

La loro iscrizione iniziale tiene conto dei costi di transazione direttamente attribuibili all'acquisizione e dei costi di emissione che sono inclusi nella valutazione iniziale di tutte le attività o passività definibili strumenti finanziari. La valutazione successiva dipende dalla tipologia dello strumento.

In particolare:

- le attività detenute per la negoziazione, esclusi gli strumenti derivati, sono valutate al *fair value* (valore equo) con iscrizione delle variazioni di *fair value* a conto economico. Tale categoria è prevalentemente costituita dalle partecipazioni di *trading* e dalle cd. Attività di *trading* illustrate nel seguito;

- le altre attività e passività finanziarie, diverse dagli strumenti derivati e dalle partecipazioni,

con pagamenti fissi o determinabili, sono valutate al costo ammortizzato. Le eventuali spese di transazione sostenute in fase di acquisizione/vendita sono portate a diretta rettifica del valore nominale dell'attività/passività (per esempio, aggio e disagio di emissione, costi sostenuti per l'acquisizione di finanziamenti, ecc.). Sono poi rideterminati i proventi/oneri finanziari sulla base del metodo del tasso effettivo d'interesse. Per le attività finanziarie sono regolarmente effettuate valutazioni al fine di verificare l'eventuale esistenza di evidenze obiettive che le stesse abbiano subito una riduzione di valore. In particolare, nella valutazione dei crediti si tiene conto della solvibilità dei creditori nonché delle caratteristiche di rischio creditizio che è indicativo della capacità di pagamento dei singoli debitori. Le eventuali perdite di valore sono rilevate come costo nel conto economico del periodo. In questa categoria rientrano i crediti e i finanziamenti non correnti, i crediti commerciali e gli altri crediti originati dall'impresa, i debiti finanziari, i debiti commerciali e gli altri debiti e le altre passività finanziarie;

- le attività disponibili per la vendita, sono valutate al *fair value* (valore equo) e gli utili e le perdite che si determinano sono iscritti a patrimonio netto, in particolare nella "Riserva di altre componenti del risultato complessivo"; il *fair value* iscritto si riversa a conto economico al momento dell'effettiva cessione. Le perdite da valutazione a *fair value* sono invece iscritte direttamente a conto economico nei casi in cui sussistano evidenze obiettive che l'attività finanziaria abbia subito una riduzione di valore anche se l'attività non è ancora stata ceduta. Sono invece valutate al costo ridotto per perdite durevoli di valore le partecipazioni non quotate per le quali il *fair value* non sia misurabile attendibilmente. In questa categoria sono incluse le partecipazioni possedute per una percentuale inferiore al 20%;

.....

BILANCIO SEPARATO 2018 - SABAF SPA

Faringosi Hinges s.r.l.

Nel corso del 2018 Faringosi Hinges ha conseguito risultati molto positivi e migliori - in termini di vendite e redditività - sia nei confronti all'esercizio precedente sia rispetto al budget. Il piano previsionale 2019-2023, elaborato a inizio 2019, prospetta un ulteriore incremento delle vendite.

Al 31 dicembre 2018 Sabaf S.p.A. ha sottoposto a *test di impairment* - effettuato con il supporto di esperti indipendenti - il valore contabile della partecipazione, determinandone il valore recuperabile, considerato pari al valore d'uso più la liquidità disponibile, mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri attesi stimati nel piano previsionale elaborato dal management. Ai flussi di cassa del periodo 2019-2023 è stato sommato il cosiddetto valore terminale, espressivo dei flussi operativi

che la partecipata sarà in grado di generare a partire dal sesto anno all'infinito e determinato sulla base della rendita perpetua. Il valore d'uso è stato calcolato sulla base di un tasso di sconto (wacc) del 10,45% (9,18% nel *test di impairment* condotto in occasione della redazione del bilancio separato al 31 dicembre 2017) e di un tasso di crescita (g) dell'1,50%, invariato rispetto al 31 dicembre 2017.

Il valore recuperabile determinato sulla base delle assunzioni e delle tecniche valutative sopra citate è pari a 12,762 milioni di euro, a fronte di un valore contabile della partecipazione di 10,329 milioni di euro, di conseguenza si è ritenuto recuperabile il valore di iscrizione della partecipazione al 31 dicembre 2018.

Analisi di sensitività

Si riportano nella tabella seguente le variazioni del valore recuperabile al variare del tasso di attualizzazione wacc e del fattore di crescita g:

<i>migliaia di euro</i>	<i>tasso di crescita</i>					
	<i>tasso di sconto</i>	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%
9,45%		13.784	14.118	14.472	14.849	15.252
9,95%		12.966	13.257	13.565	13.893	14.241
10,45%		12.236	12.492	12.762	13.048	13.351
10,95%		11.581	11.808	12.046	12.298	12.563
11,45%		10.991	11.192	10.404	11.627	11.861

A.R.C. s.r.l.

Nel mese di giugno 2016 la Società ha acquisito la quota di controllo (70%) di A.R.C. s.r.l., società *leader* in Italia nella produzione di bruciatori per la cottura professionale. L'operazione ha permesso a Sabaf di entrare in un nuovo settore, contiguo a quello tradizionale dei componenti per apparecchi domestici per la cottura a gas, e di valorizzare la consolidata presenza internazionale del Gruppo Sabaf.

Al 31 dicembre 2018 la Società ha sottoposto a *test di impairment* - effettuato con il supporto di esperti indipendenti - il valore contabile della partecipazione, determinandone il valore recuperabile, considerato pari al valore d'uso più la liquidità disponibile, mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri attesi stimati nel piano previsionale elaborato a inizio 2019. Ai flussi di cassa del periodo 2019-2023 è stato sommato il cosiddetto valore terminale, espressivo dei flussi operativi che la partecipata sarà in grado di generare a partire dal quarto anno all'infinito e determinato sulla base della rendita perpetua. Il valore d'uso è stato calcolato sulla base di un tasso di sconto (wacc) del 7,73% (6,90% nel *test di impairment* condotto in occasione della redazione del bilancio separato al 31 dicembre 2017) e di un tasso di crescita (g) dell'1,50% in linea con lo scorso esercizio.

La quota di pertinenza di Sabaf S.p.A. del valore recuperabile determinato sulla base delle assunzioni e delle tecniche valutative sopra citate è pari a 8,421 milioni di euro (70% del valore recuperabile totale, pari a 12,030 milioni di euro), a fronte di un valore contabile della partecipazione di 4,8 milioni di euro, di conseguenza si è ritenuto recuperabile il valore di iscrizione della partecipazione al 31 dicembre 2018.

Analisi di sensitività

Si riportano nella tabella seguente le variazioni del valore recuperabile al variare del tasso di attualizzazione wacc e del fattore di crescita g:

<i>migliaia di euro</i>	<i>tasso di crescita</i>				
<i>tasso di sconto</i>	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%
6,73%	13.170	13.615	14.103	14.640	15.233
7,23%	12.207	12.575	12.975	13.412	13.891
7,73%	11.389	11.697	12.030	12.392	12.785
8,23%	10.685	10.947	11.228	11.531	11.858
8,73%	10.073	10.298	10.538	10.795	11.071

Nell'ambito dell'operazione di acquisizione del 70% di A.R.C. S.r.l., Sabaf S.p.A. ha sottoscritto con il Sig. Loris Gasparini (attuale socio di minoranza al 30% della A.R.C.) un accordo che ha inteso regolamentare il diritto di uscita del Sig. Gasparini da A.R.C. e l'interesse di Sabaf ad acquisire il 100% delle quote una volta decorso il termine di cinque anni dalla stipula del contratto di compravendita del 24 giugno 2016, mediante la sottoscrizione di specifici patti di opzione. L'accordo prevede quindi specifici diritti di opzione ad acquistare (da parte di Sabaf) e a vendere (da parte del Sig. Gasparini) esercitabili a decorrere dal 24 giugno 2021, le restanti quote pari al 30% della A.R.C., con prezzi di esercizio definiti contrattualmente sulla base di parametri reddituali consuntivati da A.R.C. al 31 dicembre 2020.

L'opzione per l'acquisto del 30% residuo di A.R.C. rappresenta uno strumento derivato; dal momento che il prezzo di esercizio definito contrattualmente è stato ritenuto rappresentativo del *fair value* della quota potenzialmente acquisibile, non è stato iscritto nessun valore nel bilancio separato chiuso al 31 dicembre 2018.

Okida Elektronik Sanayi Limited Sirket

Nel mese di settembre 2018 la Società ha acquisito direttamente il 30% di Okida Elektronik (la restante quota del 70% è stata acquisita tramite la società controllata Sabaf Turchia). Okida è *leader* in Turchia nella progettazione e produzione di componenti elettronici per elettrodomestici (principalmente forni e cappe di aspirazione); l'operazione ha permesso a Sabaf di entrare in un nuovo settore, contiguo a quello tradizionale dei componenti per apparecchi domestici per la cottura a gas.

Al 31 dicembre 2018 la Società ha sottoposto a *test di impairment* - effettuato con il supporto di esperti indipendenti - il valore contabile della partecipazione, determinandone il valore recuperabile mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri attesi stimati sulla base del budget 2019 e delle proiezioni per il triennio successivo. Ai flussi di cassa del periodo 2019-2022 è stato sommato il cosiddetto valore terminale, espressivo dei flussi operativi che la società sarà in grado di generare a partire dal quinto anno all'infinito e determinato sulla base della rendita perpetua. Il valore d'uso è stato calcolato sulla base di un tasso di sconto (*wacc*) dell'11,05% e di un tasso di crescita (*g*) del 2,50%, in linea con le previsioni di crescita attese del settore nel mercato turco.

La quota di pertinenza di Sabaf S.p.A. del valore recuperabile determinato sulla base delle assunzioni e delle tecniche valutative sopra citate è pari a 11,900 milioni di euro (30% dell'*equity value* totale, pari a 39,665 milioni di euro), a fronte di un valore contabile della partecipazione di 8,698 milioni di euro, di conseguenza si è ritenuto recuperabile il valore di iscrizione della partecipazione al 31 dicembre 2018.

Analisi di sensitività

Si riportano nella tabella seguente le variazioni del valore recuperabile al variare del tasso di attualizzazione wacc e del fattore di crescita g.

<i>migliaia di euro</i>	<i>tasso di crescita</i>			
<i>tasso di sconto</i>	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
10%	40.200	42.307	44.697	47.430
10,5%	38.070	39.930	42.027	44.400
11%	36.163	37.817	39.665	41.747
11,5%	34.447	35.923	37.567	39.403

BILANCIO SEPARATO 2018 - A2A SPA

Partecipazioni in controllate, collegate e joint ventures

Sono controllate le società in cui A2A S.p.A. esercita il controllo in quanto “è esposta, ovvero ha diritto, a risultati variabili derivanti dal proprio coinvolgimento nell’entità ed è in grado di influenzare tali risultati attraverso il proprio potere sull’entità stessa”, così come definito dall’IFRS 10.

Sono imprese collegate le imprese su cui la società esercita una influenza notevole nella determinazione delle scelte strategiche dell’impresa, pur non avendone il controllo, considerando anche i cosiddetti voti potenziali, cioè i diritti di voto derivanti da strumenti convertibili; l’influenza notevole si presume quando A2A S.p.A. detiene, direttamente e indirettamente, più del 20% dei diritti di voto esercitabili nell’assemblea ordinaria.

Una *joint venture* è un accordo contrattuale con il quale due o più parti intraprendono un’attività economica sottoposta a controllo congiunto.

Le partecipazioni in imprese controllate, collegate e *joint ventures* sono valutate nel bilancio separato al costo di acquisto eventualmente ridotto in caso di distribuzione di capitale ovvero in presenza di perdite di valore determinate effettuando l’*Impairment test*.

Qualora l’eventuale quota di pertinenza della società delle perdite della partecipata ecceda il valore contabile della partecipazione, si procede ad azzerare il valore della partecipazione e la quota delle ulteriori perdite è rilevata come fondo nel passivo nel caso in cui la società abbia l’obbligo di risponderne.

Il costo è ripristinato negli esercizi successivi se vengono meno le ragioni che avevano originato le svalutazioni.

Impairment test

Il valore contabile delle partecipazioni viene sottoposto a verifica periodica e ogni qualvolta le circostanze o gli eventi ne richiedano una più frequente verifica. Qualora si ritenga che il valore contabile abbia subito una perdita di valore, lo stesso è svalutato fino a concorrenza del relativo valore recuperabile, stimato con riferimento al suo utilizzo o alla cessione futura, in relazione a quanto precisato nei più recenti piani aziendali. Si ritiene che le stime di tali valori recuperabili siano ragionevoli, tuttavia possibili variazioni dei fattori di stima su cui si basa il calcolo dei predetti

valori recuperabili potrebbero produrre valutazioni diverse. Per ulteriori dettagli sulle modalità di esecuzione e sui risultati dell'*Impairment test* sulle partecipazioni della Capogruppo si rinvia allo specifico paragrafo.

Impairment partecipazioni in imprese controllate, collegate e joint ventures

Il valore recuperabile delle partecipazioni è stato determinato sulla base del valore attuale dei corrispondenti flussi di cassa netti attesi attribuibili alle partecipate da A2A S.p.A. I flussi di cassa utilizzati sono coerenti con quelli utilizzati per l'*Impairment test* delle CGU nell'ambito del Bilancio consolidato.

Altrettanto dicasi per l'approccio metodologico e i tassi di attualizzazione adottati meglio dettagliati nella Relazione finanziaria annuale consolidata (nota 2).

Di seguito sono riportati i valori di carico delle singole partecipazioni sottoposte a *Impairment test*, effettuato da un perito esterno, specificando per ciascuna la tipologia e i tassi di attualizzazione utilizzati. Si ricorda che l'*Impairment test* viene svolto per tutte le partecipazioni che presentano un valore di carico superiore rispetto alla corrispondente frazione di Patrimonio netto di competenza e/o in presenza di *impairment indicators* specifici.

Nell'esercizio 2018 l'*Impairment test* condotto sulla società A2A Energiefuture S.p.A. ha comportato una svalutazione pari a 73.000 migliaia di euro, mentre le altre partecipazioni non hanno evidenziato la necessità di effettuare alcuna svalutazione.

Partecipazioni <i>milioni di euro</i>	Valori pre <i>Impairment</i> <i>Test</i> al 31 12 2018	Valore recuperabile (valore d'uso) al 31 12 2018	WACC <i>Post-tax</i>	Tasso di crescita g	Svalutazione
A2A Energiefuture S.p.A.	263	190	7,4%	0,0%	(73)

BILANCIO SEPARATO 2018 - GEOX SPA

Asset Impairment

La Società ha rilevato degli accantonamenti a fronte della possibilità che i valori contabili delle attività materiali, immateriali e partecipazioni possano non essere recuperabili dalle stesse tramite l'uso. Una significativa valutazione discrezionale è richiesta agli amministratori per determinare l'ammontare di *asset impairment* che debba essere contabilizzato. Essi stimano la possibile perdita di valore delle immobilizzazioni e partecipazioni in relazione ai risultati economici futuri ad essi strettamente riconducibili.

Strumenti finanziari

Gli strumenti finanziari detenuti dalla Società sono inclusi nelle seguenti voci di bilancio:

- Partecipazioni: sono iscritte al costo storico rettificato in presenza di perdite di valore, determinate sulla base di un apposito *test di impairment*;

Partecipazioni

La recuperabilità del valore delle partecipazioni che presentavano sintomi di *impairment*, a fronte del fatto che il loro valore di iscrizione in bilancio risultava superiore rispetto alla quota di patrimonio netto detenuta, è stata verificata mediante apposito test di *impairment* effettuato secondo la metodologia dell'attualizzazione dei flussi di cassa attesi (*Discounted Cash Flow* - DCF).

In particolare, è stato sottoposto a *test di impairment* il valore delle partecipazioni detenute nelle controllate Geox Retail S.r.l., Geox France Sarl e Geox Hungary Kft.

I flussi di cassa delle società controllate sono stati stimati dal management per gli anni 2019-2023.

Il *terminal value* è stato determinato prendendo a riferimento i flussi di cassa operativi attesi normalizzati al termine del periodo di piano calcolato con il metodo della rendita perpetua (PWG), con tasso di crescita compreso tra l'1,0% e il 2,0%, a seconda del mercato di riferimento.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC) utilizzato per l'attualizzazione dei flussi operativi è stato stimato, a seconda delle partecipazioni di riferimento, pari a 8,75% per Geox Retail S.r.l., pari a 6,69% per Geox France Sarl e a 8,81% per Geox Hungary Kft.

Il *test di impairment* non ha evidenziato l'esigenza di apportare alcuna rettifica di valore della partecipazioni anche a seguito della *sensitivity analysis* effettuata considerando lo scostamento del tasso di attualizzazione (Wacc) dello 0,5% e del tasso di crescita (g) dello 0,5%.

Più in generale, si evidenzia come tutti i parametri utilizzati per il DCF siano allineati agli standard di mercato, sulla base del corrente contesto, per la valutazione di partecipazioni in realtà industriali con un orizzonte di lungo termine.

La svalutazione, per euro 360 mila, effettuata sul valore della partecipazione in Geox Turkey A.S. riflette il valore di realizzo della stessa in considerazione del fatto che nel corso del 2019 tale società sarà posta in liquidazione.

BILANCIO SEPARATO 2018 – COFIDE SPA (GRUPPO DE BENEDETTI)

7.d. Partecipazioni contabilizzate con il metodo del patrimonio netto

Al 31 dicembre 2018 le partecipazioni detenute in Persidera S.p.A., Editoriale Libertà S.p.A. e Editoriale Corriere di Romagna S.r.l. sono state sottoposte a *impairment test*, utilizzando nella determinazione sia del *fair value* che del valore d'uso metodologie e assunzioni analoghe a quelle adottate per le CGU del gruppo Gedi tenendo conto degli specifici settori di attività di ciascuna società. Più precisamente, il valore recuperabile delle partecipazioni – termine di raffronto per accertare la presenza di *impairment loss* – è stato determinato, secondo le indicazioni dello IAS 36, nel maggiore tra il *fair value* al netto dei costi di vendita ed il valore d'uso: il primo è stato stimato facendo riferimento ai multipli di mercato; il secondo è stato quantificato sulla base dei flussi attesi dall'impresa partecipata, sulla base dei piani previsionali 2019-2021. In particolare per la "CGU Persidera" il piano,

approvato dal Consiglio di Amministrazione della società in data 20 febbraio 2019, ipotizza una crescita del margine operativo lordo nel biennio 2020-2021 dell'1,2% annuo. Il *terminal value* è stato calcolato in considerazione dell'Ebitda dell'ultimo anno di piano e di ammortamenti/investimenti coincidenti con gli investimenti dell'ultimo anno di piano (2021). Il tasso di attualizzazione dei flussi previsti è pari al 8,02%, che incorpora un ulteriore premio per il rischio (c.d. *execution risk*), quantificato in 0,5%, che considera il rischio sottostante alle nuove previsioni economico-finanziarie elaborate dal management di Persidera con particolare riferimento al cambiamento di tecnologia (c.d. *switch off*) previsto a partire dal 2020, alla variabilità dei costi e degli investimenti necessari per eseguire tale cambiamento di tecnologia ed anche ai risultati per l'anno 2018 inferiori alle attese del budget elaborato l'anno precedente.

A seguito dell'*impairment test* effettuato alla data di chiusura dell'esercizio 2018 si è reso necessario ridurre i valori delle partecipazioni in Persidera S.p.A., per un importo pari a € 11.155 migliaia, e in Editoriale Libertà S.p.A., per un importo pari a € 871 migliaia. Relativamente alla partecipazione in Editoriale Corriere di Romagna S.r.l. non è emersa alcuna riduzione del valore contabile.

2.e. Partecipazioni in imprese controllate e collegate (IFRS 10, IAS 27 e IAS 28)

Le partecipazioni in imprese controllate e collegate sono iscritte al costo rettificato in presenza di perdite di valore.

La differenza positiva, emergente all'atto dell'acquisto, tra il costo di acquisizione e la quota di patrimonio netto a valori correnti della partecipata di competenza della società è, pertanto, inclusa nel valore di carico della partecipazione.

Le partecipazioni in imprese controllate e collegate sono sottoposte ogni anno, o se necessario più frequentemente, a verifica circa eventuali perdite di valore attraverso lo svolgimento di *test di impairment*. Il metodo di valutazione utilizzato è effettuato sulla base del *discounted cash flow* o del *fair value*, calcolato come l'ammontare ottenibile dalla vendita della partecipazione in una libera transazione tra parti consapevoli e disponibili, dedotti i costi della dismissione. Qualora esistano evidenze che tali partecipazioni abbiano subito una perdita di valore, la stessa è rilevata nel conto economico come svalutazione.

Nel caso l'eventuale quota di pertinenza della società delle perdite della partecipata ecceda il valore contabile della partecipazione, e la società abbia l'obbligo o l'intenzione di risponderne, si procede ad azzerare il valore della partecipazione e la quota delle ulteriori perdite è rilevata come fondo nelle passività. Qualora, successivamente, la perdita di valore venga meno o si riduca, è rilevato a conto economico un ripristino di valore nei limiti del costo.

5.c. Partecipazioni in imprese controllate

Come richiesto dai principi IFRS, la partecipazione nella controllata CIR S.p.A. posseduta a fine esercizio è stata sottoposta al *test di impairment* al fine di verificare se esistono obiettive evidenze che possano far ritenere non interamente recuperabile il valore di iscrizione delle attività stesse.

Ai fini dell'effettuazione dell'*impairment test* nel bilancio separato, tale partecipazione non ha assunto rilevanza individualmente ma, considerata la natura di

holding della partecipata, è rientrata nell'*impairment test* delle CGU svolto a livello consolidato.

La verifica effettuata del valore attuale dei flussi di cassa attesi evidenzia un valore d'uso della CGU CIR superiore al suo valore contabile; pertanto non è stata apportata alcuna svalutazione.

BILANCIO 2017 - FIDIA SPA

Partecipazioni

Le imprese controllate sono le imprese su cui la società esercita il controllo, ovvero quelle per cui la società detiene validi diritti che gli conferiscono la capacità attuale di dirigere le attività rilevanti, ossia le attività che incidono in maniera significativa sui rendimenti dell'entità oggetto di investimento.

Le imprese collegate sono le imprese nelle quali la Società esercita un'influenza notevole, così come definita dallo IAS 28 - Partecipazioni in collegate, ma non il controllo o il controllo congiunto, sulle politiche finanziarie ed operative.

Le partecipazioni in altre imprese includono le attività finanziarie non correnti e non destinate ad attività di *trading*.

La differenza positiva, emergente all'atto dell'acquisto, tra il costo di acquisizione e la quota di patrimonio netto a valori correnti della partecipata di competenza della Società è, pertanto, inclusa nel valore di carico della partecipazione.

Le partecipazioni in imprese controllate e collegate sono iscritte al costo rettificato in presenza di perdite di valore.

In applicazione del metodo del costo, le partecipazioni vengono assoggettate a *test di impairment* ogni qualvolta vi sia un'obiettiva evidenza di perdita di valore della partecipazione per effetto di uno o più eventi intervenuti dopo l'iscrizione iniziale della stessa che abbiano un impatto sui flussi futuri di cassa della partecipata e sui dividendi che la stessa potrà distribuire. In questi casi, la svalutazione viene determinata come differenza tra il valore di carico della partecipazione e il suo valore recuperabile, normalmente determinato sulla base del maggiore tra valore in uso e il *fair value* al netto dei costi di vendita.

Ad ogni periodo, la Società valuta se vi sono obiettive evidenze che una svalutazione per *impairment* di una partecipazione iscritta in esercizi precedenti possa essersi ridotta o non sussistere più. In questi casi, viene rideterminato il valore recuperabile della partecipazione e, se del caso, viene ripristinato il valore di costo della stessa.

Nel caso l'eventuale quota di pertinenza della Società delle perdite della partecipata ecceda il valore contabile della partecipazione e la Società abbia l'obbligo di risponderne, si procede ad azzerare il valore della partecipazione e la quota delle ulteriori perdite è rilevata come fondo nel passivo. Qualora, successivamente, la perdita di valore venga meno o si riduca, è rilevato a conto economico un ripristino di valore nei limiti del costo.

Le partecipazioni in altre imprese minori, costituenti attività finanziarie non correnti, per le quali non è disponibile una quotazione di mercato e il cui *fair value* (valore equo) non può essere misurato attendibilmente, sono iscritte al costo, eventualmente svalutato per perdite di valore.

Impairment test

L'*impairment test* è stato effettuato sulla partecipazione di controllo nella società Fidia Co (USA) per la quale, alla data di chiusura dell'esercizio, è stata evidenziata la presenza di indicatori di recupero di valore.

Il valore recuperabile è stato determinato attraverso il valore d'uso, ovvero attualizzando i flussi di cassa contenuti nel piano economico-finanziario delle partecipate avente ad oggetto l'arco temporale 2018-2020. Le assunzioni operate nella previsione dei flussi di cassa nel periodo di proiezione esplicita sono state effettuate su presupposti prudenziali ed utilizzando aspettative future realistiche e realizzabili.

Al fine di determinare il valore d'uso della partecipata sono stati considerati i flussi finanziari attualizzati dei 3 anni di proiezione esplicita sommati ad un valore terminale, per determinare il quale è stato utilizzato il criterio dell'attualizzazione della rendita perpetua. Il tasso di attualizzazione applicato ai flussi di cassa prospettici è stato calcolato tenendo in considerazione il settore in cui opera la società, la struttura di indebitamento e l'attuale situazione congiunturale; in particolare il tasso WACC è stato pari a circa 8,72% per Fidia Co. (USA).

Il tasso di crescita per i flussi di cassa relativi agli esercizi successivi al periodo di proiezione esplicita, è stato ipotizzato pari a zero (in linea con quanto utilizzato negli anni precedenti), al fine di adottare un approccio prudenziale e adeguato all'attuale congiuntura.

Il risultato dell'*impairment test* è stato approvato in via autonoma e separata rispetto al presente bilancio.

Il confronto tra il valore netto di carico delle partecipazioni in capo alla società controllante Fidia S.p.A. ed il corrispondente valore recuperabile derivante dall'applicazione del metodo di valutazione sopra esposto ha evidenziato la necessità di apportare una ripresa di valore per la partecipazione in Fidia Co. pari a 1.538 migliaia di euro.

Gli effetti rilevati hanno determinato pertanto il pieno ripristino del costo della partecipazione.

Si precisa che la differenza tra il costo della partecipazione ripristinato e il patrimonio netto pro-quota della partecipata è riferibile esclusivamente all'andamento del cambio EUR / USD nel corso del 2017.

In termini di analisi di sensitività si evidenzia che:

- variazioni del +/-1,0% sul WACC non determinano significativi impatti in termini di determinazione del valore recuperabile;
- variazioni dell'EBITDA pari a +/- 5% determinerebbero impatti anch'essi non significativi.

Per le partecipazioni restanti si evidenzia una sostanziale congruità; in particolare, per la Shenyang Fidia NC&M Co. Ltd., pur risultando una differenza negativa tra il costo della partecipazione e il patrimonio netto pro-quota della partecipata, sulla base dei risultati migliorativi consuntivati nell'esercizio 2017 e sulla base dei risultati futuri attesi, la Direzione ha ritenuto non vi fossero indicatori di perdite di valore e pertanto non ha proceduto all'effettuazione del *test di impairment*.

Impairment Test: il valore contabile delle attività immateriali, materiali ma in particolar modo delle partecipazioni in società, viene sottoposto a verifica periodica e ogni qualvolta le circostanze o gli eventi ne richiedano una più frequente verifica.

Qualora si ritenga che il valore contabile di un gruppo di attività immobilizzate abbia subito una perdita di valore, lo stesso è svalutato fino a concorrenza del relativo valore recuperabile, stimato con riferimento al suo utilizzo (inteso come capacità di generare reddito nel caso delle partecipazioni) o alla cessione futura, in relazione a quanto precisato nei più recenti piani aziendali. Si ritiene che le stime di tali valori recuperabili siano ragionevoli, tuttavia possibili variazioni dei fattori di stima su cui si basa il calcolo dei predetti valori recuperabili potrebbero produrre valutazioni diverse.

Relazione di revisione

Recuperabilità del valore degli investimenti in società controllate

Nota 9.3 del bilancio d'esercizio "Partecipazioni"

Al 31 dicembre 2018 circa il 56% del totale delle attività è rappresentato dal valore delle partecipazioni di controllo, pari a 976 milioni di Euro, principalmente detenute in società attive nel settore di produzione e vendita di energia elettrica.

Nel contesto di una situazione di mercato caratterizzato dalla presenza di una significativa volatilità del prezzo dell'energia elettrica e di una conseguente riduzione delle *performance* delle partecipate, la Società, ai sensi del principio contabile internazionale IAS 36 adottato dall'Unione Europea, ha effettuato un *test* di recuperabilità (*impairment test*) utilizzando la metodologia dei flussi di cassa futuri attualizzati (*Discounted Cash Flow*) per misurare il valore recuperabile delle partecipazioni. I flussi di cassa sono stati stimati avendo come riferimento il piano industriale di Gruppo, approvato dal Consiglio di Gestione in data 28 febbraio 2019, nonché le stime di produttività previste fino al termine di ogni singola concessione idroelettrica.

Considerata la rilevanza dei valori iscritti in bilancio nonché la complessità del processo di stima del valore recuperabile delle partecipazioni basato sui flussi di cassa futuri che queste genereranno, abbiamo identificato come aspetto chiave della revisione la valutazione delle partecipazioni con riferimento alla presenza di eventuali perdite di valore ed alla conseguente adeguata rilevazione nel bilancio d'esercizio.

Le procedure di revisione svolte hanno riguardato la verifica delle procedure adottate dagli amministratori per l'individuazione di eventuali perdite di valore delle partecipazioni in base a quanto previsto dal principio contabile internazionale IAS 36 - Riduzione di valore delle attività ("*Impairment of Assets*").

In particolare abbiamo ottenuto l'*impairment test* svolto dalla direzione che è stato da noi verificato anche con il coinvolgimento di esperti in valutazioni facenti parte del *network* PwC.

Le verifiche hanno riguardato le principali assunzioni utilizzate nell'applicazione della procedura di *impairment test* che si basa sulla stima dei flussi di cassa che si prevede esse stesse genereranno in futuro.

In particolare è stata verificata la ragionevolezza (i) della curva del prezzo d'energia utilizzata, (ii) della capacità produttiva stimata e (iii) del tasso di attualizzazione dei flussi di cassa previsti.

È stata inoltre verificata la capacità della direzione di predisporre stime attraverso il confronto tra i dati consuntivi ed i dati previsti nei piani precedenti, la coerenza delle proiezioni utilizzate rispetto ai piani aggiornati della direzione, nonché la correttezza matematica del calcolo dei flussi di cassa stimati sulla base delle assunzioni sopra indicate.

Abbiamo discusso con la direzione le conclusioni dalla stessa raggiunte a seguito della loro procedura di valutazione. In tale contesto abbiamo verificato che le eventuali rettifiche apportate al valore di iscrizione delle partecipazioni nel bilancio d'esercizio fossero coerenti con i risultati dell'*impairment test* come sopra verificato. Abbiamo infine verificato la completezza e l'accuratezza dell'informativa riportata nelle note illustrative del bilancio d'esercizio.

RELAZIONE FINANZIARIA ANNUALE 2018 - IMPREGILO SPA

Partecipazioni

Le partecipazioni in imprese controllate, collegate e Joint Venture sono valutate in base al metodo del costo ed assoggettate ad *impairment test* periodicamente al fine di verificare che non vi siano eventuali perdite di valore. Tale *test* viene effettuato ogni volta in cui vi sia l'indicazione che la partecipazione possa aver subito una riduzione di valore. Il metodo di valutazione utilizzato è il medesimo descritto all'interno del paragrafo "Riduzione di valore delle attività non finanziarie". Qualora si evidenziasse la necessità di procedere ad una svalutazione, questa verrà addebitata a conto economico nell'esercizio in cui è rilevata. Quando vengono meno i motivi che hanno determinato la riduzione del valore, il valore contabile della partecipazione è incrementato sino a concorrenza del relativo costo originario. Tale ripristino è iscritto a conto economico.

Riduzione di valore delle attività non finanziarie

Qualora esista l'indicazione che possa manifestarsi una perdita di valore delle immobilizzazioni materiali ed immateriali, occorre stimare il valore recuperabile dell'attività per determinare l'entità dell'eventuale svalutazione dell'attività stessa. Nel caso dell'avviamento e delle altre attività immateriali a vita indefinita, tale valutazione viene effettuata almeno annualmente.

Il valore recuperabile di un'attività è il maggiore tra il valore corrente (*fair value*) al netto dei costi di vendita ed il suo valore d'uso.

Il *fair value*, in assenza di un accordo di vendita vincolante, è stimato sulla base dei valori espressi da un mercato attivo, da transazioni recenti ovvero sulla base delle migliori informazioni disponibili per riflettere l'ammontare che l'impresa potrebbe ottenere dalla vendita del bene.

Il valore d'uso è determinato attualizzando i flussi di cassa attesi derivanti dall'uso del bene, al netto delle imposte e, se ragionevolmente determinabili, dalla sua cessione al termine della sua vita utile.

L'attualizzazione è effettuata applicando un tasso di sconto, dopo le imposte, che riflette le valutazioni correnti di mercato del valore temporale del denaro e dei rischi specifici dell'attività.

La valutazione è effettuata per singola attività o per il più piccolo insieme identificabile di attività che genera flussi di cassa in entrata autonomi derivanti dall'utilizzo continuativo (*cash generating unit*). Una perdita di valore è iscritta se il valore recuperabile è inferiore al valore contabile. Quando vengono meno i motivi delle svalutazioni effettuate, le attività, ad eccezione dell'avviamento, sono rivalutate e la rettifica è imputata a conto economico come rivalutazione (ripristino di valore). La rivalutazione è effettuata al minore tra il valore recuperabile e il valore di iscrizione al lordo delle svalutazioni precedentemente effettuate e ridotto delle quote di ammortamento che sarebbero state stanziare qualora non si fosse proceduto alla svalutazione.

Le partecipazioni in Special Purpose Vehicles (nel seguito 'SPV') si riferiscono a entità giuridiche, costituite con lo specifico ed esclusivo scopo di eseguire le commesse a lungo termine per le quali non è stata configurata l'esecuzione diretta e nelle quali Salini Impregilo detiene una partecipazione corrispondente alla quota con cui si è precedentemente partecipato alla procedura di gara. Tali entità, la cui configurazione societaria riflette le indicazioni previste dalle amministrazioni committenti in fase di aggiudicazione della commessa come opportunamente inserite nello specifico contesto giuridico del paese in cui la commessa stessa sarà eseguita, ai fini delle valutazioni che in questa sede rilevano, sono classificate in due ambiti distinti e più precisamente: (i) SPV per le quali è normativamente stabilita l'attribuzione ai propri soci, in misura proporzionale alla quota dagli stessi detenuta nell'entità di riferimento, dei riflessi economici dell'attività eseguita (ie: consorzi e società consortili di diritto italiano che operano 'a ribaltamento costi') e (ii) SPV per le quali tale attribuzione non è normativamente prevista.

Le SPV di cui al punto (i) che precede, per effetto dell'attribuzione periodica ai propri soci dei risultati della commessa eseguita, esprimono un risultato economico su base continuativa sostanzialmente nullo. Infatti, eventuali perdite rilevate nell'ambito delle commesse dalle stesse entità eseguite sono già rilevate dalla partecipante nell'ambito del processo di attribuzione dei risultati economici delle stesse commesse. Per quanto invece attiene alle SPV di cui al punto (ii) che precede, invece, la valutazione relativa ad eventuali perdite deve essere effettuata ai fini del bilancio d'esercizio di Salini Impregilo S.p.A. in quanto gli effetti economici derivanti dalle commesse eseguite da tali entità sono riflessi nel solo bilancio consolidato. Ai fini della valutazione circa l'esistenza di eventuali perdite di valore riferibili a questa tipologia di SPV, pertanto, si prendono come riferimento le commesse eseguite da tali SPV. Più precisamente, si prendono come riferimento le situazioni patrimoniali evidenziate dalle SPV alla fine dell'esercizio e rilevate sulla base dei preventivi a vita intera delle commesse, predisposti ed aggiornati in conformità con i principi contabili di riferimento come interpretati dalle procedure di Gruppo, in quanto ritenuti rappresentativi del valore atteso dei flussi finanziari netti ottenibili dalle stesse entità.

Per l'esercizio 2018, è stata rilevata la necessità di adeguare le perdite di valore, rispetto a quelle rilevate nell'esercizio precedente, adeguando il relativo fondo rischi su partecipazioni con riferimento alle SPV che eseguono in particolare le commesse

GUPC (Panama) per € 17,2 milioni, le commesse Constructora Ariguani (Colombia) per € 7,8 milioni, Grupo ICT II per € 11,7 milioni e Salini Australia Pty per € 4,8 milioni. La valutazione ha consentito, altresì, di rilevare gli effetti economici positivi delle SPV Constructora Angostura (Colombia) per € 1,4 milioni attraverso il ripristino parziale delle svalutazioni operate nei precedenti esercizi.

Al 31 dicembre 2018 è stata rilevata la necessità di adeguare ulteriormente il valore nella partecipazione nella società HCE Costruzioni S.p.A. per un totale complessivo pari ad € 5,3 milioni, comprensivo della perdita conseguita nel 2018.

Per quanto riguarda la società controllata Fisia Italimpianti, la stessa ha chiuso l'esercizio 2018 con un risultato netto in sostanziale pareggio ed un patrimonio netto pari a € 1,7 milioni a fronte di un valore di carico della partecipazione pari ad € 40,2 milioni. Il portafoglio ordini della Società al 31 dicembre 2018 presenta un *backlog* pari a circa 104 milioni di euro in gran parte dovuto a due commesse della dissalazione ad osmosi inversa e del trattamento acque, la prima in Arabia Saudita e la seconda in Turchia.

In tale ambito la controllata è stata assoggettata a procedura di *impairment* sulla base del piano economico finanziario 2019 – 2023 approvato dal Consiglio di Amministrazione di Fisia Italimpianti, con il supporto di esperti esterni che hanno svolto una *independent business review*, che non ha evidenziato elementi tali da richiedere una rettifica al valore.

Al fine di determinare il valore d'uso della controllata, è stato applicato il metodo dei flussi di cassa attualizzati nella sua variante *unlevered*. I principali parametri valutativi utilizzati sono stati:

- Tasso di crescita di lungo periodo: 0% (0% nel 2017);
- Tasso di attualizzazione (Wacc): 11,8% (10,5% nel 2017).

Inoltre sono state sviluppate analisi di sensitività considerando i potenziali effetti di variazioni dei parametri di riferimento del tasso di attualizzazione (+/- 2%), che non hanno evidenziato elementi tali da richiedere una rettifica di valore.

Nello svolgimento del *test di impairment* gli amministratori hanno adottato le seguenti assunzioni, di natura ipotetica, nella predisposizione del piano economico finanziario 2019 -2023 dal quale sono stati estratti i flussi di cassa futuri attesi assunti alla base del *test di impairment*:

- ipotesi di sviluppo della domanda di progetti: il principale mercato della Società è quello Mediorientale, per il quale è prevista una ripresa degli investimenti, dopo il forte calo registrato negli ultimi anni. Si sottolinea come il prezzo del petrolio sia il principale driver dell'economia dell'area e che la recente inversione delle sue quotazioni dovrebbe favorire la ripresa del business. Si segnala, inoltre, che in tutta l'area e soprattutto in Arabia Saudita, alcuni progetti sono in fase di lancio perché non più rimandabili;

- Il Gruppo Salini Impregilo ha fornito a Fisia, grazie al coinvolgimento della propria rete commerciale estesa a livello globale, un supporto nell'individuazione degli obiettivi, soprattutto per le aree del Sud America, dove il Gruppo è storicamente attivo. Inoltre, potrà sostenere Fisia anche da un punto di vista finanziario, fornendo opportune garanzie in specifici casi.

Non si può escludere che in futuro si possano manifestare eventi, ad oggi non prevedibili, tali da richiedere modifiche alle valutazioni effettuate.

La società controllata FIBE ha chiuso l'esercizio 2018 con una perdita netta pari a € 1,7 milioni ed un patrimonio netto pari a € 35,8 milioni. Tenuto conto del fatto che la controllata non è operativa e gestisce unicamente la chiusura dei contenziosi legati ai progetti RSU Campania, gli elementi patrimoniali della stessa risultano i vettori principali del processo di generazione del valore; alla luce di tale considerazione il valore della partecipazione è stato allineato al patrimonio netto al 31 dicembre 2018, registrando una svalutazione pari a € 1,6 milioni.

La controllata Salini Impregilo US Holding INC ha chiuso l'esercizio 2018 con utile pari a € 0,3 milioni ed un patrimonio netto di € 293,5 milioni circa, a fronte di un valore di carico della partecipazione di € 468,4 milioni.

Il valore recuperabile dell'investimento è stato determinato usando le proiezioni dei flussi di cassa basati sul piano quinquennale per il periodo 2019-2023, predisposto e approvato dalla Direzione Aziendale della controllata.

I principali parametri valutativi utilizzati nel *test di impairment* sono stati:

➤ tasso di crescita di lungo periodo: 2,0%;

➤ tasso di sconto: 7,7% post tax.

Il tasso di sconto adottato è stato determinato sulla base delle valutazioni di mercato sul costo del denaro e sul rischio specifico del settore d'attività (*Weighted Average Cost of Capital*, WACC). In particolare, il Gruppo ha adottato una metodologia di determinazione del tasso di sconto considerando i tassi di rendimento obbligazionari governativi a lungo termine e la struttura di capitale media di un paniere di società comparabili.

Per quanto attiene al *Terminal Value*, è stata sviluppata un'ipotesi di redditività sostenibile, sulla base della quale è stato stimato un flusso operativo netto stabile di lungo periodo, in ipotesi di continuità gestionale.

Il *test di impairment* effettuato alla data di bilancio, con il supporto di esperti esterni che hanno svolto una *independent business review*, ha evidenziato un valore recuperabile superiore rispetto al valore contabile della partecipazione.

Inoltre sono state sviluppate analisi di sensitività per la determinazione del valore recuperabile considerando i potenziali effetti di variazioni dei parametri di riferimento del tasso di attualizzazione (+6,8%) e del valore terminale (riduzione del 66%).

La controllata Impregilo International Infrastructures NV presenta a fine esercizio un patrimonio netto di € 95,2 milioni, a fronte di un valore di carico della partecipazione di € 168,7 milioni. Il *test di impairment* ha riguardato alcune partecipazioni dalla stessa detenute e relativi crediti finanziari (che nel loro insieme rappresentano l'effettivo investimento dell'azionista nelle società analizzate) iscritti nel bilancio separato della controllata al 31 dicembre 2018, allo scopo di testare il valore di carico di quest'ultima nel bilancio separato Salini Impregilo. Il valore recuperabile così determinato è risultato pari a € 133,1 milioni, inferiore al valore di carico della partecipazione per € 35,6 milioni; per tale motivo il valore della partecipazione è stato allineato al valore recuperabile al 31 dicembre 2018, registrando una svalutazione pari a € 35,6 milioni. Si fa presente che nel corso degli ultimi due anni la controllata ha erogato dividendi per un totale di € 145,0 milioni (€ 20,0 milioni per l'esercizio 2018 e € 125,0 milioni per l'esercizio 2017).

Con riferimento alle altre residue partecipazioni in società minori, si è proceduto con l'allineamento del valore di carico delle partecipazioni alla corrispondente quota del patrimonio netto delle società partecipate come risultante dal bilancio al 31 dicembre 2018 in presenza di perdite per riduzione di valore. Tale adeguamento, di importo complessivo pari a € 14,4 milioni, ha riguardato in particolare le società CSC Impresa Costruzioni Sa per € 3,4 milioni e Salini Polska SP Zoo Ltd per € 8,7 milioni, quest'ultima rilevata nel fondo rischi su partecipazioni.

Si segnala che nelle componenti patrimoniali, del bilancio utilizzato per la valutazione delle partecipazioni, in alcune circostanze sono ricompresi richieste di corrispettivi aggiuntivi rispetto a quelli contrattualmente convenuti nella misura in cui il relativo riconoscimento sia ritenuto altamente probabile anche sulla base dei pareri legali e tecnici espressi dai consulenti del Gruppo. Per ulteriori informazioni si rimanda a quanto descritto nel paragrafo "Principali fattori di rischio e incertezze" della Relazione sulla Gestione.

RELAZIONE FINANZIARIA ANNUALE 2018 - IL SOLE 24 ORE SPA

Partecipazioni in società collegate e joint venture

Le società collegate sono quelle su cui viene esercitata un'influenza notevole, pur senza detenerne il controllo.

Una *joint venture* è rappresentata da un accordo a controllo congiunto nel quale le parti che detengono il controllo congiunto vantano diritti sulle attività nette dell'accordo. Per controllo congiunto si intende la condivisione, su base contrattuale, del controllo di un accordo, per cui le decisioni sulle attività rilevanti richiedono il consenso unanime di tutte le parti che condividono il controllo.

Le partecipazioni in società collegate e le joint venture sono contabilizzate utilizzando il metodo del patrimonio netto, con esclusione di quelle classificate come possedute per la vendita, per le quali si rimanda alle Attività non correnti classificate come possedute per la vendita.

Con il metodo del patrimonio netto, la partecipazione è inizialmente rilevata al costo. Successivamente, il valore contabile è aumentato o diminuito per rilevare la quota di pertinenza della partecipante negli utili o nelle perdite della partecipata realizzati dopo la data di acquisizione. La quota dei risultati d'esercizio della partecipata di pertinenza della partecipante è rilevata nel Conto economico di quest'ultima.

I dividendi ricevuti dalla partecipata riducono il valore contabile della partecipazione.

La quota di pertinenza della partecipante negli utili e nelle perdite della società collegata, derivante da operazioni fra le due società, è eliminata.

Nel caso in cui la quota delle perdite ecceda il valore contabile della partecipazione, la partecipante rileva le ulteriori perdite in un accantonamento come passività solo nella misura in cui abbia contratto obbligazioni legali o implicite per conto della società collegata o della *joint venture*.

Successivamente all'applicazione del metodo del patrimonio netto, a ogni data di riferimento di bilancio viene determinato se vi è una qualche obiettiva evidenza che ciascuna partecipazione collegata abbia subito una perdita per riduzione di valore.

Qualora vi sia l'indicazione di una possibile riduzione di valore, l'intero valore della partecipazione è sottoposto alla verifica della riduzione di valore o *impairment test*, tramite il confronto tra il suo valore recuperabile e il suo valore contabile. Il valore recuperabile, vale a dire il più elevato tra il valore d'uso e il *fair value* al netto dei costi di vendita, è determinato per ciascuna partecipazione in società collegata.

Il *fair value* è il prezzo che si percepirebbe per la vendita della partecipazione in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di misurazione.

Il valore d'uso è calcolato mediante la stima della quota di pertinenza della partecipante dell'attualizzazione dei flussi finanziari attesi generati dalla società collegata o dalla joint venture, inclusi i flussi finanziari derivanti dalle attività operative della stessa e il corrispettivo derivante dalla dismissione finale dell'investimento.

Nel caso in cui il valore recuperabile della società collegata o della *joint venture* sia inferiore al suo valore contabile viene rilevata una perdita per riduzione di valore.

Le perdite per riduzione di valore sono rilevate immediatamente a Conto economico.

Per le perdite per riduzione di valore già rilevate, a ogni data di chiusura dell'esercizio viene verificato se c'è un'indicazione del fatto che tali perdite non abbiano più ragione di sussistere o se debbano essere ridotte.

Se sussiste tale indicazione, viene stimato il valore recuperabile della partecipazione.

Il ripristino di valore di una partecipazione in società collegata o *joint venture*, che negli esercizi precedenti abbia subito una perdita per riduzione di valore, viene effettuato solo se vi è un cambiamento nelle valutazioni utilizzate per determinare il valore recuperabile della partecipazione. In questo caso il valore contabile viene aumentato fino al valore recuperabile. Tale valore recuperabile non può essere superiore al valore contabile che sarebbe stato determinato se non fosse stata rilevata alcuna perdita per riduzione di valore negli esercizi precedenti.

I ripristini di valore delle partecipazioni in società collegate sono rilevati a Conto economico.

(4) Partecipazioni in società collegate e *joint venture*

La voce al 31 dicembre 2018 è costituita dal valore della partecipazione in Business School24 S.p.A. e ammonta a 17.078 mila euro e corrisponde al suo *fair value*. Tale *fair value* è di livello ed è stato stimato sulla base di una forchetta valutativa elaborata dalla società con il supporto di un esperto esterno.

.....
Il 2 maggio 2018, Palamon Capital Partners LP ha esercitato il diritto di acquisire da Il Sole 24 ORE S.p.A. un'ulteriore partecipazione in Business School24 S.p.A. pari al 2% del capitale sociale, ad un corrispettivo fisso e predeterminato pari a euro 1,6 milioni oltre la corrispondente quota di posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2017. Il corrispettivo incassato per la cessione del 2% della partecipazione è stato pari 1.728 mila euro, di cui 1.600 mila euro incassati a maggio 2018 e la restante quota pari al 2% della PFN contrattuale incassata a luglio 2018. Tenuto conto che il valore di prima iscrizione della partecipazione è stato pari al suo *fair value*, la cessione non ha avuto effetti a conto economico.

Dall'analisi comparativa effettuata emerge come la qualità delle informazioni di bilancio è di fondamentale importanza in quanto le stesse devono essere idonee a rappresentare in modo chiaro e corretto i rischi e le incertezze a cui le entità sono sottoposte. Le esigenze di informativa richieste dai principi contabili internazionali risultano essenziali, in quanto, seppure non è eliminabile l'incertezza sulle prospettive future con gli annessi rischi, è per contro sicuramente auspicabile un atteggiamento di trasparenza e non di opacità circa le scelte e le ipotesi adottate dai redattori del bilancio nel momento in cui hanno affrontato le incertezze e le hanno tradotte in termini quantitativi.

Il flusso informativo di bilancio, volto a soddisfare i fabbisogni conoscitivi dei soggetti esterni all'impresa, può essere profondamente condizionato dalla formulazione del giudizio di *impairment*.

Il *test di impairment* permette, infatti, di fornire informazioni rilevanti rispetto ai fabbisogni conoscitivi degli investitori finanziari operanti nei mercati dei capitali⁹².

Il *management* riveste un ruolo molto importante nella comunicazione verso l'esterno della situazione economico-finanziaria dell'impresa. Egli deve garantire l'attendibilità e l'affidabilità dei risultati del *test di impairment* e ha, inoltre, il compito di guidare la corretta interpretazione dei risultati da parte degli *stakeholders*, attraverso un'adeguata *disclosure*.

La capacità di individuare e di comunicare al mercato la natura e l'origine della perdita di valore accertata dimostra la serietà e la correttezza dell'impresa nel tenere sotto controllo i fattori determinanti l'*impairment loss* e di porre in atto le azioni per rimuovere tali fattori o per impedirne la ripetibilità in futuro, in particolar modo nelle situazioni in cui la perdita rappresenta una distruzione di valore economico e scaturisce da fattori che ricadono sotto la diretta responsabilità aziendale.

Al contrario, "in assenza di un'informativa adeguata può sorgere il rischio che gli operatori del mercato ritengano inaffidabile il processo di *impairment* posto in essere dall'impresa e procedano essi stessi, nella misura in cui vengono a conoscenza di indicatori di perdita trascurati dall'impresa oppure non trovano in bilancio accurate informazioni sul processo

⁹² A. Lionzo, *Il giudizio di Impairment: profili valutativi e riflessi sui processi organizzativi e gestionali*, Franco Angeli, Milano, 2007.

valutativo condotto o sulle azioni volte a impedire la ripetibilità della perdita, a sottoporre ad *impairment* la quotazione del titolo della società”.

Nel tempo si è riscontrato un miglioramento dell’atteggiamento dei redattori del bilancio nei confronti dell’informativa in tema di *Impairment*⁹³, dal momento che la crisi ha messo in luce l’importanza di fornire in modo chiaro e completo l’informativa richiesta dallo IAS 36. Probabilmente, il manifestarsi della crisi dei mercati finanziari e dell’economia reale ha diffuso la generale consapevolezza che i valori iscritti in bilancio possono essere oggetto di improvvise e considerevoli perdite di valore.

Mentre nel primo triennio di adozione dei principi IAS/IFRS, caratterizzato da un andamento tendenzialmente favorevole dell’economia e dei mercati con tassi di crescita positivi, l’*Impairment test* è stato ritenuto una procedura sostanzialmente formale, in uno scenario economico sfavorevole e caratterizzato da elevata incertezza, il *management* ha compreso appieno l’elevata responsabilità e i notevoli rischi collegati alla conduzione degli *Impairment test*.

Ad oggi, l’*Impairment test* è ancora considerato un procedimento tendenzialmente nuovo, infatti, in relazione al livello di *disclosure* osservato si sono distinte due situazioni:

- con riferimento agli aspetti più innovativi introdotti dallo IAS 36, le imprese assumono un atteggiamento comunicativo molto simile tra loro che rispecchia strettamente quanto dettato dal principio stesso: le informazioni comunicate sono uguali indipendentemente dal tipo di *business*. In questo caso l’informativa appare al lettore del bilancio generica e quindi non adeguata alle caratteristiche dell’impresa.
- in relazione invece agli aspetti più conosciuti, come per esempio il valore d’uso, si osserva una maggiore ricchezza e varietà di informazioni. Questa situazione è certamente positiva in quanto permette ai destinatari del bilancio di meglio comprendere il valore attribuito ad una partecipazione.

Occorre segnalare che i risultati del *test* e la natura della perdita possono differire e suscitare reazioni differenziate tra i lettori del bilancio. Ad esempio, l’*impairment loss* non sempre esprime un’effettiva distruzione di valore, inoltre essa può trasmettere informazioni

⁹³ Cfr. G. D’Alauro, *L’avviamento nei bilanci aziendali: impairment test e disclosure*, 2011, Financial Reporting, Vol. 3, pag. 11.

di diverso significato, anche quando esprime un'effettiva distruzione di valore. È compito del *management* approfondire e spiegare la natura delle perdite di valore accertate.

Una *disclosure* ampia e dettagliata sul processo di *impairment* rappresenta uno strumento essenziale dal quale dipende il grado di fiducia dei soggetti esterni e, in particolare, degli investitori finanziari verso l'informativa trasmessa attraverso il bilancio, in quanto un'appropriata trasparenza informativa può contribuire a ridurre l'incertezza e le sue conseguenze negative.

L'*impairment test* potrebbe diventare uno strumento in grado di migliorare la comunicazione economico-finanziaria di bilancio, fornendo informazioni di grande rilievo per gli *stakeholders*.

3.5 Covid-19: impatto sull'*impairment test*

L'emergenza sanitaria causata dal Covid-19 sta avendo rilevanti riflessi sull'operatività delle imprese, ivi compresi quelli concernenti la redazione dei bilanci.

Il brusco deterioramento del contesto macroeconomico causato dalla diffusione della pandemia di Covid-19 e dalle conseguenti forti misure di restrizione delle attività sociali ed economiche adottate dalle autorità ha comportato, infatti, la necessità per le imprese di procedere ad aggiustamenti in senso prudenziale dei fattori qualitativi e quantitativi da includere negli scenari previsionali utilizzati per quantificare il rischio prospettico.

Occorre premettere che il tema ha interessato anche gli IAS *adopter* e in particolare le società quotate. Al riguardo, la CONSOB ha comunicato che l'attuale contesto di incertezza derivante appunto dalla pandemia COVID-19 può assumere rilievo per le valutazioni delle attività (cd. *impairment test*), in particolare nei casi di utilizzo del c.d. *value in use* quale base per la stima del valore recuperabile nell'ambito dell'applicazione del principio contabile internazionale IAS 36⁹⁴.

Quest'ultimo, infatti, prevede al paragrafo 33 che le proiezioni dei flussi finanziari utilizzate per la determinazione del valore recuperabile debbano essere basate sul più recente *budget*/piano approvato dalla direzione aziendale nonché su presupposti

⁹⁴ Cfr. Consob, Richiamo di attenzione n. 6 del 9 aprile 2020 avente ad oggetto *COVID 19 - Richiamo di attenzione sull'informativa finanziaria*.

ragionevoli e dimostrabili in grado di rappresentare la migliore stima delle condizioni economiche future che si sviluppano lungo la durata della vita utile residua delle attività, dando maggior peso alle evidenze provenienti dall'esterno.

Tale posizione interpretativa non è stata condivisa da Assonime la quale, partendo dal principio generalmente condiviso che gli effetti negativi del Covid-19 non possono rettificare i valori del bilancio 2019 (in quanto verificatisi dopo la data di chiusura), ha concluso che anche il processo di *impairment test* dei valori iscritti al 31 dicembre 2019 debba considerare unicamente le informazioni note alla data di chiusura del bilancio stesso. Qualora si operasse in modo diverso, si raggiungerebbe una conclusione certamente discordante con il principio generale appena indicato⁹⁵.

Alla luce di ciò, per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2019 (ad eccezione del caso in cui a seguito dell'emergenza pandemica Covid-19 venga meno il presupposto della continuità aziendale) il Covid-19 rappresenta un "evento non-*adjusting*", ovvero un evento che non influenza i saldi di bilancio⁹⁶.

Pertanto, ai fini della redazione del bilancio 2019:

⁹⁵ Cfr. Assonime, *Impatto della pandemia da Covid-19 sui bilanci delle imprese relativi all'esercizio 2019*, Caso n. 5/2020: "Gli eventi riconducibili alla pandemia da COVID-19 sono da considerare fatti avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio che non comportano una rettifica dei conti del bilancio chiuso al 31 dicembre 2019; pertanto gli impatti negativi della pandemia non generano effetti nei processi di valutazione, ivi inclusi quelli di *impairment test* dei valori iscritti in bilancio al 31 dicembre 2019. Quando tali eventi siano considerati rilevanti, si devono dare adeguate informazioni in nota integrativa.

Tali informazioni potranno essere solo o prevalentemente di natura qualitativa, considerata l'estrema difficoltà, nelle presenti condizioni di incertezza, di poter fornire anche una stima quantitativa attendibile degli effetti sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società. Gli elementi di incertezza condizionano anche la valutazione degli amministratori in merito agli effetti sulla continuità aziendale derivanti dalla diffusione del contagio COVID-19 alla luce del possibile peggioramento delle condizioni economiche.

In considerazione di queste difficoltà, il decreto-legge n. 23/2020 ha introdotto una regola speciale al fine di valutare la sussistenza della continuità aziendale relativa ai bilanci d'esercizio delle società OIC *adopter* chiusi entro il 23 febbraio 2020.

Nell'ambito delle valutazioni operate sia ai fini dell'informativa di bilancio sia ai fini della verifica del principio di continuità aziendale, gli amministratori devono considerare anche le iniziative adottate dalle autorità nazionali e internazionali per fronteggiare la crisi sanitaria e gli impatti economici che ne possono derivare".

⁹⁶ Anche l'OIC nel documento "*Impairment test e Covid-19*" fornisce l'attesa interpretazione in merito all'applicazione dell'OIC 9 sulla stima del valore d'uso di un'immobilizzazione, tenendo conto degli impatti sui risultati delle imprese della pandemia nella predisposizione dei piani aziendali pluriennali. Il documento OIC precisa che la pandemia Covid-19 deve essere considerata quale accadimento avvenuto dopo il 31 dicembre 2019 e pertanto, nel rispetto del postulato della competenza secondo quanto previsto dall'OIC 29, non deve essere recepito nei valori di bilancio al 31 dicembre 2019.

Il paragrafo 61 del principio contabile OIC 29 impone al redattore del bilancio di illustrare gli effetti del Covid-19 all'interno della nota integrativa trattandosi di un evento che può influenzare le valutazioni dei destinatari del documento contabile all'atto dell'assunzione delle più appropriate decisioni.

- non saranno messi in discussione i piani aziendali, in quanto, alla data del 31 dicembre 2019 non sussisteva un indice di perdita di valore con riferimento al Covid-19. I piani previsionali non dovrebbero pertanto incorporare effetti relativi al Covid-19;

- sarà necessario sviluppare nuove analisi relative alla *sensitivity* dei parametri selezionati con riferimento agli impatti della pandemia al fine di tener conto di una maggiore e comprovata volatilità (aumento del tasso di sconto, riduzione e/o slittamento del fatturato, erosione dei margini, ecc.).

Mentre la questione dell'impatto del Covid-19 sui saldi di bilancio con chiusure di esercizio (o chiusure intermedie) dopo il 31 dicembre 2019 e prima del 31 marzo 2020 è ancora in corso di analisi, non vi è alcun dubbio che la pandemia debba essere considerata un "evento *adjusting*" nelle rendicontazioni contabili al 31 marzo 2020.

Si può ragionevolmente pensare che:

- gli approcci alla determinazione del valore recuperabile al *fair value* (prezzi di borsa, multipli di borsa...) saranno fortemente influenzati dall'attuale contesto di borsa e quindi sfavorevoli. Questo dà rilevanza preminente al concetto di valore d'uso;

- l'indice di perdita di valore sia generalizzato. Infatti, la chiusura degli stabilimenti industriali, l'interruzione dell'attività di molti settori sono tutti indicatori di perdita di valore che probabilmente dovranno essere considerati.

Naturalmente ci sarà una disparità di impatti a seconda dei settori, ma non c'è dubbio che sarà necessaria una maggiore attenzione agli *impairment test* da parte degli operatori economici.

Come tale, è importante considerare gli impatti previsti di Covid-19, nonostante l'attuale incertezza. In tal senso è opportuna la costruzione di diversi scenari di *business plan* (del tipo *Best case/Worst case* con diverse probabilità di scenari di uscita dalla crisi), al fine di essere in grado di presentare l'eventuale impatto dell'attuale crisi sanitaria sulle operazioni future dell'una o dell'altra CGU.

L'altro elemento chiave dell'*impairment test* è il tasso di sconto direttamente correlato alle ipotesi alla base dello sviluppo dei piani previsionali e dei rischi in essi riflessi.

La considerazione di un premio di rischio supplementare nei tassi di sconto appare inevitabile, tenuto conto dell'impatto al rialzo degli attuali livelli di premio per il rischio di mercato. Essa riflette il rischio aggiuntivo riflesso dall'incertezza del mercato di fronte sia alla manifestazione di questa crisi che alla mancanza di visibilità sulla sua durata.

Il suo livello sarà valutato alla luce della capacità dei piani previsionali di riflettere in modo ragionevole le conseguenze della crisi sanitaria sui flussi finanziari futuri.

CONCLUSIONI

Provando a trarre alcune conclusioni si può in primo luogo sostenere che, stante l'espressa e chiara indicazione ai benefici futuri indicata dall'OIC 21, la determinazione della perdita di valore non potrà intervenire senza prendere in considerazione il valore d'uso della partecipata.

Non si ritiene pertanto corretto un *impairment test* basato sul solo *fair value* della partecipazione.

L'eventuale utilizzo di un ulteriore parametro, quale appunto il *fair value*, dovrà pertanto intendersi quale valore, ulteriore al valore d'uso, e non già quale valore alternativo e sostitutivo dello stesso, da utilizzarsi per la determinazione del valore recuperabile con la regola del maggiore tra i due valori come prevista sia da OIC 9 che dallo IAS 36.

Aderendo all'interpretazione della prassi professionale e di parte della dottrina, l'estensore del bilancio potrà, quindi, determinare il valore recuperabile della partecipazione assumendo il maggior valore tra il valore d'uso e il *fair value* della stessa.

Potrà nel caso fare riferimento al solo *fair value*, così come al solo valore d'uso, se superiori al valore contabile, per giustificare la non applicazione del *test di impairment*, come previsto dal § 20 dell'OIC 9 o dal § 19 dello IAS 36.

Laddove invece il valore contabile fosse superiore al *fair value* ed al valore d'uso della partecipazione, l'estensore del bilancio dovrà necessariamente determinare entrambi i parametri, e confrontare il maggiore dei valori di tali due parametri con il valore contabile ai fini della determinazione della svalutazione.

La diversa impostazione più coerente con il concetto di "benefici futuri" previsto dal § 31 dell'OIC 21 si concentra invece sulla determinazione del valore d'uso della partecipazione, quale valore recuperabile della stessa, da confrontare con il valore contabile.

Se superiore al valore contabile, si potrà evitare l'applicazione dell'*impairment test*, mentre, nel diverso caso in cui fosse inferiore, esso rappresenterà il parametro per la determinazione della svalutazione.

Per quanto visto, quando il valore d'uso è superiore al *fair value* della partecipazione i due approcci conducono allo stesso risultato.

Così non è invece quando il *fair value* è superiore al valore d'uso.

Ecco allora che l'applicazione dell'*impairment test* deve comportare per l'estensore di bilancio l'adozione di particolare attenzione e delle dovute cautele, soprattutto in quei casi

in cui, per effetto della potenziale maggiore perdita, conseguente all'approccio più rigoroso del tenore letterale dell'OIC 21, potrebbe derivare per l'impresa, ad esempio, la necessità di adottare provvedimenti sul capitale *ex art. 2446, o 2447, c.c.*

Non bisogna a tal proposito dimenticare come la disciplina codicistica del bilancio preveda, all'art. 2423-bis, comma 1, n. 1, che “la valutazione delle voci di bilancio sia fatta secondo prudenza” e come la “prudenza” rappresenti uno dei vari postulati (§ 16) previsti dall'OIC 11 cui l'estensore del bilancio deve fare riferimento per “per redigere il bilancio con chiarezza e fornire una rappresentazione veritiera e corretta” (§13).

È stato evidenziato in dottrina come tale principio sia volto “ad evitare che la valutazione delle attività e delle passività porti a sopravvalutazioni del reddito e del patrimonio”. Allo stesso tempo “il richiamo alla prudenza assume un significato più ampio, nel senso che tutte le volte che in bilancio si tratta di stime, di formulare delle ipotesi di valutazione, si deve scegliere, a parità di rappresentazione veritiera e corretta [...] quella più prudente”.

Infine, l'inquadramento dei concetti di *value in use* e di *fair value* ha consentito di evidenziare quali siano gli elementi che accomunano e che differenziano tali concetti nelle valutazioni di partecipazioni per l'*impairment test*.

Un primo elemento comune è rappresentato dalla dipendenza di entrambi i concetti di valore dai flussi che la società partecipata è in grado, in prospettiva, di generare. Tale dipendenza è immediata e diretta nel caso del *value in use*, mentre è indiretta nel caso del *fair value*.

Un secondo elemento condiviso tra *value in use* e *fair value* è il significativo radicamento nel mercato. Ciò è evidente con riguardo al *fair value*, che è - di fatto - un valore di mercato.

Anche la stima del *value in use* deve però fondarsi su ipotesi e parametri di mercato. Ciò vale, ad esempio, con riguardo alla scelta dei tassi, alla verifica delle stime dei flussi, alle previsioni di questi nel medio periodo.

Diversa è invece la prospettiva valutativa sottesa ai due concetti di valore; si tratta infatti della prospettiva di «utilizzo» della partecipazione per il *value in use* e della prospettiva di «realizzo» per il *fair value*. Tale diversità ha rilevanti implicazioni sui principi che devono ispirare la stima dei due valori. Il *value in use* valorizza le previsioni di flussi attesi formulate dal soggetto che detiene la partecipazione; esso è un valore specifico, determinato in funzione delle conoscenze e delle attese di un definito detentore.

Il *fair value*, invece, riflette le attese del mercato, così come espresse e sintetizzate nel prezzo che un generico investitore sarebbe disposto a pagare per quella partecipazione in una libera transazione tra parti consapevoli e disponibili.

Lo IAS, definendo il valore recuperabile di una partecipazione come il maggiore tra *fair value* e *value in use*, non esprime alcuna preferenza tra le due diverse prospettive, quella di utilizzo e quella di realizzo. Il giudizio di *impairment*, dunque, è guidato da principi di razionalità economica che astraggono dalla destinazione in concreto assegnata all'*asset* oggetto del giudizio. I valori di bilancio infatti «tengono» (non devono cioè essere svalutati) se, indipendentemente dalla effettiva destinazione degli *asset* cui i valori si riferiscono, essi trovano copertura, alternativamente, nel valore di utilizzo ovvero in quello di realizzo.

BIBLIOGRAFIA

- A. Amaduzzi, *Gli intangibili nei principi contabili statunitensi e negli IAS/IFRS*, Giuffrè Editore, Milano, 2005.
- Assonime, *Impatto della pandemia da Covid-19 sui bilanci delle imprese relativi all'esercizio 2019*, Caso n. 5/2020.
- AA.VV., *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Regole e applicazioni*, Giappichelli, Torino, 2008.
- F. Bavagnoli, *Calcolo del valore d'uso per l'impairment test dello IAS 36*, in *Contabilità, Finanza e Controllo*, n. 5/2013.
- F. Bencini, R. De Pirro, F. Ferragina, V. Ferragina, M. Mangiarotti, C. Mazzoleni, D. Pini, *Impairment test: aspetti contabili e valutativi*, allegato a *Il Sole 24 Ore*, Milano, 2008.
- L.A. Bianchi, *Bilanci, operazioni straordinarie e governo dell'impresa: Casi e questioni*, Egea, Milano, 2013.
- P.P. Biancone, *Le attività immateriali, l'avviamento e l'impairment nei bilanci. Principi contabili internazionali (IAS/IFRS) e US GAAP*, Giuffrè, Milano, 2006.
- M. Bini, *Le stime di fair value ed i partecipanti al mercato*, in *Le Società*, n. 8/9/2019, pag. 1025.
- F. Capalbo, *Impairment of Assets*, pubblicato in AA.VV. (a cura di L. Potito), *Il Bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Regole e applicazioni*, 3/3, Giappichelli Torino, 2013.
- CNDCEC, *Aspetti metodologici della valutazione delle partecipazioni (al fair value) nel bilancio separato redatto in conformità agli IAS/IFRS*, agosto 2017.
- Consob, *COVID 19 - Richiamo di attenzione sull'informativa finanziaria*, Richiamo di attenzione n. 6 del 9 aprile 2020.
- K. Corsi, *L'impairment test dell'avviamento*, in *Società e Contratti, Bilancio e Revisione*, n. 4/2014.
- L. Corteau, *Valore d'impresa e valori di bilancio. Modelli di valutazione per gli investitori azionari*, FrancoAngeli, Milano, 2008.
- E. D'Arrigo, L. Sirianni R. Mazzetti e S. Petrucci, *Riduzioni durevoli delle attività nelle PMI*, in *Amministrazione & Finanza* n. 5/2019.
- G. D'Alauro, *L'avviamento nei bilanci aziendali: impairment test e disclosure*, 2011, *Financial Reporting*, Vol. 3.
- Deloitte, *Impairment. IAS 36 e i riflessi nei bilanci delle Società Quotate Italiane nel triennio 2008-2010*, http://www.deloitte.com/assets/DcomItaly/Local%20Assets/Documents/Audit/2011_IMPAIRMENT%20superdef.pdf.
- Deloitte, *Impairment. IAS 36 e i riflessi nei bilanci delle Società Quotate Italiane nel periodo 2008-2011*, su [http://www.deloitte.com/assets/DcomItaly/Local%20Assets/Documents/Audit/IMPAIRMENT 2012 ExSummary.pdf](http://www.deloitte.com/assets/DcomItaly/Local%20Assets/Documents/Audit/IMPAIRMENT%202012%20ExSummary.pdf).

- F. Di Lazzaro, *Dal codice civile ai principi IAS/IFRS*, Giappichelli, Torino, 2019, p. XI.
- F. Di Lazzaro, T. Fabi, M. Tezzon, *Principi contabili internazionali: temi e applicazioni*, Giappichelli, Torino, 2018.
- F. Di Lazzaro, *La performance del valore. Per l'analisi aziendale*, Giappichelli, Torino, 2013.
- Documento n. 2 del 6 febbraio 2009, Tavolo di coordinamento fra Banca d'Italia, Consob ed Isvap in materia di applicazione degli IAS/IFRS, *Informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie sulla continuità aziendale, sui rischi finanziari, sulle verifiche per riduzione di valore delle attività e sulle incertezze nell'utilizzo di stime*.
- ESMA Report, *European enforcers review of impairment of goodwill and other intangible assets in the IFRS financial statements*, January 2013, <http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-02.pdf>.
- L. Guatri, *La svolta epocale nella contabilizzazione degli intangibili*, in *La valutazione delle aziende*, n. 27, Inserto n. 1.
- L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, 2005.
- L. Guatri, M. Bini, *L'impairment test nell'attuale crisi finanziaria e dei mercati reali*, Egea, Milano, 2009.
- A. Lionzo, *Il giudizio di impairment. Profili valutativi e riflessi sui processi organizzativi e gestionali*, FrancoAngeli, Milano, 2007.
- L. Menicacci, *Partecipazioni immobilizzate: la verifica di recuperabilità nei bilanci Oic*, in *Guida alla Contabilità & Bilancio*, n. 3 / marzo 2020.
- F. Momenté, a cura di L. Guatri, M. Bini, *Impairment, La valutazione degli intangibili nei gruppi*, Università Bocconi Editore, Milano, 2003.
- M. Nova, *Impairment test: l'applicazione alle Cash Generating Units e all'avviamento*, Egea, Milano, 2006.
- M. Nova, *Le valutazioni delle aziende per fini di impairment e la variabile fiscale*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 4/2019.
- OIC, *Guida operativa per la transizione ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS)*, ottobre 2005.
- OIC, *Applicazioni IAS/IFRS "Impairment e avviamento"*.
- OIC, *Guida all'applicazione dell'Impairment test dello IAS 36*, febbraio 2006.
- OIC, *Impairment e avviamento*, Applicazione n. 2, dicembre 2009.
- OIV, *Discussion Paper, Impairment test dell'avviamento in contesti di crisi finanziaria e reale - Linee Guida*, 14 giugno 2012, disponibile su http://www.forumtools.biz/oiv/upload/DP_01_2012_impairmenttest_1.pdf.
- OIC, *Impairment test e Covid-19*, Comunicazione.
- M. Palmieri, *La massimizzazione del valore della transazione, la gestione delle sinergie*, in *Amministrazione & Finanza*, 1/2013.
- F. Pedriali, *Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali*, Hoepli, Milano 2006.

- L. Pozza, C. Mancini, *IAS 36- Impairment of assets: il test di impairment nella valutazione delle partecipazioni*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 2006.
- L. Quattrocchio, *La classificazione e la valutazione delle partecipazioni secondo i principi contabili internazionali*, in *Il Nuovo Diritto Societario*, n. 15/2008.
- M. Romano, *L'impairment test dell'avviamento e dei beni intangibili specifici*, Giappichelli, Torino, 2004.
- A. Savoia, *L'impairment test delle partecipazioni iscritte nelle immobilizzazioni finanziarie*, in *Il fisco*, n. 27/2019.
- U. Sostero, E. Santesso, *I principi contabili per il bilancio di esercizio*, Egea, Milano, 2018, pag. 450; L. Fornaciari, *Principi contabili OIC*, Ipsoa, Milano, 2018.
- G. Tardivo, R. Schiesari, N. Miglietta, *Finanza Aziendale*, Isedi, Milano, 2010.
- R. Viganò, *Il criterio della valutazione al fair value e il ricorso all'Impairment test nello Ias 36*, in *Guida ai Principi Contabili Internazionali*, n. 10/2005.
- A. Volpe, *L'impairment test del goodwill nel bilancio consolidato: implicazioni tecnico-valutative, organizzative e di governance*, in *Società e Contratti, Bilancio e Revisione*, n. 1/2019.