



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in Amministrazione, Finanza e Controllo
LM-77

Tesi di Laurea Magistrale

La revisione legale dell'avviamento

Analisi della *compliance* nelle aziende *tech* quotate nella Borsa italiana

Relatrice

Prof.ssa Sabrina Rigo

Laureando

Fabio Furlan
Matricola 875005

Anno Accademico

2022 / 2023

*A Rossana.
Ai miei genitori.
A Linda, Giuseppe e Santiago.*

INDICE

<i>CAPITOLO 1 - INTRODUZIONE</i>	7
<i>CAPITOLO 2 - L'AVVIAMENTO: DEFINIZIONE E CARATTERISTICHE</i>	9
2.0 PREMESSA.....	9
2.1 IL CONCETTO DI AVVIAMENTO.....	10
2.2 IMPORTANZA DEGLI ELEMENTI IMMATERIALI E PROBLEMATICHE DI <i>COMPLIANCE</i>	13
2.3 <i>GOODWILL</i> E <i>BADWILL</i>	15
<i>CAPITOLO 3 - LA CONTABILIZZAZIONE DELL'AVVIAMENTO SECONDO I PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI E INTERNAZIONALI</i>	17
3.0 PREMESSA.....	17
3.1 LA RAPPRESENTAZIONE DELL'AVVIAMENTO IN BILANCIO SECONDO I PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI.....	18
3.2 LA RAPPRESENTAZIONE DELL'AVVIAMENTO IN BILANCIO SECONDO I PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI.....	22
<i>CAPITOLO 4 - LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO DELLE AZIENDE HIGH-TECH</i>	29
4.0 PREMESSA.....	29
4.1 METODI REDDITUALI.....	30
4.2 METODI FINANZIARI.....	32
4.3 METODI PATRIMONIALI.....	35
4.4 GLI ALTRI METODI DI VALUTAZIONE.....	36
4.5 PROBLEMATICHE NELLA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO DELLE AZIENDE HIGH-TECH.....	38
4.6 <i>REAL OPTION VALUATION METHOD</i>	43
4.7 IL <i>VENTURE-PRICING MODEL</i>	46
4.8 IL MODELLO SCHWARTZ-MOON.....	48
<i>CAPITOLO 5 - L'IMPAIRMENT TEST DELL'AVVIAMENTO</i>	53
5.0 PREMESSA.....	53
5.1 STUDI SULLA MISURAZIONE SUCCESSIVA ALLA RILEVAZIONE DELL'AVVIAMENTO.....	54
5.2 LA <i>DISCLOSURE</i> NELL'AMBITO DELL' <i>IMPAIRMENT TEST</i> DELL'AVVIAMENTO E L'IMPATTO SUL PROCESSO DI REVISIONE.....	60
5.3 IMPATTO DEL COVID-19 SULL' <i>IMPAIRMENT TEST</i> E L'ANALISI MULTISCENARIO.....	69
<i>CAPITOLO 6 - ANALISI DI UN CAMPIONE DI IMPRESE TECH QUOTATE</i>	77
6.0 PREMESSA.....	77
6.1 PERIODI CONFRONTATI.....	78
6.2 IL CAMPIONE DI IMPRESE.....	80
6.3 INDICATORI UTILIZZATI.....	81
6.4 ANALISI.....	83
<i>CAPITOLO 7 - CONCLUSIONE</i>	95
<i>BIBLIOGRAFIA</i>	97

CAPITOLO 1- INTRODUZIONE

L'avviamento è una delle poste di bilancio più importanti e tra le più complicate da quantificare, nonché tra le voci che tendono ad avere un maggior tasso di mancata *compliance* ai principi contabili a cui è sottoposta, e conseguentemente maggiormente attenzionate in sede di revisione legale dei conti.

Quest'analisi, dopo una prima parte di descrizione qualitativa del concetto di avviamento nella dottrina e della sua origine, affronterà i metodi di contabilizzazione di tale voce di bilancio, distinguendo la rappresentazione secondo i principi contabili nazionali rispetto alla rappresentazione secondo i principi internazionali e illustrando come le differenze impattano la redazione del bilancio e il processo di revisione legale dei conti, in particolare rispetto all'aderenza all'IFRS 3 che spesso viene elusa.

Essendo il calcolo del valore dell'avviamento strettamente interconnesso con la valutazione d'azienda verranno descritte varie modalità utilizzate, con particolare focus verso i metodi utilizzati per la valutazione delle aziende del settore *tech*.

Un particolare approfondimento sarà poi dedicato al tema dell'*impairment test*, dove per prima cosa analizzando alcuni studi relativi alla valutazione successiva dell'avviamento, come la *disclosure* impatta il processo di revisione e l'impatto del COVID-19 su questo aspetto e le analisi multi-scenario che ne sono conseguite.

Nell'ultimo capitolo si andranno a verificare le considerazioni elaborate fino a tal punto su un campione di aziende quotate nella Borsa italiana appartenenti al settore *tech*, con l'intenzione di analizzare il loro andamento nel periodo dal 2020 al 2022, caratterizzato da grande volatilità a livello macroeconomico a causa della pandemia, prima, e della guerra in Ucraina, poi, rispetto ai tre anni precedenti, i quali fungono come *benchmark* di stabilità. Inoltre, porremo l'attenzione sulle svalutazioni dell'avviamento e in particolare su quanto siano state numerose, quanto siano state significative a livello di valore e se l'informativa fornita a corredo sia adeguata.

CAPITOLO 2- L'AVVIAMENTO: DEFINIZIONE E CARATTERISTICHE

2.0 PREMESSA

In questo primo capitolo andremo a introdurre l'avviamento dal punto di vista qualitativo, descrivendo la nozione stessa con il supporto della letteratura relativa. Sarà poi dedicato un approfondimento all'importanza degli elementi immateriali nella composizione del suo valore e le problematiche di *compliance* che ne derivano. Infine, sarà distinta la nozione di *goodwill* da quella di *badwill* o avviamento negativo.

2.1 IL CONCETTO DI AVVIAMENTO

Il problema principale che si deve affrontare quando si vuole definire l'avviamento è che, in letteratura, la sua reale natura è spesso passata in secondo piano a favore dei metodi di calcolo usati nella pratica quando si effettua una valutazione delle aziende. Spesso si incorre nell'errore di razionalizzare i metodi utilizzati per il calcolo senza indagare realmente la sua natura, come detto da Reg S. Gynther (1969), invece, dobbiamo chiederci: perché esiste l'eccesso di rendimento degli asset materiali? L'avviamento esiste perché, come è noto, sono presenti altri asset oltre a quelli materiali, tra cui il know-how, posizionamento di mercato, capacità manageriali, ecc. e la somma del valore di questi è il valore dell'avviamento.

Non esiste però una definizione univoca e unanime della nozione di avviamento, se ne sono quindi susseguite numerose da parte di vari studiosi: nel 1994 Smith G. e Parr R. asseriscono che l'avviamento è "il più immateriale degli immateriali"; Anghel G. e Cojuhari I. (2010) lo definiscono come "parte del valore complessivo di un'azienda che ha come fonte la buona amministrazione e lo sfruttamento degli elementi intangibili disponibili e può essere determinato tramite la capitalizzazione dei profitti ottenuti dall'azienda oltre il proprio *threshold* di profitto"; secondo Mateş D., Cosmulese C. G., Anisie L. (2016) l'avviamento è "la differenza tra il valore di mercato di un'azienda e la somma dei valori correnti degli asset che la costituiscono" e "l'abilità dell'azienda di generare futuri benefici economici, altrimenti si registrerebbe un avviamento negativo", similmente Anghel G. e Cojuhari I. (2010) lo definiscono come "un elemento di bilanciamento tra il prezzo di un'azienda acquisita e il *fair value* degli asset acquisiti, sia materiali che immateriali, e il debito di breve termine. Però l'avviamento spesso vale più della metà del prezzo di acquisto, soprattutto quando le attività immateriali sono sottovalutate. Perciò gli shareholder e i business partner hanno interesse nel sapere cosa l'avviamento rappresenti e se è stato corrisposto un prezzo corretto".

Gli ANEVAR *Valuation Standards* tramite l'EVS 5 (2020) definiscono l'avviamento come "gli asset immateriali che sorgono come risultato del brand dell'azienda, reputazione, clientela, posizione, prodotti e altri fattori simili che non sono stati identificati e/o identificati separatamente, ma che contribuiscono al profitto". In particolare, il marketing assume un ruolo sempre più importante nella formazione dell'avviamento.

L'OIC 24 definisce l'avviamento come "l'attitudine di un'azienda a produrre utili che derivino o da fattori specifici che, pur concorrendo positivamente alla produzione del reddito ed essendosi formati nel tempo in modo oneroso, non hanno un valore autonomo, ovvero da incrementi di valore che il complesso dei beni aziendali acquisisce rispetto alla somma dei valori dei singoli beni, in virtù dell'organizzazione dei beni in un sistema efficiente". Ha quindi un carattere residuale in quanto non è "susceptibile di vita propria indipendente e separata dal complesso aziendale", e non essendo un bene immateriale a sé stante "oggetto di diritti e rapporti autonomi: esso rappresenta una qualità dell'azienda". La modalità di calcolo è specchio di questa sua natura, infatti si determina come differenza tra il prezzo sostenuto per l'acquisizione dell'azienda o di un ramo di essa e il valore corrente attribuito agli elementi patrimoniali attivi e passivi che vengono trasferiti.

Come possiamo notare ciascun ricercatore approccia la definizione di avviamento diversamente, enfatizzando elementi diversi, non esiste quindi una definizione realmente univoca. Al di là delle singole definizioni che si sono susseguite da parte di vari studiosi e da quelle fornite dalla normativa, possiamo però riconoscere due tipi di approccio alla definizione:

1. Prospettiva Top-Down;
2. Prospettiva Bottom-Up.

Secondo la prospettiva Top-Down lo si considera come una componente dell'investimento dell'acquirente nell'acquisita che contribuisce alla previsione di ottenimento di un rendimento futuro. Concettualmente il valore economico di un'azienda è dato dalla somma dei valori attuali dei benefici economici forniti da tutti gli asset che la compongono, materiali e immateriali, al netto delle passività, scontati al relativo tasso di interesse così da ottenerne il valore attuale.

Se fossimo onniscienti saremmo in grado di individuare ciascun asset, anche quelli immateriali, e di calcolarne il valore attuale netto, compresi il know-how e il posizionamento, un brand positivo e altri fattori qualitativi, di conseguenza in questo scenario non sarebbe presente nessun avviamento, perché ciascun aspetto sarebbe individuato e valutato singolarmente. Non essendo onniscienti, ne consegue che la differenza tra il valore attuale netto dell'azienda nel suo complesso e la somma del valore attuale netto di ciascuno degli asset non individuabili e valutabili direttamente andrà a costituire l'avviamento, il quale esso stesso sarà un sub-asset a parte. L'avviamento sarà cioè il valore attuale netto di quegli asset che non è stato possibile

valutare separatamente, notando però che il cosiddetto “eccesso di profitto” dovrà essere relativo esclusivamente a quegli asset non valutabili direttamente.

Un'altra componente è data dal fatto che il valore di molti asset, anche se identificabili, può essere solo approssimato, perciò ogni errore in tale processo porta ad altrettanti errori di compensazione nell'avviamento.

La prospettiva Bottom-Up invece segue l'approccio contrario, definendo l'avviamento come l'insieme delle componenti che lo vanno a formare. Secondo questa definizione, infatti, se il prezzo pagato dall'acquirente è superiore al *fair value* delle attività al netto delle passività acquisite si presume che siano presenti degli altri elementi che hanno valore per l'acquirente e che giustificano tale differenza. Di seguito alcuni esempi di elementi che possono portare alla determinazione dell'avviamento:

- Differenza positiva tra il *fair value* delle attività al netto delle passività rispetto al loro valore contabile;
- *Fair value* del cosiddetto *going concern* dell'attività acquisita, ovvero la capacità dell'azienda nel suo insieme di garantire un ritorno maggiore rispetto a quello che sarebbe garantito se gli elementi che la compongono fossero acquisiti separatamente;
- *Fair value* delle sinergie ottenute combinando le attività al netto delle passività dell'acquisito con quelle dell'acquirente;
- Eccessivo pagamento da parte dell'acquirente dovuto a una trattativa che ha dato esiti non ottimali o a una valutazione iniziale sovrastimata del valore netto delle attività acquisite.

2.2 IMPORTANZA DEGLI ELEMENTI IMMATERIALI E PROBLEMATICHE DI *COMPLIANCE*

Gli elementi immateriali delle aziende assumono sempre più importanza strategica e più valore nel capitale aziendale nell'economia contemporanea, anche più di quelle tangibili, ne consegue direttamente la necessità di rappresentare questi elementi in bilancio e nell'informativa nel modo più completo e corretto possibile.

L'obiettivo dei report finanziari, infatti, è di fornire le informazioni sufficienti agli stakeholder al fine di valutare e prendere decisioni relative all'allocazione di risorse finanziarie scarse. I soggetti che detengono partecipazioni in una società, soprattutto se quotata, monitorano costantemente l'informativa finanziaria al fine di valutare se acquistare, mantenere o vendere azioni, raramente sono a diretto contatto con il management, perciò devono fare affidamento ai bilanci, annuali e infrannuali, e a eventuali report che vengono predisposti, è quindi importante che la realtà venga rappresentata correttamente in tali documenti.

Alcuni studi, come ad esempio Forbes (2006) o Hamberg et al. (2011), sono però arrivati a conclusioni per le quali si evidenzia come spesso le società non impieghino sufficiente attenzione nella valutazione individuale delle attività intangibili ottenute nelle acquisizioni, nonostante le previsioni dell'IFRS 3, riguardante le aggregazioni aziendali. Possiamo osservare una sorta di resistenza nell'includere gli *intangibles* nei bilanci e quindi una tendenza alla loro sottovalutazione, questa situazione viene osservata in particolare analizzando l'impatto nel primo anno di adozione di tale principio nelle più grandi aziende quotate nella Borsa di Londra. Sempre Forbes, l'anno successivo, ha portato a termine un altro studio analizzando i risultati dell'adozione dello SFAS 141 nelle cento più grandi aziende degli Stati Uniti, in cui si è osservato come il 48% del valore dell'acquisizione fosse allocato ad avviamento, il 28% ad asset immateriali identificabili e il 24% ad asset materiali. Anche per quanto riguarda l'Italia uno studio di Giuliani and Brännström (2011) ha notato la tendenza ad allocare gran parte del prezzo di acquisizione ad avviamento, con una percentuale di allocazione mediana del 76,03%. L'avviamento, quindi, costituisce spesso gran parte del valore dell'azienda.

L'adozione dell'IFRS 3, inoltre, può portare delle distorsioni legate all'effetto di riduzione dei costi come conseguenza del mancato ammortamento dell'avviamento; inoltre, in presenza di incentivi per i dirigenti in funzione degli utili, si osserva una tendenza ad una maggiore allocazione di valore all'avviamento e di elusione delle valutazioni di *impairment*, ad esempio tramite l'utilizzo di tassi di attualizzazione eccessivamente bassi al fine di ottenere risultati che

permettano di non svalutarlo. Le questioni di interpretazione si affrontano quindi non solo nel momento di iscrizione e valutazione iniziale, ma anche negli anni successivi con l'*impairment test*, risultando in una mancata svalutazione dell'avviamento o in una svalutazione parziale rispetto a quanto richiederebbero i principi contabili. Questa tendenza alla mancata inclusione di molte attività immateriali nell'informativa finanziaria, ricomprendendole nell'avviamento, porta a una perdita di informazioni fondamentali per gli *stakeholders*. Si tratta di una vera e propria mancata *compliance* all'IFRS 3, infatti spesso viene anche a mancare l'inserimento in nota integrativa delle più importanti attività immateriali che vengono comprese nell'avviamento, a differenza di quanto viene previsto dal principio.

Da altri studi emergono altre evidenze legate ad elementi più specifici, Saastamoinen and Pajunen (2012) ad esempio dimostrano come in Finlandia le società partecipate dal governo abbiano una tendenza maggiore a non svalutare l'avviamento; inoltre, le aziende di maggiori dimensioni tendono a svalutare più frequentemente e maggiormente l'avviamento rispetto a quelle di minori dimensioni, lo stesso vale per le aziende le cui azioni vengono scambiate più frequentemente nel mercato azionario.

Ciò avviene a causa della teoria dell'agenzia, secondo la quale, quando la proprietà e il controllo di un'azienda non coincidono, si creano dei contrasti dovuti agli interessi divergenti di questi due gruppi di soggetti: chi ha la proprietà ha il desiderio che la propria partecipazione incrementi di valore, d'altra parte i manager hanno come unico interesse quello di aumentare il proprio compenso.

In questo contesto il ruolo dei revisori è di mitigare gli effetti della teoria dell'agenzia e dell'*earning management*, in modo da migliorare l'accuratezza delle informazioni contenute nel bilancio. Si tratta di un ruolo complicato, infatti, soprattutto quando si affrontano poste di bilancio valutate al fair value, ci si trova a dover valutare delle stime a cui si è arrivati tramite informazioni che sono a disposizione solamente degli insider, quindi si deve comunque affrontare una problematica di asimmetria informativa.

2.3 GOODWILL E BADWILL

Il cosiddetto *badwill*, che possiamo tradurre come avviamento negativo, è un indicatore della situazione non florida dell'azienda, rappresentato dalla differenza tra il *fair value* di un investimento e il prezzo pagato per acquistarlo, quando quest'ultimo è minore del valore di mercato, si tratta quindi di un indice del fatto che il complesso aziendale ha un valore inferiore rispetto alla somma delle sue componenti.

Kazin A.V. (2016) definisce il *badwill* come la riduzione di prezzo offerta all'acquirente dovuta alla mancanza di una clientela stabile e di una buona reputazione; Nederița A. (2007) arricchisce questa definizione aggiungendo ulteriori motivazioni per le quali è dovuto questo minor prezzo: mancanza di capacità di marketing e vendita, di relazioni, di esperienza di amministrazione causate dallo scarso livello di qualifica o esperienza dei dipendenti dell'azienda. Possiamo quindi considerare il *badwill* come uno "sconto" per l'acquirente dovuto alle condizioni non favorevoli in cui versa l'azienda oggetto dell'acquisizione che nella peggiore delle ipotesi potrebbero portare anche alla bancarotta o ad azioni legali. Quando nel calcolo del valore di un'azienda che si sta valutando si giunge all'identificazione di un avviamento negativo quest'ultimo funge da campanello d'allarme, permettendo di intraprendere eventuali accorgimenti che possano correggere alcune situazioni, o quantomeno arginare il rischio dell'aggravarsi della crisi o di fallimento.

Nel bilancio il *goodwill* verrà riportato tra le attività, mentre il *badwill* tra le passività, poiché riduce il valore dell'azienda.

CAPITOLO 3- LA CONTABILIZZAZIONE DELL'AVVIAMENTO SECONDO I PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI E INTERNAZIONALI

3.0 PREMESSA

Nel presente capitolo saranno affrontati i principi contabili relativi alla contabilizzazione dell'avviamento, sia per quanto riguarda l'iscrizione iniziale che le scritture successive. Sarà dedicato un approfondimento dapprima alla normativa nazionale per poi passare a quella internazionale, al fine di analizzare i presupposti alla base delle analisi che saranno svolte nei capitoli successivi.

3.1 LA RAPPRESENTAZIONE DELL'AVVIAMENTO IN BILANCIO SECONDO I PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI

Il Codice civile all'art. 2426, comma 1, dispone quanto segue: "L'avviamento può essere iscritto nell'attivo previo il consenso, ove esistente, del collegio sindacale, se acquisito a titolo oneroso, nei limiti del costo per esso sostenuto".

Esistono quindi delle condizioni essenziali per poter iscrivere l'avviamento a bilancio, la prima è che sia frutto di un'acquisizione, non è possibile iscrivere un avviamento internamente generato dall'azienda a cui si riferisce il bilancio; altra condizione necessaria è che tale acquisizione sia avvenuta a titolo oneroso, questa condizione è rispettata nelle cessioni di azienda sia nel caso di corrispettivi in denaro, sia in natura, ma anche nel caso di fusioni o scissioni in cui vengono trasferiti titoli di proprietà della stessa azienda o di altre. Resta invece esclusa la possibilità di iscrivere un avviamento ottenuto tramite donazione. L'ultima condizione è che debba essere iscritto nel limite del costo per esso sostenuto, non può cioè essere iscritto a un valore superiore al corrispettivo trasferito.

Il valore di avviamento che può essere iscritto a bilancio secondo il Codice civile prescinde dalla determinazione del capitale economico dell'azienda, ma è commisurato relativamente all'effettivo corrispettivo trasferito per l'acquisizione presa in esame. Il corrispettivo trasferito, infatti, spesso si discosta dal capitale economico, ciò è dovuto alla negoziazione che viene intrapresa dalle parti, all'interno della quale entrano in gioco vari fattori che possono influenzare anche pesantemente l'accordo che si raggiungerà, a favore di una o dell'altra parte, tra questi:

- Asimmetrie informative;
- Sproporzione di forza contrattuale;
- Abilità di negoziazione;
- Stato di necessità del venditore;
- Interessi che vanno oltre la sfera economica.

La differenza potrebbe anche essere dovuta alla presenza di sinergie legate ad esempio ad economie di scala che l'acquirente potrebbe sfruttare.

È necessario sottolineare che la differenza tra il corrispettivo trasferito e il Patrimonio Netto risultante dal bilancio dell'azienda acquisita non sempre è interamente dovuto all'avviamento. Quando si evince una differenza di questo tipo, infatti, per prima cosa bisogna esaminare i valori

correnti di attività e passività allocando in questo modo parte di tale differenza, ma anche dopo questo primo passaggio non è certo che l'eventuale valore residuo sia interamente avviamento, infatti, nella determinazione del prezzo entrano in gioco le condizioni di negoziazione descritte precedentemente, un'eventuale differenza positiva dovuta a un "cattivo affare" va quindi attribuita come onere al relativo esercizio in cui è stata riscontrata. Solo a questo punto, eliminate tali componenti, abbiamo di fronte il reale valore dovuto alle capacità dell'azienda di creare reddito futuro, ovvero l'avviamento.

Secondo il principio contabile OIC 24, riguardante le immobilizzazioni immateriali: "Ai fini della sua iscrizione e del suo trattamento contabile, l'avviamento rappresenta solo la parte di corrispettivo riconosciuta a titolo oneroso, non attribuibile ai singoli elementi patrimoniali acquisiti di un'azienda, ma piuttosto riconducibile al suo valore intrinseco, che in generale può essere posto in relazione a motivazioni, quali: il miglioramento del posizionamento dell'impresa sul mercato, l'extra reddito generato da prodotti innovativi o di ampia richiesta, la creazione di valore attraverso sinergie produttive o commerciali, ecc."

Pone, inoltre, delle condizioni necessarie al fine della sua iscrizione a bilancio:

- Deve essere acquisito a titolo oneroso, questa condizione è soddisfatta sia nel caso in cui sia avvenuta un'acquisizione, sia nel caso di conferimenti, fusioni o scissioni;
- Deve avere un valore quantificabile e compreso nel corrispettivo pagato;
- Devono sussistere le condizioni necessarie al fine della recuperabilità del costo sostenuto, non dobbiamo quindi trovarci di fronte a un caso di cattivo affare;
- La sua origine dipende dal sostenimento di costi che garantiscono un ritorno economico futuro.

Il valore dell'avviamento è dato dalla differenza tra il corrispettivo sostenuto per l'acquisizione o il valore di conferimento della società e il valore corrente degli elementi patrimoniali attivi e passivi che vengono trasferiti, questa previsione è analoga rispetto a quanto previsto dal Codice civile per l'allocatione del disavanzo da fusione, ove presente.

La rivalutazione degli elementi dell'attivo e del passivo è sottoposta a limiti ben definiti, non sempre quindi porta il valore di bilancio ad equivalere al valore corrente, infatti è limitata alla differenza tra il corrispettivo trasferito e il Patrimonio Netto contabile dell'azienda acquisita, non può essere effettuata una rivalutazione che ecceda tale differenza e questa differenza va

imputata agli elementi dell'attivo e del passivo "ove possibile", ovvero il valore corrente non deve eccedere il valore economicamente recuperabile.

Nel caso in cui il corrispettivo trasferito sia inferiore al Patrimonio Netto dell'azienda valutato a valori correnti siamo in presenza del cosiddetto avviamento negativo, ciò avviene nei casi in cui ci aspettiamo uno scarso ritorno economico dell'investimento.

La normativa civilistica non regola questa fattispecie, fa riferimento infatti solo alla possibile iscrizione dell'avviamento nell'attivo, fattispecie che però viene affrontata nel caso di fusioni o scissioni, stabilendo che l'avanzo di fusione, ovvero la differenza negativa tra il corrispettivo trasferito e il Patrimonio Netto contabile, sia "iscritto ad apposita voce del Patrimonio Netto, ovvero, quando sia dovuto a previsione di risultati economici sfavorevoli, in una voce dei fondi per rischi ed oneri".

Il principio contabile OIC 4, Fusione e Scissione, articola queste disposizioni stabilendo che nel caso in cui l'avanzo abbia natura di utile debba essere iscritto in apposita riserva di Patrimonio Netto, mentre l'importo che rappresenta il valore attuale di oneri o perdite futuri o un *badwill* per insufficiente redditività sarà iscritto in un apposito fondo rischi, denominato ad esempio "Fondo rischio per oneri e perdite da fusione".

Secondo la disciplina nazionale quindi la differenza negativa deve seguire un diverso trattamento a seconda della causa della sua origine:

- Se è conseguenza di un provento da buon affare deve essere iscritta tra le riserve, la ragione a sostegno di questa disposizione è la necessità di aderire al principio di prudenza, non sarebbe infatti prudente che questa differenza avesse un impatto nel Conto Economico, modificando quindi il risultato e la quantità di utili distribuibili, portando invece questa differenza a riserva questa maggiore ricchezza viene resa non distribuibile seppur recepita nel bilancio;
- Se invece si tratta di una differenza dovuta alla previsione di probabili perdite conseguite dalla società acquisita negli esercizi successivi siamo in presenza di avviamento negativo, che va rilevato tra i fondi rischi e oneri.

A seguito della sua iscrizione iniziale il Codice civile prevede che l'avviamento debba essere sistematicamente ammortizzato secondo la sua vita utile, nel caso in cui non sia possibile stimarla in maniera attendibile deve essere ammortizzato entro un periodo non superiore a

dieci anni, in nota integrativa devono essere riportate le motivazioni che hanno portato a determinare la vita utile.

Secondo quanto disposto dall'OIC 24 la vita utile è stimata in sede di rilevazione iniziale e non può essere modificata negli esercizi successivi, per la sua determinazione possono essere presi a riferimento per la stima i seguenti punti:

- La durata dei benefici economici attesi legati alle prospettive reddituali della società aggregata e delle sinergie che si vengono a creare;
- Il *payback period*, ovvero il periodo di tempo entro il quale l'organo decisionale si aspetta di recuperare finanziariamente o redditualmente l'investimento effettuato;
- La media ponderata delle vite utili dei *core asset* compresi all'interno dell'impresa acquisita.

Nel caso in cui questi elementi portino a determinare una vita utile superiore al limite dei dieci anni è necessario siano portati a supporto fatti e circostanze oggettivi a suo supporto e in ogni caso non può eccedere i venti anni. Nel caso in cui invece non sia possibile determinare la vita utile in modo attendibile, l'OIC 24 stabilisce che non possa essere ammortizzato per un periodo superiore a dieci anni.

Oltre a quanto disposto per l'avviamento, l'art. 2426 del Codice civile al comma 1 prevede che se il valore recuperabile di un'immobilizzazione è inferiore al valore contabile, è necessario iscrivere l'immobilizzazione in bilancio a tale minor valore, imputando la perdita di valore nel Conto Economico, ciò vale quindi anche per l'avviamento. Differentemente da quanto stabilito per le altre tipologie di immobilizzazioni per le quali l'eventuale minor valore non può essere mantenuto negli esercizi successivi se sono venuti meno i motivi della rettifica effettuata, per le rettifiche di valore relative all'avviamento è espressamente disposta la non applicazione di questa disposizione.

3.2 LA RAPPRESENTAZIONE DELL'AVVIAMENTO IN BILANCIO SECONDO I PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI

Il tema dell'iscrizione dell'avviamento è affrontato dal principio contabile IFRS 3, riguardante le aggregazioni aziendali. L'avviamento, da rilevare alla data di acquisizione, deve essere ottenuto tramite differenza di due grandezze, la prima è data dalla somma di: corrispettivo trasferito per l'acquisizione valutato al *fair value* alla data di acquisizione, che può essere sia in denaro, ma anche regolato tramite azioni o quote sociali, in questo caso andrà stimato il rispettivo valore economico poiché raramente coincide con il valore nominale; l'importo di qualsiasi partecipazione di minoranza nell'acquisita, cioè l'importo della quota di partecipazione detenuta da terzi; il *fair value* alla data di acquisizione delle eventuali interessenze dell'acquisita precedentemente possedute dall'acquirente; al *fair value* alla data di acquisizione va quindi sottratto il valore netto degli importi di attività e passività identificabili acquisite. Nel caso in cui non siano presenti interessenze precedenti all'acquisizione l'eccedenza si ottiene come semplice differenza tra il corrispettivo trasferito e il patrimonio dell'azienda acquisita entrambi espressi al *fair value*.

Osserviamo quindi una differenza rispetto a quanto stabilito dalla normativa civilistica, la quale prevede di identificare l'avviamento come differenza tra il corrispettivo trasferito e il Patrimonio Netto di bilancio dell'azienda acquisita, secondo i principi contabili internazionali, infatti, il confronto deve essere fatto con il Patrimonio Netto espresso a valori correnti. I principi contabili internazionali, quindi, impongono di effettuare una rivalutazione a valori correnti prima della determinazione dell'eccedenza, a differenza dei principi nazionali che lo prevedono successivamente. Questa differenza temporale porta con sé delle conseguenze nel bilancio dell'acquirente in quanto se si seguono i principi internazionali e si effettua la rivalutazione *ex ante* di attività e passività l'eccedenza non risente del maggior valore corrente dell'azienda acquisita, ma solo delle prospettive future di reddito.

Un'altra differenza è la mancata presa in considerazione da parte degli IFRS dell'ipotesi di cattivo affare.

Se il corrispettivo trasferito per l'acquisizione è inferiore rispetto al Patrimonio Netto dell'azienda oggetto di acquisizione espresso al *fair value* si genera una eccedenza negativa, questa fattispecie viene affrontata dall'IFRS 3, il quale stabilisce che l'acquirente debba verificare

di aver identificato correttamente tutte le attività e le passività acquisite e debba rilevare eventuali ulteriori attività o passività, se a seguito di questa prima fase l'eccedenza negativa non risulta eliminata l'acquirente deve rilevarla come provento risultante dall'acquisizione nel prospetto dell'utile o perdita dell'esercizio. Notiamo quindi un'importante differenza rispetto alla normativa civilistica: secondo gli IFRS, infatti, l'eccedenza negativa, a seguito di opportune verifiche della sua esistenza, deve sempre essere rilevata come provento da buon affare, provento che non è iscritto a riserva, bensì direttamente a Conto Economico. La differenza rispetto alla normativa nazionale è l'esclusione della possibilità dell'esistenza di un avviamento negativo, ovvero che il corrispettivo sia inferiore al Patrimonio Netto a valori correnti a causa della previsione di prospettive sfavorevoli. La logica retrostante a queste disposizioni è l'assunzione che queste eventuali prospettive sfavorevoli dovrebbero essere già ricomprese, se non in toto almeno in gran parte, nella valutazione al fair value di attività e passività.

Nel caso in cui fossimo in presenza di quote precedentemente acquisite, seguendo i principi contabili nazionali il corrispettivo sostenuto può rappresentare:

- Il costo interamente sostenuto al momento dell'aggregazione;
- Il costo precedentemente sostenuto per l'acquisto di una partecipazione totalitaria di un'impresa che viene ora aggregata tramite fusione per incorporazione;
- In parte il costo sostenuto precedentemente per l'acquisto di una partecipazione di maggioranza e in parte quello sostenuto al momento dell'aggregazione;
- In parte il costo sostenuto precedentemente per l'acquisto di una partecipazione di minoranza e in parte quello sostenuto al momento dell'aggregazione.

Nei principi contabili internazionali si segue una logica diversa, infatti secondo l'IFRS 3 vanno considerate aggregazioni aziendali solamente le operazioni per mezzo delle quali si acquisisce il controllo di una o più attività aziendali, rimangono fuori da questo spettro i casi in cui l'acquirente aveva già in precedenza il controllo dell'impresa. L'IFRS 3 si applica quindi nel primo caso (costo interamente sostenuto al momento dell'aggregazione) e nel quarto se la partecipazione precedentemente detenuta non consentiva il controllo sulla partecipata, si tratta del caso delle *step acquisition*, in questo caso l'applicazione sarà più complessa in quanto è previsto un particolare trattamento per i costi sostenuti precedentemente.

Infatti, abbiamo visto che secondo gli IFRS 3 l'avviamento è ottenuto come differenza tra il valore dell'impresa acquisita (somma tra il corrispettivo trasferito al *fair value* e le eventuali

interessenze nell'acquisita precedentemente possedute, anch'esse a *fair value*) e il relativo Patrimonio Netto al *fair value*. In una *step acquisition* è necessario per l'acquirente il ricalcolo del valore dell'interessenza che deteneva valorizzandola al *fair value* alla data di acquisizione della quota tramite la quale si è ottenuto il controllo e rilevare nel prospetto dell'utile o perdita dell'esercizio eventuali variazioni rispetto a questa nuova valutazione. Si faccia presente, infatti, che le partecipazioni non di controllo possono essere iscritte in bilancio seguendo vari metodi di valutazione: al costo o valore recuperabile se inferiore; al *fair value* con imputazione di utili e perdite a prospetto di Conto Economico complessivo; al *fair value* con rilevazione di utile e perdite direttamente a Patrimonio Netto e tra le altre componenti di Conto Economico complessivo o con il metodo del Patrimonio Netto.

Il punto di partenza sarà il valore contabile precedentemente iscritto risultante dal metodo di valutazione utilizzato, a questo punto si porta il valore dell'interessenza precedentemente detenuta al *fair value* alla data di aggregazione e si rilevano le eventuali differenze a Conto Economico, nel calcolo dell'avviamento si ottiene quindi lo stesso effetto di ciò che si otterrebbe se quell'interessenza fosse venduta a quella data e fosse stata acquistata al suo *fair value* a quella data. Questa modalità ha l'effetto di non tenere conto della possibilità dell'esistenza di una quota di avviamento all'interno della partecipazione già detenuta precedentemente al momento dell'acquisizione. Se negli esercizi precedenti sono state rilevate delle variazioni del valore dell'interessenza nel prospetto delle altre componenti di Conto Economico complessivo anche l'ammontare rilevato in tale prospetto deve essere contabilizzato utilizzando lo stesso trattamento contabile che l'acquirente avrebbe dovuto seguire se avesse ceduto l'interessenza posseduta in precedenza, seguendo i principi IFRS.

L'IFRS 3 stabilisce che l'avviamento, a seguito della rilevazione iniziale, debba essere valutato all'importo rilevato all'acquisizione al netto delle perdite per riduzione di valore accumulate. Secondo i principi contabili internazionali, infatti, non deve essere ammortizzato, ci si limita a verificare eventuali riduzioni di valore, che, nel caso siano occorse, devono essere rilevate.

Lo IAS 36 integra queste disposizioni, richiedendo la verifica annuale di eventuali riduzioni di valore dell'avviamento, tale verifica deve essere effettuata con maggiore frequenza nel caso in cui ci si trovi di fronte a circostanze o eventi particolari che lo richiedano. Inoltre, vieta il ripristino del valore contabile dell'avviamento a seguito delle svalutazioni, la motivazione retrostante è l'impossibilità di iscrivere un avviamento generato internamente, in questi casi

infatti un eventuale ripristino del valore sarebbe dovuto a circostanze avvenute a seguito dell'acquisizione e non dovute a quest'ultima. Lo IAS 36 prevede che per effettuare tale verifica l'avviamento debba essere allocato a una o più *Cash Generating Unit* (CGU) le quali beneficiano maggiormente delle sinergie conseguenti all'aggregazione aziendale.

Al fine di comprendere le disposizioni di tale principio è necessario definire cosa sia una *Cash Generating Unit*: viene definita come CGU il più piccolo gruppo di attività a cui è riconducibile la produzione di flussi di cassa significativamente indipendenti dai flussi finanziari generati da altre attività (o altre CGU), i requisiti fondamentali affinché si possa parlare di CGU sono l'autonomia gestionale e finanziaria. Al fine di seguire il principio contabile è quindi necessaria una parte di giudizio soggettivo al fine di identificare le CGU, le quali dipendono in gran parte a scelte organizzative da parte della dirigenza. Nell'identificarle, lo IAS 36 prescrive che le CGU debbanorappresentare il livello minimo in cui l'avviamento è monitorato all'interno della società, è necessario cioè un'armonizzazione rispetto ai sistemi informativi e di controllo messi in atto dall'azienda, allo stesso tempo non possono eccedere di dimensione rispetto a settori operativi oggetto di rendicontazione in bilancio secondo l'IFRS 8, riguardante i settori operativi. È necessario inoltre evidenziare che le CGU devono essere identificate tra le attività dell'acquirente e non tra quelle acquisite, questo perché l'interesse è rivolto alle sinergie che verranno a generarsi grazie all'acquisizione e alla gestione congiunta con la società acquirente.

Se l'avviamento è generato da un'aggregazione aziendale avvenuta nell'esercizio è necessario svolgere una verifica dell'eventuale riduzione di valore delle CGU entro la fine dell'esercizio, a seguito di questa prima verifica la verifica del valore può essere effettuata in qualunque momento dell'anno, purché sia effettuata ciascun anno nello stesso periodo.

Nella pratica la verifica di riduzione del valore avviene identificando il valore recuperabile di ciascuna CGU e confrontandolo con il valore contabile degli elementi che la compongono, nel caso in cui il valore recuperabile fosse inferiore al valore contabile sarà necessario procedere a una svalutazione, che riguarderà anche il valore di avviamento ad essa allocato. Lo IAS 36 fornisce una definizione di valore recuperabile come il maggiore tra il *fair value* della CGU al netto dei costi vendita e il valore d'uso della CGU, specificando che la migliore approssimazione del *fair value* è data dal prezzo pattuito in un accordo vincolante di vendita stabilito in una libera transazione, al netto dei costi direttamente attribuibili alla dismissione. Nel caso si tratti di

un'attività presente in mercati attivi la situazione si semplifica, infatti il *fair value* corrisponde al valore di mercato, senza la necessità della presenza di un accordo vincolante di vendita. Al fine di ottenere un *benchmark*, in caso di assenza di altri elementi, possono essere utilizzati eventuali accordi di vendita precedenti alla data attuale ponendo particolare attenzione alle condizioni che possono essere mutate nel frattempo, oppure si possono prendere a riferimento transazioni per attività comparabili come dimensioni, caratteristiche e settore industriale, mettendo in atto gli opportuni aggiustamenti per le differenze riscontrate.

Per quanto riguarda invece il valore d'uso è necessario stimare i flussi finanziari in entrata e in uscita ottenibili dalla gestione della CGU, aumentati dall'eventuale valore di realizzo finale e successivamente attualizzati ad un opportuno tasso di interesse. Si tratta quindi sostanzialmente di una stima del valore economico del capitale tramite un approccio *asset-side*, dato che le CGU sono composte solamente di attività, derivante dalle prospettive finanziarie attese.

Nel caso in cui il valore recuperabile sia inferiore al valore contabile si dovrà rilevare la riduzione di valore della CGU. Tale riduzione deve essere attribuita in primo luogo all'avviamento allocato ad essa e solo successivamente alle attività che la compongono, in proporzione al rispettivo valore contabile. Tali riduzioni sono da imputare a Conto Economico e da rilevare immediatamente dopo il loro verificarsi, nel caso in cui invece la svalutazione impatti un'attività precedentemente rivalutata la ricaduta è tra le altre componenti di Conto Economico complessivo, salvo la parte eccedente la riserva di rivalutazione iscritta per la rispettiva attività in oggetto, che quindi avrà ricaduta sull'utile d'esercizio.

A seguito delle svalutazioni la società è tenuta, in ciascun esercizio, a verificare che non siano venuti meno i presupposti per la sua iscrizione integrale o parziale, in tal caso si deve procedere a un ripristino di valore che non può superare il valore recuperabile.

Come avviene per la svalutazione, anche la rivalutazione va imputata a ciascuna attività proporzionalmente al suo valore contabile, ad eccezione dell'avviamento, la motivazione è dovuta al fatto che non è possibile stabilire se tale ripristino porti a iscrivere un avviamento ottenuto tramite acquisizione o si tratti di un avviamento generato internamente e quindi non iscrivibile secondo lo IAS 38. L'allocazione del ripristino di valore alle attività deve essere effettuata sulla base del valore contabile al netto dell'ammortamento che si sarebbe determinato se non fosse stata rilevata alcuna svalutazione. Tale ripristino deve essere rilevato

a Conto Economico a meno che tale rivalutazione faccia riferimenti ad altri principi IFRS, in quel caso si fa riferimento a tali principi.

Anche secondo la normativa nazionale se il valore recuperabile di un'immobilizzazione è inferiore al suo valore contabile è necessario iscrivere l'immobilizzazione in bilancio a tale minor valore imputando la differenza a Conto Economico, questo vale anche per l'avviamento. L'OIC 9 integra le disposizioni del Codice civile prescrivendo che se non è possibile stimare il valore recuperabile di una singola immobilizzazione l'impresa è tenuta a determinare il valore recuperabile della relativa CGU, ciò è utile nei casi in cui le immobilizzazioni non generino autonomamente i flussi di cassa, si tratta di un'impostazione mutuata dallo IAS 36. L'OIC 9 definisce il valore recuperabile come il maggiore tra il valore equo e il valore d'uso, determinati in modo analogo rispetto a quanto disposto dagli IAS.

La perdita di valore rilevata in una CGU deve essere attribuita in primo luogo a riduzione dell'avviamento ad essa allocato, successivamente alle altre attività che la compongono proporzionalmente al loro valore contabile, anche qui possiamo notare l'analogia rispetto ai principi contabili internazionali, come per il ripristino di valore nel caso in cui vengano meno i motivi che avevano portato alla svalutazione, che anche secondo i principi nazionali deve essere effettuato nei limiti del valore che l'attività avrebbe avuto se la svalutazione non avesse mai avuto luogo, non può essere ripristinato il valore dell'avviamento.

L'OIC 9 prevede inoltre un approccio semplificato per la determinazione della perdita durevole di valore per l'avviamento e le altre immobilizzazioni, in modo da facilitare le società di minori dimensioni che potrebbero non essere in grado di attuare l'approccio descritto sopra. Affinché sia concesso di utilizzare l'approccio semplificato devono essere rispettate, per due esercizi consecutivi, due delle seguenti condizioni: il numero medio dei dipendenti deve essere inferiore a 50 unità, il totale dell'attivo non deve superare 4,4 milioni di euro e i ricavi netti delle vendite e delle prestazioni non devono superare 8,8 milioni di euro.

CAPITOLO 4- LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO DELLE AZIENDE *HIGH-TECH*

4.0 PREMESSA

Nelle operazioni che risultano in una mutazione del soggetto economico la valutazione del capitale economico assume il ruolo di punto di partenza della negoziazione tra le parti che porterà alla definizione di un valore di acquisizione. Questo valore di acquisizione verrà definito a partire da una valutazione quanto più obiettiva e neutra possibile, volta a definire una sorta di valore assoluto dell'azienda, ma subirà inevitabilmente, e talvolta in modo piuttosto importante, l'effetto dei rapporti di forza contrattuale che sono instaurati tra le controparti.

A questo fine basarsi esclusivamente sul bilancio di esercizio ha dei limiti evidenti, in quanto quest'ultimo ha lo scopo di rappresentare in modo quanto più attendibile il risultato economico conseguito in un determinato esercizio e il patrimonio appartenente all'impresa a partire da quanto rilevato a consuntivo nell'arco dell'esercizio a cui si riferisce. L'acquisto di un'azienda al contrario viene effettuato con la speranza che le prospettive di reddito futuro ripaghino l'investimento effettuato, al fine di quantificare queste prospettive sarà quindi necessario concentrarsi su quanto è probabile accada nell'orizzonte temporale d'investimento identificato piuttosto che su quanto già avvenuto in passato.

Per valutare il capitale economico di un'impresa si ricorre a specifici metodi di valutazione che, più che alla reportistica storica dell'azienda, fanno riferimento al suo divenire. Non esiste una modalità univoca per ottenere una valutazione e negli anni vari studiosi hanno teorizzato vari metodi, ciascuno dei quali sottostà a logiche anche molto diverse che si adattano alle numerose tipologie di imprese e di contesti che ci si trova ad affrontare nella prassi, in modo da avere per ciascuna situazione una metodologia che permetta di centrare la valutazione sul relativo aspetto chiave.

Possiamo categorizzare i tradizionali metodi nel seguente modo:

- Metodi reddituali;
- Metodi finanziari;
- Metodi patrimoniali;
- Altri metodi.

4.1 METODI REDDITUALI

I metodi reddituali calcolano il valore del capitale economico sulla base del reddito futuro potenzialmente ottenibile: a un maggiore reddito futuro potenziale corrisponderà una maggiore valutazione. L'assunzione alla base è che il valore di un'impresa dipenda direttamente dai flussi reddituali futuri che essa è in grado di generare, si tratta di un'ottica simile a quella che si usa per gli investimenti, prescindendo dagli elementi patrimoniali contenuti al suo interno.

La variante più semplice di questo metodo prevede l'utilizzo della formula del valore attuale di una rendita perpetua. Affinché questo approccio sia corretto deve trattarsi di una situazione in cui si prevede che la rendita attualizzata sia piuttosto costante nel tempo e soprattutto che l'orizzonte temporale nel quale si prevede di ottenerla sia molto esteso, in modo da approssimare la perpetuità presupposta nella formula:

$$W = \frac{R}{i}$$

dove:

W = valore del capitale economico

R = reddito medio normale atteso dalla gestione futura dell'impresa

i = tasso di attualizzazione

Si tratta però di un metodo che appiattisce tutte le componenti straordinarie o non ricorrenti che possono verificarsi, riducendo la previsione a un unico valore medio di reddito atteso. Il tasso di interesse al quale questo reddito previsionale viene attualizzato è pari alla redditività del capitale investito di aziende che appartengano allo stesso settore, che abbiano un fattore di rischio simile e in generale si trovino in una situazione comparabile all'impresa che sta essendo valutata.

Quando invece i flussi prospettici sono meno costanti si può optare per l'alternativa più analitica che prevede l'attualizzazione dei flussi prospettici stimati anno per anno fino a un determinato orizzonte temporale di medio periodo, a ciò viene sommato il valore residuale che si stima possa avere l'azienda al termine di questo periodo, anch'esso opportunamente attualizzato. Per il

calcolo di questo valore residuale spesso si utilizza il metodo della rendita perpetua descritto sopra:

$$W = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{R_t}{(1+i)^t} + \frac{W_n}{(1+i)^n}$$

dove:

W = valore del capitale economico

R_t = reddito futuro atteso al periodo t

i = tasso di attualizzazione

W_n = valore terminale dell'azienda al periodo n

Questa alternativa prevede una stima più precisa, ma affinché possa essere utilizzata è necessario avere a disposizione una quantità di dati e informazioni notevolmente maggiore rispetto al caso precedente, in particolare è imprescindibile ottenere un piano industriale. Oltre alla disponibilità di dati è altrettanto importante avere a disposizione le risorse, sia economiche, che di tempo, per l'applicazione di questo metodo.

Solitamente l'orizzonte per il quale vengono realizzate le stime analitiche è di circa cinque anni, poiché oltre questo termine tali stime risulterebbero imprecise, se invece si fosse in grado di stimare i flussi solamente per un orizzonte inferiore ai cinque anni, ad esempio per mancanza di dati, probabilmente questo metodo risulterebbe inadeguato rispetto alla nostra disponibilità di dati.

4.2 METODI FINANZIARI

Alla base dei metodi finanziari c'è il valore attuale dei flussi di cassa prospettici (*Discounted Cash Flow*). Vanno a loro volta distinti tra:

- Metodi *asset-side*;
- Metodi *equity-side*.

I metodi *asset-side* non arrivano direttamente a quantificare il valore dell'azienda per gli azionisti, bensì attraversano una prima fase di calcolo del valore economico del capitale investito, a cui viene sommato algebricamente il valore della Posizione Finanziaria Netta (PFN) quantificata nella seconda fase. La prima fase viene attuata attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa della gestione operativa (*Free Cash Flow from Operations*, FCFO), vengono quindi esclusi i flussi legati alla gestione finanziaria essendo non operativi. Il valore ottenuto da questa prima fase equivarrebbe al valore dell'azienda per gli azionisti nel caso in cui l'azienda fosse finanziata interamente tramite capitale proprio e fosse quindi priva di indebitamento.

Come nei casi precedenti, per motivazioni analoghe, l'orizzonte temporale per queste previsioni analitiche è di circa 5 anni, e avviene tramite la redazione di un piano finanziario. Anche in questo caso alla stima analitica va sommato il valore residuo dell'azienda oltre il periodo di n anni scelto, anch'esso opportunamente attualizzato.

Si può utilizzare la formula della rendita perpetua di un FCFO stimato ipotizzando che questo rimanga costante o ipotizzando che possa crescere o decrescere a un tasso costante solitamente indicato con "g".

Il tasso di attualizzazione utilizzato in questo caso è il WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), che tiene in considerazione il rapporto tra debito ed equity e i diversi rischi associati a queste due fonti di finanziamento, ponderando quindi le due componenti. La ragione alla base della necessità di utilizzare questo tasso di attualizzazione è dovuta al fatto che gli FCFO remunerano entrambe queste fonti di finanziamento, quindi va considerato il rischio, e di conseguenza le aspettative di rendimento, di entrambe:

$$WACC = K_e \cdot \frac{E}{D + E} + (1 - t) K_d \cdot \frac{D}{D + E}$$

dove:

K_e = costo del capitale di rischio

K_d = costo del capitale di debito

E = *equity* (Patrimonio Netto)

D = indebitamento (posizione) finanziario netto

t = *tax rate*

In questo modo non si ottiene direttamente il valore dell'*equity* aziendale, bensì l'*Enterprise Value* (EV), dovrà quindi a questo punto essere sommata algebricamente la PFN, che, a seconda che si tratti di una posizione di indebitamento o una maggiore liquidità rispetto al debito, andrà a diminuire o aumentare l'EV fornendoci così il valore del capitale economico. Dato che nei flussi di cassa utilizzati in questo metodo non vengono considerati gli effetti dell'indebitamento viene anche definito *Unlevered DCF Method*.

$$W = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFO_t}{(1+i)^t} + \frac{EV_n}{(1+i)^n} - PFN$$

dove:

W = valore del capitale economico

$FCFO_t$ = free cash flow operativo atteso al periodo t

i = tasso di attualizzazione

EV_n = valore terminale *asset-side* dell'impresa (*enterprise value*) al periodo n

PFN = posizione finanziaria netta

I metodi *equity-side* hanno alla loro base i flussi di cassa disponibili per gli azionisti (*Free Cash Flow to Equity*, FCFE), quindi oltre alla considerazione dei flussi di cassa della gestione operativa vengono considerati anche quelli della gestione finanziaria, che, a seguito di una opportuna attualizzazione, permettono di arrivare direttamente al valore del Patrimonio Netto. Affinché siano compresi in questo metodo non è necessario che tali risorse siano distribuite agli azionisti, bensì è sufficiente siano distribuibili. Anche in questo caso per i motivi descritti prima l'orizzonte temporale utilizzato per la stima analitica dei flussi è di circa 5 anni, a cui va addizionato il valore

terminale, anch'esso opportunamente attualizzato. Il tasso di attualizzazione in questo caso fa riferimento al rendimento atteso in capo agli azionisti:

$$W = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+i)^t} + \frac{W_n}{(1+i)^n}$$

dove:

W = valore del capitale economico

$FCFE_t$ = *free cash flow* disponibile per gli azionisti al periodo t

i = tasso di attualizzazione

W_n = valore terminale *equity-side* dell'impresa al periodo n

4.3 METODI PATRIMONIALI

I metodi patrimoniali, come suggerisce il nome, assumono alla loro base gli elementi che costituiscono il patrimonio dell'azienda, anche in questo caso tali valori devono essere attualizzati al momento in cui avviene la valutazione. Si tratta di metodi che hanno un'applicazione ridotta a casi molto specifici al fine di poter ottenere una stima precisa, possono altrimenti portarci a risultati fuorvianti. Come si è detto a inizio capitolo infatti è necessario applicare il metodo che mette al centro della valutazione l'aspetto che è il miglior indicatore del reddito futuro atteso, in questo caso deve essere il patrimonio. Il primo caso in cui è ragionevole applicare questo metodo è quello ad esempio delle società immobiliari. L'altro caso in cui è ragionevole utilizzare questo tipo di metodi è quando ci troviamo a dover valutare un'azienda il cui patrimonio è principalmente composto da partecipazioni in altre società e la sua attività riguarda l'amministrazione di queste. La motivazione che giustifica l'applicazione di questo metodo è il fatto che il suo risultato dipende direttamente dai flussi provenienti dalle partecipazioni. Una valutazione di queste, che inevitabilmente considererà i flussi che produrranno, indirettamente ci porterà a una stima dei flussi che tale azienda produrrà, inoltre verranno così valutate le imprese sottese da tali partecipazioni. Per contrasto sarà scorretto applicare questo metodo nel caso di aziende di servizi, che nella quasi totalità dei casi hanno un patrimonio irrisorio e soprattutto non ha un collegamento diretto con la capacità di produrre reddito.

Non va chiaramente commesso l'errore di prendere i valori di bilancio, poiché, essendo redatto seguendo il principio di prudenza, porterebbe a una sottovalutazione del valore reale dell'azienda. Sarà possibile utilizzare i valori di bilancio come base per un successivo aggiustamento al reale valore corrente degli elementi del patrimonio.

Questa tangibilità degli elementi alla base del metodo da un lato ne rappresenta un punto di forza in quanto non si basa esclusivamente su valori previsionali stimati, ma allo stesso tempo non permette di comprendere la capacità dell'azienda di generare reddito futuro all'interno della stima, in pieno contrasto quindi con i metodi descritti in precedenza.

4.4 GLI ALTRI METODI DI VALUTAZIONE

Esistono altre due tipologie di metodi:

- Metodi misti;
- Metodi dei multipli di mercato.

Tra i metodi misti uno dei più usati intreccia i metodi patrimoniali con delle stime dei flussi reddituali prospettici in modo da superare, almeno parzialmente, i limiti che si incontrano nell'applicazione dei soli metodi patrimoniali. Il metodo della stima autonoma dell'avviamento prevede la stima del capitale economico tramite la determinazione di due elementi:

- Il Patrimonio Netto espresso a valori correnti tramite metodi patrimoniali;
- Il valore dell'avviamento, ovvero la capacità dell'azienda di produrre sopra-redditi in futuro, calcolato come differenza tra il reddito medio normale atteso negli esercizi successivi calcolato come avviene nei metodi reddituali, quindi con la rendita perpetua, e il reddito normale delle aziende che fanno parte del medesimo settore, calcolato applicando il tasso di rendimento atteso di tale settore al Patrimonio Netto espresso a valori correnti calcolato precedentemente.

Questa rendita va a questo punto attualizzata per il numero di anni per i quali si attende di poter godere di tale beneficio:

$$Avviamento = \sum_1^n \frac{(R - iK')}{(1 + i)^n}$$

Il valore del capitale economico sarà quindi dato dal valore del Patrimonio Netto espresso a valori correnti sommato al valore dell'avviamento calcolato come descritto:

$$W = K' + \sum_1^n \frac{(R - iK')}{(1 + i)^n}$$

Per calcolare il valore di un'azienda possono essere utilizzati anche i multipli di mercato, si tratta di coefficienti che moltiplicati per determinati valori di bilancio ci restituiscono il valore dell'azienda, ne esistono di vari tipi, distinguibili principalmente tra *equity-side* e *asset-side*. Si

tratta di una soluzione che sicuramente tra i vantaggi ha la velocità di applicazione, ma che ignora totalmente altri aspetti importanti dell'azienda. Inoltre, dobbiamo sottolineare come sia necessario, al fine di ottenere una stima attendibile, che i multipli utilizzati siano calcolati su un database di aziende che abbiano caratteristiche molto simili alla società che stiamo valutando e ciò è spesso impossibile, ne consegue quindi l'ottenimento di stime piuttosto approssimative, se non nei casi di società quotate. Infine, non si tiene in considerazione la forza contrattuale delle parti coinvolte.

Questo metodo si è radicato particolarmente nel mondo anglosassone, poiché esso presenta mercati più omogenei e robusti, permettendo quindi stime più attendibili, non è il caso dell'Italia, dove nonostante tutto trovano una certa applicazione, soprattutto quando si è in fase di stima preliminare.

4.5 PROBLEMATICHE NELLA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO DELLE AZIENDE *HIGH-TECH*

Le imprese high-tech hanno caratteristiche diverse dalle imprese tradizionali, come l'alta innovazione, l'alto investimento, l'alto rischio, l'alto rendimento e l'alta crescita. Queste imprese hanno in genere una quota elevata di beni immateriali e l'innovazione tecnologica è fondamentale per lo sviluppo dell'azienda. A causa di queste caratteristiche, lo stile di crescita, la produzione e le caratteristiche gestionali differiscono significativamente da quelle delle imprese tradizionali, con conseguenti cambiamenti significativi nella composizione del loro valore.

L'alto tasso di crescita del valore azionario delle imprese high-tech alla fine degli anni '90 e la conseguente caduta nei primi anni del nuovo millennio, conosciuta come la "dot-com bubble" ha portato grande attenzione su questo settore. I ricercatori si sono accorti che l'andamento delle azioni di aziende legate a internet è caotico e supera ogni legge della valutazione aziendale.

Iniziando a mettere in discussione la relazione tra flussi finanziari e il valore delle azioni, come documentato da Core et al. (2003), Trueman et al. (2000) analizza nuove misure di *driver* di valore nelle aziende high-tech, come ad esempio il tasso di utilizzo di internet del cliente. Con un approccio più generale Zingales (2000) descrive l'*appearance* di una nuova azienda in base alla nuova tecnologia. Ci sono tre fattori in particolare: ridotta creazione di valore da parte degli asset materiali, competizione crescente e risorse umane. Competenze, brevetti e know-how sono i beni più preziosi in questo settore, ma le loro spese sono difficili da quantificare. Di conseguenza, la presenza della maggior parte degli asset intangibili nelle società di M&A tecnologiche ha posto alcune sfide nella determinazione del valore d'impresa.

McGrath (1997) sostiene che il valore della *technology option* è dato dal costo di sviluppo di tale tecnologia. Completare lo sviluppo di una tecnologia crea un asset di per sé, infatti ciò dà la possibilità all'azienda di ottenere dei rendimenti affittando tale tecnologia e ottenere quindi dei rendimenti ulteriori. Questo ci porta 3 spunti di riflessione:

1. In primo luogo, le aziende tecnologiche possono riportare perdite a bilancio dovendo sobbarcare costi di sviluppo, e non hanno ancora prodotti da offrire sul mercato. In questo contesto Demers e Lev (2001) sostengono che le aziende high-tech hanno necessità di avere importanti somme di capitale per partire a sviluppare la propria

architettura tecnologica. Ciò le porta spesso ad avere una grande crescita e comunque rimanere non profittevoli. La valutazione delle aziende high-tech è un argomento sfidante in quanto questo tipo di società si distacca dalle normali ipotesi come l'aver un risultato positivo, una dimensione sufficiente e vari altri aspetti necessari al fine di applicare le modalità standard di valutazione. È comune che le aziende high-tech ottengano un margine lordo molto elevato sui loro prodotti, a causa dei costi di espansione relativamente bassi rispetto alle aziende tradizionali e dell'elevata barriera all'ingresso per i concorrenti, dovuta agli alti costi di sviluppo della tecnologia e alle leggi sulla protezione della proprietà intellettuale. Queste caratteristiche specifiche le differenziano dalle aziende di altri settori e le rendono quindi difficili da valutare con i metodi di valutazione tradizionali. I diritti di proprietà intellettuale, le risorse umane e le altre risorse intellettuali sono diventate risorse economiche strategiche possedute o controllate dalle imprese nel contesto della nuova economia e possono fornire alle imprese importanti benefici economici futuri; il capitale intellettuale basato sulla tecnologia sta diventando il principale fattore determinante della redditività futura. Il valore aziendale è sempre più guidato dagli asset immateriali e il capitale fisico, come fabbriche, macchinari e scorte, deve essere visto come una *commodity* disponibile a tutto l'ambiente competitivo e quindi come un creatore marginale di valore e di vantaggio competitivo. Ciò può essere dimostrato anche dalle aziende comprese nello S&P 500, per le quali le attività immateriali rappresentano la maggior parte del valore di mercato dell'azienda. La tecnologia, in quanto asset intangibile, deve essere valutata di conseguenza e i metodi convenzionali di valutazione degli asset non sono in grado di giustificare il valore sottostante che l'innovazione tecnologica apporta al futuro di un'azienda, occorre quindi esplorare nuovi metodi di contabilizzazione.

2. In secondo luogo, dal punto di vista del mercato azionario, le aziende high-tech hanno caratteristiche specifiche, le loro azioni infatti sono soggette a grande volatilità, ciò rende complicato determinarne il valore economico. Oltre a questo, Baker e Wurgler (2006) ritengono che relativamente a questa volatilità svolga un ruolo primario l'emotività degli operatori del mercato, come diretta conseguenza i metodi di valutazione relativa, come ad es. il metodo dei multipli di mercato, risultano particolarmente inefficaci in quanto risentono pesantemente del sentimento momentaneo del mercato. I metodi basati

sull'informativa finanziaria risultano significativamente più accurati secondo questo punto di vista, soprattutto nei momenti di alta volatilità.

3. In terzo luogo, il fallimento di una nuova tecnologia può portare una società alla bancarotta, quindi il rischio di default assume un ruolo centrale nella valutazione delle aziende high-tech, anche nella valutazione degli *equity returns*. Una delle spese principali di un'azienda tecnologica è l'investimento iniziale in ricerca e sviluppo di nuove tecnologie, il cui peso è maggiore in termini relativi nelle prime fasi dell'azienda. La tecnologia generata da questo processo è uno dei beni più preziosi dell'azienda ed è fondamentale per la sua redditività e valutazione futura; i costi iniziali per lo sviluppo della tecnologia sono irreversibili e devono essere considerati come costi irrecuperabili. Affinché una tecnologia sia redditizia in futuro, i manager devono prevedere in anticipo la domanda del mercato. Le aziende high-tech devono fare tutto il possibile per aumentare la loro competitività complessiva puntando sull'innovazione. L'innovazione tecnologica è una forza importante per accelerare la crescita delle imprese. È necessario incrementare costantemente gli investimenti nell'innovazione tecnica, oltre a proteggere le tecnologie esistenti. A causa dei loro cicli di vita brevi, del futuro incerto, della stretta tempestività e della velocità di aggiornamento, i prodotti ad alta tecnologia devono aumentare costantemente l'innovazione di prodotto per soddisfare le mutevoli richieste del mercato e ottenere una crescita straordinaria.

Il modello Schwartz-Moon prende esplicitamente in considerazione questo rischio di bancarotta, il metodo dei multipli di mercato, invece, ad esempio, lo considera solo indirettamente, ovvero lo prende in considerazione solo nel momento in cui il mercato dà un prezzo corretto a tale rischio e se non ci sono differenze sistematiche tra le aziende prese a comparazione. La valutazione del rischio di fallimento è particolarmente importante per gli effetti che un'eventuale bancarotta avrebbe sui portafogli con diversificazione ridotta, come ad esempio i fondi specializzati nell'investimento in aziende di recente creazione, Cumming e MacIntosh (2003) hanno documentato riduzioni fino al 30% del valore di tali portafogli. Dato che il metodo Schwartz-Moon prende esplicitamente in considerazione questo rischio di default risulta preferibile rispetto ai metodi tradizionali che solitamente si basano su un presupposto di continuità aziendale.

Possiamo sicuramente arrivare alla conclusione per la quale i metodi di valutazione tradizionale mal si sposano con il settore high-tech perché eccessivamente legati ai sentimenti momentanei del mercato e al rischio di default. Quando si seleziona il modello di valutazione appropriato per un'azienda tecnologica, quindi, occorre comprendere il contesto industriale in cui opera l'azienda e analizzare l'applicabilità di ciascun metodo.

Tra i metodi di valutazione assoluti l'approccio dei costi, che misura l'investimento sostenuto per la costituzione dell'azienda, non è adatto per valutare le imprese tecnologiche, poiché la maggior parte delle imprese high-tech opera in modalità *light asset*, con le attività immateriali che rappresentano una percentuale relativamente elevata delle attività totali. Poiché il valore delle attività immateriali si riflette in larga misura nel valore dell'impresa, questo metodo porta a sottostimare il valore dell'impresa ignorando il valore potenziale di tali asset.

Il metodo DDM, che misura il valore attuale dei dividendi futuri pagati dall'azienda, può essere utilizzato solo per le società quotate in borsa che pagano regolarmente i dividendi, il che non è il caso della maggior parte delle società tecnologiche.

Il metodo DCF può valutare con precisione la redditività prevedibile delle imprese tecnologiche, ma non riflette il valore della loro crescita potenziale. Un presupposto importante del metodo di valutazione DCF è l'ipotesi che l'investimento sia reversibile e se le condizioni di mercato non dovessero essere buone come previsto, sarebbe possibile ritirarsi e recuperare l'investimento iniziale. Ma in realtà, soprattutto negli investimenti delle imprese ad alta tecnologia, quando le imprese rinunciano a un progetto, l'investimento iniziale diventa un costo sommerso e non può essere recuperato. Inoltre, per le imprese tecnologiche che non hanno una storia di profitti o che sono ancora in perdita, è impossibile calcolare il tasso di crescita dei profitti sulla base dei profitti attuali quando si utilizza il metodo DCF. In altri casi invece, la storia operativa è breve e la previsione e l'inferenza del flusso di cassa futuro non sono convincenti, possono anzi essere considerati altamente speculativi nelle aziende non così mature. Una caratteristica importante delle aziende tecnologiche è l'incertezza futura. Per tenere conto dell'incertezza, il metodo DCF di solito riflette il rischio di investimento derivante dall'incertezza dei flussi di cassa futuri aggiustando il tasso di sconto, il che è soggettivo e rende il metodo DCF non adatto alla valutazione delle aziende tecnologiche, nonostante solitamente tale metodo fornisce la minor deviazione dal valore di mercato rispetto agli altri metodi tradizionali.

Rispetto al metodo DCF, i metodi di valutazione comparativa non richiedono proiezioni accurate sul futuro dell'azienda, il che ne facilita l'utilizzo, essendo utilizzati dati basati sul mercato per effettuare la valutazione, inoltre utilizzano meno informazioni sull'azienda e sul costo del capitale in generale, riducendo le spese di preparazione, e il valore si aggiorna automaticamente al variare dei valori di mercato. Per questi motivi i multipli di mercato vengono largamente utilizzati nella pratica da consulenti, analisti e banchieri d'investimento come dimostrato da varie indagini.

Tuttavia, l'aspetto negativo è dovuto al fatto che possono produrre risultati imprecisi nei casi, diffusi, in cui non si può fare riferimento ad un benchmark forte. Inoltre, basandosi sulle informazioni di mercato attuali, non tengono conto dei profitti futuri e del potenziale di crescita di un'azienda. Si tratta di grandi limiti, soprattutto in un settore così mutevole in cui è impensabile ignorare i reali driver di creazione del valore.

Inoltre, dato che la tecnologia viene sviluppata individualmente dalle imprese attraverso la R&S, esse sono uniche e spesso non possono essere confrontate tra loro, rendendo obsoleto l'uso di metodi di valutazione comparativa.

Infine, dato che le aziende high-tech spesso sono in perdita e alcune volte hanno anche un EBITDA negativo, i multipli di mercato legati a queste grandezze non sono utilizzabili.

Alcuni ricercatori hanno utilizzato approcci qualitativi, come interviste e questionari con esperti del settore e quantificazione di fattori qualitativi per valutare le aziende tecnologiche. Chiaramente, essendo basati sull'esperienza e sulla comprensione dei professionisti del settore, si sono rivelati soggettivi e instabili.

Nei prossimi paragrafi verranno riportati alcuni dei metodi che sono stati teorizzati nella dottrina con lo scopo di rispondere alla necessità di avere un metodo adeguato a questo settore.

4.6 REAL OPTION VALUATION METHOD

Le aziende possono aumentare il proprio valore per gli azionisti sfruttando i propri punti di forza e le opportunità che si presentano oppure riconoscendo le proprie debolezze e le minacce dell'ambiente in cui sono inserite. I mercati sono volatili, lo è in particolare il mondo high-tech in cui la tecnologia è in continua evoluzione e i cambiamenti competitivi possono essere *disruptive*. Il posizionamento di un'azienda nel mercato, infatti, non subisce solamente le minacce da parte dei competitor diretti, ma anche da parte dei nuovi entranti. Inoltre, il lato della clientela sta acquisendo sempre più potere, perciò è necessaria una maggiore proattività da parte delle aziende.

È quindi emerso un nuovo metodo: il *Real Options Valuation* (ROV). Tale metodo utilizza la misurazione delle opzioni e quindi considera le aziende come un portafoglio delle proprie opzioni future, questa teoria infatti suggerisce che le aziende abbiano la possibilità di rivedere le proprie decisioni future in un momento successivo quando hanno a disposizione maggiori informazioni.

Alla luce di queste sfide è stato sviluppato un nuovo approccio basato sulla *Real Options Theory* (Trigeorgis e Ioulianos 2012) che considera le possibilità di crescita di un'azienda in un ambiente incerto come un portafoglio di possibilità reali di un'azienda che sono attivamente sviluppate dall'azienda stessa. Tale metodo ha la capacità di fornire una stima più accurata ed è in grado di rispondere a varie domande strategiche particolarmente importanti in un settore così dinamico e volatile, come ad esempio la valutazione delle opportunità di crescita, o quale sia il contributo di ciascuna possibilità di espansione sul valore totale dell'azienda, o ancora quale sia il momento migliore per investire in un determinato business e quando sia invece il momento per evitarlo. Il valore complessivo di un'azienda consiste nel valore dei flussi di cassa futuri dai business esistenti e dal valore delle opportunità di crescita future. L'impatto della volatilità su queste due componenti è differente, tradizionalmente i manager usano il rischio percepito come una componente negativa che fa decrescere il valore di un'azienda, la *Real Option Theory* invece mostra come l'incertezza fornisce una finestra di opportunità che aumenta il valore delle opportunità future di un'azienda.

Un'opzione conferisce al titolare il diritto di acquistare o vendere le attività sottostanti a un determinato prezzo nel futuro. Il concetto di opzione reale è stato proposto per la prima volta dallo studioso americano Stewart Myers (1977). Si riferisce ai diritti (non agli obblighi) di

un'impresa di svolgere una specifica attività commerciale in futuro, come i diritti di ritardare, abbandonare, espandere, convertire, contrarre e modificare. Si tratta di un'opportunità di investimento reale e irreversibile. Il metodo dell'opzione reale è l'applicazione dell'opzione finanziaria nella gestione dell'impresa, che fornisce un altro modo di pensare per la valutazione del valore dell'impresa.

I beni immateriali, come i brevetti e il know-how, sono tra le attività più preziose delle società tecnologiche e possono garantire agli investitori ulteriori guadagni in futuro. Queste attività immateriali conferiscono a una società il diritto di progettare e produrre determinati articoli. L'azienda utilizzerà il brevetto per la produzione solo se il flusso di cassa previsto dalle vendite del prodotto supera il costo di sviluppo. Di conseguenza, le attività immateriali di un'impresa possono essere considerate come opzioni *call*, con i prodotti creati che fungono da attività sottostanti.

La tecnica delle opzioni reali coglie il valore della flessibilità manageriale e il valore prospettico delle opportunità di profitto nelle imprese tecnologiche. Inoltre, l'approccio delle opzioni reali può valutare un oggetto con il minor numero possibile di fattori soggettivi, consentendo una valutazione ragionevole del valore dell'oggetto. Di conseguenza, in presenza di un'elevata incertezza, la tecnica delle opzioni reali può compensare le carenze del DCF.

Il metodo di valutazione delle opzioni reali fornisce un valore più realistico (e maggiore) della tecnologia, poiché consente ai manager di valutare lo sviluppo futuro e il valore di aggiornamento.

Un gran numero di studi accademici è stato condotto al fine di esaminare l'abilità della *Real Options Analysis* di spiegare i prezzi di mercato osservati in vari contesti. Paddock, Siegel e Smith (1988) hanno dimostrato che nell'industria petrolifera si ha una maggiore precisione rispetto alle stime ottenute tramite metodi DCF; Quigg (1993) e Cunningham (2006) nella loro disamina riguardante il settore immobiliare hanno scoperto come la flessibilità abbia un importante impatto sui prezzi dei terreni e che una maggiore incertezza nei prezzi rallenta lo sviluppo e aumenta i prezzi, coerentemente con la *Real Options Valuation* (ROV); Moel e Tufano (2002) hanno studiato le decisioni manageriali coinvolte nella chiusura e apertura di miniere d'oro osservando come anche in questo caso ci sia una coerenza con la ROV.

Considerato che il valore di un'azienda secondo i metodi DCF è dato dai flussi di cassa prospettici scontati al relativo tasso di interesse sommati al valore terminale dell'entità, anch'esso scontato,

è stato riscontrato che un maggior valore terminale e degli asset maggiormente flessibili contribuiscono a un prezzo maggiore, in altre parole l'irreversibilità di un investimento influenza la decisione stessa di investire o meno.

Secondo Venkatesan (2005) la ROV ha guadagnato sempre più supporto nel mondo aziendale, con alcune delle più grandi società che hanno iniziato ad utilizzarla, tra cui Airbus, General Electric, Hewlett Packard, Intel e Toshiba, ma più in generale il 27% delle società all'interno del Fortune 500 hanno usato tale strumento nel planning strategico. Infatti, molte aziende hanno cominciato a incorporare la teoria dei giochi nella propria pianificazione strategica al fine di predire lo sviluppo dell'ambiente competitivo, ma in un contesto in cui la competizione evolve sempre più rapidamente rafforzare la teoria dei giochi con la *Real Options Analysis* può aiutare le società ad essere più flessibili nel modo di reagire.

4.7 VENTURE-PRICING MODEL

Il principio alla base del *Venture-Pricing Model* (VPM) è che la valutazione delle imprese ad alto rischio può essere comparata a quella di un altro asset (o di un set di asset simili) che funga come punto di riferimento. Sulla base di tale valutazione di riferimento, il valore del nostro investimento è calcolato usando un modello stocastico correlato per l'evoluzione dell'economia nazionale e un indice riguardante le azioni pertinenti nel mercato azionario. In particolare, all'interno di tale modello c'è una componente "slow" rappresentata dal PIL e una componente "fast" rappresentata dall'indice delle azioni pertinenti. Dato che la valutazione dipende dallo stato dell'economia nel suo insieme e dal settore specifico è importante usare sia una componente caratterizzata da una variazione rapida che una componente caratterizzata da una variazione più lenta al fine di catturare l'essenza della dinamica che stiamo analizzando. Inoltre, si prevede che la componente a variazione più lenta sia dominante nei momenti in cui il mercato finanziario è stagnante, la componente a variazione rapida invece prevarrà nei momenti di boom.

Tale modello, a differenza di altri modelli passati basati sul PIL e sul mercato azionario, è basato su dati a bassa frequenza, la prima ragione alla base di questa decisione è la considerazione dell'arco temporale necessario per un'azienda high-tech di maturare, ciò richiede spesso svariati anni, perciò, non c'è nessun interesse nell'avere dati aggiornati giornalmente, settimanalmente, ma nemmeno trimestralmente, sono sufficienti dati annualizzati per una buona approssimazione di tali misure. Si assume inoltre che il PIL e l'indice del mercato rilevante siano correlati e possano essere modellati da un moto browniano geometrico:

$$\frac{dG}{G} = \mu_1 dt + \sigma_{11} dW_1 + \sigma_{12} dW_2$$

$$\frac{dI}{I} = \mu_2 dt + \sigma_{21} dW_1 + \sigma_{22} dW_2$$

dove:

G = PIL nominale

I = indice del mercato pertinente

μ = tasso di crescita medio di breve termine

σ = varianza

dt = incremento di tempo

dW = Processo di Wiener standard

Si assume che la valutazione è direttamente dipendente sia da G che da I , ovvero $V = V(G, I)$, in questo modello non c'è dipendenza dalla variabile tempo, seguendo il *Capital Asset Pricing Model* $V = V(G, I)$ assume la seguente forma:

$$V(G, I) - V_0 = \beta GI$$

dove:

β = misura del rischio, in una concezione simile al *Capital Asset Pricing Model*

V_0 = valore intrinseco dell'impresa

Combinando le precedenti funzioni otteniamo:

$$d \ln V = \left[\mu_1 + \mu_2 - \frac{1}{2} (\sigma_{11}^2 + \sigma_{12}^2 + \sigma_{21}^2 + \sigma_{22}^2) \right] dt + (\sigma_{11} + \sigma_{21}) dW_1 + (\sigma_{12} + \sigma_{22}) dW_2$$

Attualmente nella pratica della valutazione di aziende high-tech ci si basa solamente sul valore di uscita previsto senza considerazione del fattore di rischio. Questa formulazione, oltre alla dipendenza temporale del valore terminale previsto, tiene in considerazione anche il rischio associato.

4.8 IL MODELLO SCHWARTZ-MOON

In risposta alla necessità di individuare un metodo adatto alle aziende di questo settore Schwartz-Moon (2000, 2001), hanno sviluppato un metodo che si concentrasse in maniera particolare sui processi di generazione del valore delle aziende high-tech. Si tratta di un metodo basato su assunzioni legate all'aspettativa di crescita delle azioni e la struttura dei costi delle aziende.

Il metodo Schwartz-Moon, sulla base di dati storici di breve periodo, simula i possibili scenari di sviluppo di un'azienda high-tech ad alto tasso di crescita. Come secondo passo calcola un *fundamental firm value* facendo una media di tutti gli esiti degli scenari previsti, scontati e pesati per il rischio. Inoltre, durante il processo di crescita l'azienda potrebbe fallire, quindi questo modello fornisce agli investitori non solo la valutazione dell'azienda, ma anche la probabilità di fallimento nel lungo termine, particolare che non viene preso in considerazione nei metodi standard di valutazione. Un altro vantaggio è che non richiede dati di mercato e ciò lo rende applicabile anche per il gran numero di aziende che non sono quotate.

Basandosi su questi presupposti, sorge spontanea la questione se il modello Schwartz-Moon possa riempire il vuoto nella letteratura relativo alla valutazione delle aziende high-tech, nonostante la difficoltà nella stima degli input necessari per la sua applicazione. Specificamente sorgono tre quesiti:

1. Considerati i vantaggi teorici, ma la difficoltà nella stima degli input necessari, è applicabile in modo economicamente sostenibile e di fattibile implementazione?
2. La sua implementazione dà dei risultati accurati?
3. Considerato che si basa su informazioni di bilancio, è possibile indicare valutazioni scorrette nel mercato tecnologico?

Il modello Schwartz-Moon è esplicabile facilmente nel contesto dei metodi di valutazione tradizionali nei quali i flussi di cassa per l'equity sono scontati ad un appropriato rischio in funzione anche al costo dell'equity stesso. Per tutti questi modelli, una delle difficoltà maggiori è la derivazione dei pagamenti futuri. Ci sono vari metodi per farlo, tra i quali il principale è creare dei bilanci previsionali da cui poi calcolare i flussi di cassa.

Dato che spesso non sono presenti bilanci previsionali per le aziende high-tech, comunemente viene utilizzata la tecnica di previsione di percentuale di vendite.

Seguendo il *percentage of sales methods*, le *revenue dynamics* sono date dalla seguente equazione differenziale stocastica:

$$\frac{dR(t)}{R(t)} = [\mu(t) - \lambda_R \cdot \sigma(t)]dt + \sigma(t) \cdot dz_R(t)$$

Dove $\mu(t)$ rappresenta il tasso di crescita prevista nei ricavi; $\sigma(t)$ è la volatilità del tasso di crescita; cambi inaspettati nei tassi di crescita sono modellati dalla variabile aleatoria $z_R(t)$, seguendo il processo di Wiener; λ_R è un termine di aggiustamento per il rischio, rappresenta l'incertezza e consente l'attualizzazione al tasso *risk free* successivamente, questo termine è stato introdotto nel modello originale di Schwartz e Moon da Klobucnik e Sievers (2013) per eliminare l'assunzione di coincidenza tra il tasso di crescita reale e il tasso di crescita aggiustato per il rischio.

Al passare del tempo t il tasso di crescita iniziale converge verso il tasso di crescita di lungo termine $\bar{\mu}$ seguendo il processo di Ornstein-Uhlenbeck:

$$d\mu(t) = [\kappa_\mu \cdot (\bar{\mu} - \mu(t)) - \lambda_\mu \cdot \eta(t)]dt + \eta(t) \cdot dz_\mu(t)$$

Dove κ_μ denota la velocità di convergenza e $\eta(t)$ è la volatilità della crescita dei ricavi. Modifiche inaspettate dei ricavi $\sigma(t)$ convergono a κ_σ al loro valore medio di lungo termine $\bar{\sigma}$, mentre la volatilità della crescita prevista $\eta(t)$ converge a zero.

$$d\sigma(t) = \kappa_\sigma \cdot [\bar{\sigma} - \sigma(t)]dt$$

$$d\eta(t) = -\kappa_\eta \cdot \eta(t)dt$$

La dinamica dei costi $C(t)$ è modellata su due componenti, la prima componente è la dinamica dei costi variabili $\lambda(t)$, proporzionale ai ricavi, la seconda componente è data dai costi fissi F .

$$C(t) = \gamma(t) \cdot R(t) + F$$

Si assume che l'andamento dei costi converga con il livello medio del settore:

$$d\gamma(t) = [\kappa_\gamma \cdot (\bar{\gamma} - \gamma(t)) - \lambda_\gamma \cdot \varphi(t)]dt + \varphi(t) \cdot dz_\gamma(t)$$

Dove κ_γ denota la velocità di convergenza con la quale i costi variabili $\gamma(t)$ convergono al valore medio di lungo termine $\bar{\gamma}$, viene inserito inoltre il termine di aggiustamento del rischio λ_γ .

Eventuali modifiche non previste nell'andamento dei costi variabili sono modellate da $\varphi(t)$, convertendo in modo deterministico con κ_φ rispetto alla volatilità dei costi variabili di lungo termine $\bar{\varphi}$:

$$d\varphi(t) = \kappa_\varphi \cdot [\bar{\varphi} - \varphi(t)]dt$$

Come suggeriscono Schwartz e Moon è ragionevole assumere che i tre coefficienti di velocità di aggiustamento abbiano un medesimo valore, lasciandoci quindi con un unico κ . Mentre ricavi e costi sono modellati indipendentemente dallo Stato Patrimoniale, lo sviluppo di immobili, impianti e macchinari $PPE(t)$ dipende dallo sviluppo delle *Capital Expenditures* $CE(t)$ e dalle svalutazioni $D(t)$.

$$dPPE(t) = [-D(t) + CE(t)]dt$$

Infine, dobbiamo considerare le imposte e la dinamica di riporto in avanti delle perdite:

$$dL(t) \begin{cases} - [Y(t) + Tax(t)]dt, & se L(t) > [Y(t) + Tax(t)]dt \\ -max[L(t)dt, 0] & se L(t) \leq [Y(t) + Tax(t)]dt \end{cases}$$

Considerate le imposte $Tax(t)$ e le perdite portate a nuovo $L(t)$, il reddito al netto delle imposte $Y(t)$ nel modello Schwartz-Moon è dato da:

$$Y(t) = R(t) - C(t) - D(t) - Tax(t)$$

Ipotizzando una politica di non distribuzione dei dividendi e di reinvestimento dei flussi di cassa con un rendimento pari al tasso *risk-free* r , l'ammontare di liquidità disponibile all'azienda X ha il seguente andamento:

$$dX(t) = [r \cdot X(t) + Y(t) + D(t) - CE(t)]dt$$

Il valore fondamentale implicito del modello al tempo t è calcolato scontando il valore atteso dell'impresa al tempo T considerata la misura di probabilità neutrale al rischio Π con il tasso *risk free* r . L'*Enterprise Value* dell'azienda consiste in due componenti, l'importo di liquidità in essere e il valore residuo dell'azienda, calcolato come $EBITDA = R(T) - C(T)$ moltiplicato per un multiplo M .

$$\widehat{EV(0)} = E^{\Pi} \{X(T) + M \cdot [R(T) - C(T)]\} \cdot e^{-r \cdot T}$$

CAPITOLO 5- L'IMPAIRMENT TEST DELL'AVVIAMENTO

5.0 PREMESSA

L'*impairment test* è il tema legato all'avviamento più delicato e dalle maggiori implicazioni, nel presente capitolo sarà dapprima analizzata la letteratura relativa alla misurazione successiva alla rilevazione di tale posta, per poi esporre delle considerazioni relative alle problematiche che si possono generare rispetto alla relativa *disclosure* e quelli che sono gli effetti sul processo di revisione. Infine, sarà dedicato un approfondimento all'impatto del COVID-19 sull'*impairment test* e la necessità di svolgere accurate analisi multiscenario. L'insieme delle considerazioni qui esposte fungeranno da base per l'analisi svolta nell'ultimo capitolo, nella quale verificheremo il riscontro o meno di questi temi nel campione di imprese selezionato.

5.1 STUDI SULLA MISURAZIONE SUCCESSIVA ALLA RILEVAZIONE DELL'AVVIAMENTO

Lo IAS 36 prescrive le procedure per assicurare che i valori contabili delle attività nello Stato Patrimoniale non eccedano i loro benefici economici futuri (IAS 36.1). Le verifiche per riduzione di valore ai sensi dello IAS 36 devono essere effettuate quando vi è un'indicazione che un'attività ha subito una riduzione di valore (IAS 36.9) e almeno una volta all'anno per le attività immateriali con una vita utile indefinita o per le attività immateriali non ancora disponibili per l'uso (IAS 36.10). L'avviamento deve quindi essere sottoposto a una verifica per riduzione di valore almeno una volta all'anno o più frequentemente se vi sono indicatori (interni o esterni) di perdita di valore. Esempi di indicatori esterni di perdita di valore dell'avviamento includono un aumento del tasso di rendimento atteso nel corso dell'esercizio, che porterebbe a un aumento del tasso di attualizzazione applicato ai flussi di cassa futuri, e un cambiamento sfavorevole nell'ambiente tecnologico, di mercato, economico o legale dell'entità (ad esempio, la crisi economica e sanitaria del 2020 COVID-19). Le perdite per riduzione di valore dell'avviamento non possono essere annullate.

I test di *impairment* sono di grande importanza per l'avviamento, data la rilevanza di questa attività per le imprese pubbliche. Il valore recuperabile dell'avviamento riflette le aspettative del management basate su informazioni economiche previsionali. Il valore recuperabile dell'avviamento riflette le aspettative del management basate su informazioni economiche previsionali e si basa su ipotesi relative alle azioni future del management, tra cui la concezione e l'attuazione della strategia aziendale. L'avviamento viene sottoposto a verifica per riduzione di valore per la CGU (o il gruppo di CGU) a cui è allocato in base ai benefici attesi dalle sinergie (IAS 36.C2). Una CGU è il più piccolo gruppo identificabile di attività che genera flussi finanziari in entrata ampiamente indipendenti dai flussi finanziari in entrata di altre attività o gruppi di attività.

Il valore recuperabile di un'attività (o di una CGU) è definito come il maggiore tra il suo *fair value* al netto dei costi di vendita e il suo valore d'uso (IAS 36.18). Se uno dei due valori supera il valore contabile dell'attività, non è necessario determinarli entrambi. Sebbene il *fair value* al netto dei costi di vendita possa essere considerato il riferimento esterno del valore dell'avviamento, la mancanza di informazioni di mercato e la natura specifica dell'avviamento rendono difficile l'utilizzo dell'approccio del *fair value* (a meno che non venga elencata una CGU a cui l'avviamento è stato allocato). In pratica, i test di *impairment* per l'avviamento si basano

solitamente sulla stima del valore d'uso (Amiraslani et al., 2013; Tsalavoutas et al., 2014), che equivale al valore recuperabile dei benefici economici futuri derivanti dalla CGU. Lo IAS 36 richiede che il calcolo del valore d'uso di un'attività rifletta:

- "Una stima dei flussi di cassa futuri che l'entità si aspetta di ottenere dall'attività";
- Le aspettative sulle possibili variazioni dell'ammontare dei flussi di cassa futuri;
- Il valore temporale del denaro, rappresentato dall'attuale tasso di interesse di rischio del mercato;
- Il prezzo per sopportare l'incertezza insita nell'asset;
- Altri fattori, come la liquidità, che i partecipanti al mercato rifletterebbero nel prezzare i flussi di cassa futuri che l'ente si aspetta di ricavare dall'attività" (IAS 36.30).

Questo approccio prevede l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri attesi dalla CGU. I flussi di cassa in entrata e in uscita attribuibili a una CGU devono essere basati su un piano aziendale che utilizzi ipotesi ragionevoli sul futuro livello di attività in condizioni normali. Pertanto, "nell'utilizzare informazioni provenienti da budget/previsioni finanziarie, l'entità considera se tali informazioni riflettono ipotesi ragionevoli e supportabili e rappresentano la migliore stima della direzione aziendale dell'insieme di condizioni economiche che esisteranno durante la restante vita utile dell'attività" (IAS 36.38). I flussi di cassa correnti sono proiettati su un arco temporale di tre-cinque anni, sulla base di ipotesi ragionevoli. Un'altra ipotesi che le imprese fanno è il tasso di crescita dell'importo dei flussi di cassa terminali (cioè il valore terminale o valore di perpetuità). Una perdita di valore viene rilevata se il valore contabile di una CGU supera il suo valore recuperabile. A differenza di quanto previsto dagli US GAAP, la perdita di valore viene rilevata prima sul valore dell'avviamento e poi sulle altre attività della CGU, su base proporzionale.

In generale, i test di *impairment*, in particolare per gli intangibili a vita utile indefinita come l'avviamento, si basano su modelli di valutazione, richiedono un giudizio significativo da parte dei manager (Hilton & O'Brien, 2009; Petersen & Plenborg, 2010) e sono soggetti a manipolazioni da parte dei manager perché il valore d'uso è difficile da verificare da parte di esterni (Bens et al., 2011; Giner & Pardo, 2015; Hayn & Hughes, 2006; Ramanna, 2008; Ramanna & Watts, 2012). Questa soggettività può essere sfruttata dal management per ritardare la prenotazione dei danni economici. Tuttavia, come spiegato di seguito, questa soggettività è limitata dall'applicazione della legge.

Diversi studi forniscono evidenze empiriche, sia in un contesto US GAAP che in quello IFRS, che nelle aggregazioni aziendali una quota elevata del costo dell'acquisizione è allocata all'avviamento, nonostante questo debba in teoria avere un valore residuale. Shalev et al. (2011) esaminano un campione di 184 acquisizioni effettuate da imprese statunitensi tra luglio 2001 e aprile 2007. Le operazioni analizzate hanno un valore medio di \$ 2,7 miliardi e la percentuale media assegnata all'avviamento sul valore dell'operazione è del 55,4%. Gli Autori legano la sopravvenienza dell'avviamento agli incentivi per i CEO legati al compenso, Detzen trova risultati analoghi studiando le imprese europee dello STOXX 600 Europe.

Similmente, Ott e Guenther (2010) riportano un rapporto medio tra avviamento e costo delle acquisizioni del 61,2% per 1.437 aggregazioni aziendali di imprese statunitensi tra il 2001 e il 2008, e del 48,9% per 632 transazioni di imprese europee che utilizzano gli IFRS tra il 2005 e il 2008. Anche a distanza di diversi anni, Bugeya e Loyueng (2015) e Zhang et al., (2017) forniscono evidenze empiriche simili, sempre legate alla contabilizzazione dell'avviamento di attività immateriali che potrebbero essere separatamente identificate.

Lys et al. (2012) analizzano un campione di 2.123 acquisizioni effettuate da imprese statunitensi tra il 2002 e il 2006. Utilizzando i rendimenti di mercato azionari nel periodo di tempo tra gli annunci e il completamento delle acquisizioni, gli Autori classificano 1.252 acquisizioni che hanno portato a rendimenti positivi e 871 che hanno portato a rendimenti negativi. Lo studio rileva che gli acquirenti con rendimenti negativi hanno assegnato porzioni maggiori del corrispettivo pagato per l'acquisto dell'avviamento rispetto agli altri acquirenti con rendimenti positivi. Inoltre, nelle acquisizioni con rendimento negativo, l'avviamento indicato è correlato a maggiori perdite. L'interpretazione data è che l'avviamento rilevato in questi casi include un valore in eccesso pagato dagli acquirenti, che avrebbero dovuto svalutarlo immediatamente alla data dell'aggregazione aziendale.

All'interno del filone di studi sulla *purchase price allocations*, vi sono anche quelli condotti sia da accademici che da *practitioners* che riguardano la *disclosure* sulle *business combinations*. Diversi studi evidenziano che, nonostante le richieste di *disclosure* estensiva da parte degli IFRS e degli US GAAP, le imprese abbiano una scarsa propensione all'inclusione di informazioni nei bilanci e negli altri strumenti della comunicazione economico-finanziaria.

Anche in ambito *practitioners* è emersa una carenza di *disclosure*. Il *Financial Reporting Council* (FRC) evidenzia carenze informative in tema di *disclosure* obbligatoria in oltre la metà dei bilanci di imprese che avevano effettuato *business combinations*. Similmente, un report del *Financial*

Reporting Enforcement Panel (FREP) indica che le aggregazioni aziendali erano regolarmente l'area di segnalazione con più errori da parte delle imprese tedesche quotate in borsa.

L'analisi condotta dall'ESMA sui bilanci di grandi imprese quotate nei Paesi Europei ha evidenziato una tendenza verso l'uso di informazioni standardizzate sull'avviamento, spesso mancando una specificità legata all'entità stessa.

Shalev (2009) rileva che le imprese statunitensi che appartengono all'indice S&P 500 comunicano che i fattori che hanno contribuito alla rilevazione dell'avviamento sono stati indicati solo per il 13,4% delle transazioni. Lo studio rileva inoltre che il livello di informativa sulle aggregazioni aziendali diminuisce in presenza di più elevate porzioni del prezzo di acquisto allocate all'avviamento. Tutto ciò priva gli investitori di informazioni preziose sulle aggregazioni aziendali.

Lo studio di Glaum et al. (2013) documenta la non conformità con gli obblighi di informativa previsti dall'IFRS 3 e dallo IAS 36 nel bilancio dell'esercizio 2005 per un campione di 357 grandi imprese europee. I risultati mostrano che le imprese spesso non hanno riportato il costo delle aggregazioni e le informazioni sull'allocatione del prezzo di acquisto. Il mancato rispetto degli obblighi di informativa non sembra essere una conseguenza di errori casuali, ma appare invece correlato a incentivi manageriali e di impresa e alla solidità dei sistemi nazionali di *enforcement*.

Lo studio condotto da Betty e Weber nel 2006 analizza l'applicazione dello SFAS 12 da parte delle imprese statunitensi, osservando come le imprese più indebitate con clausole di *covenant* sul debito tendono ad evitare la svalutazione, così come le imprese con amministratori delegati con un mandato breve e con amministratori con bonus legati agli utili. Successivamente, nel 2012, basandosi su uno studio di Ramanna e Watts del 2009 in cui si è cercato di verificare se i manager sfruttassero il margine di discrezionalità insito nella procedura di *impairment* dell'avviamento per evitare svalutazioni, suggeriscono la contrazione del debito, la reattività dei prezzi delle azioni agli utili, i piani bonus basati sulla contabilità e il mandato di gestione come possibili incentivi. Sostengono inoltre che le imprese con quote maggiori di Patrimonio Netto non verificabili abbiano una maggiore flessibilità per manipolare la decisione di svalutazione.

Brochet e Welch (2011) analizzando il profilo degli amministratori, in particolare dei CEO e CFO, rilevano come nel caso questi ultimi abbiano avuto esperienza di svalutazioni siano più propensi a svalutare, allo stesso modo nel caso in cui siano esperti in *business combinations*, fornendo informazioni più utili al mercato. Analogamente Shepardson (2013) rileva che le imprese sono

più propense a svalutare l'avviamento se i membri del comitato *audit* hanno legami con o incarichi in altre imprese in difficoltà finanziarie o che hanno già effettuato una svalutazione. Siggelkow e Zulch (2013) analizzano più in generale la svalutazione delle immobilizzazioni, rilevando come la decisione di svalutare sia negativamente correlata alla leva finanziaria e alla redditività, inoltre si evidenzia una correlazione positiva dell'ammontare di svalutazione con la redditività e negativa con l'ammontare dei flussi di cassa operativi e con l'ammontare delle svalutazioni precedenti.

Il fatto che fusioni e acquisizioni creino valore per l'acquirente è una preoccupazione fondamentale per gli azionisti. La svalutazione dell'avviamento trasmette un segnale negativo sulla qualità delle acquisizioni passate perché le fusioni e acquisizioni che distruggono valore portano a svalutazioni dell'avviamento future più frequenti e più consistenti, che sono essenzialmente un'ammissione del fallimento nell'estrarre valore dalle acquisizioni passate. I manager hanno una notevole discrezionalità nel riconoscere le svalutazioni dell'avviamento, perché le svalutazioni sono calcolate come l'importo di cui il valore contabile dell'avviamento in bilancio supera il suo *fair value* stimato. Le imprese possono gonfiare il *fair value* stimato dell'avviamento facendo ipotesi di valutazione ottimistiche (ad esempio, sulla crescita futura, sul tasso di sconto, sul valore terminale) e/o gonfiando il livello attuale dei flussi di cassa, che serve come base per la previsione dei flussi di cassa futuri. Secondo la teoria dell'agenzia, le preoccupazioni relative alla retribuzione, alla reputazione e alla violazione dei covenant sul debito incentivano i manager a ritardare o evitare di riconoscere le svalutazioni dell'avviamento.

Si tratta di questioni importanti perché i manager possono aumentare i flussi di cassa correnti per convincere revisori, analisti finanziari e regolatori del mercato che non è necessario compromettere l'avviamento. Una forte applicazione della normativa può motivare i dirigenti delle imprese sospette a impegnarsi maggiormente nella gestione dei flussi di cassa piuttosto che nell'effettuare ipotesi di valutazione ottimistiche per sostenere il ritardo nella rilevazione delle riduzioni di valore dell'avviamento. Dato che tale gestione dei flussi di cassa può essere costosa, non è chiaro se un'applicazione e una gestione ridotte dei test di *impairment* utilizzando ipotesi di valutazione ottimistiche siano preferibili a un'applicazione e una gestione elevate dei test di *impairment* utilizzando una gestione dei flussi di cassa potenzialmente in diminuzione. Le potenziali implicazioni di uno specifico principio contabile sono importanti per

le società di revisione, nonché per gli investitori e gli analisti che valutano le opportunità di investimento nei diversi Paesi.

Ricerche passate documentano che una maggiore aderenza alle norme è associata a un riconoscimento più tempestivo delle riduzioni di valore dell'avviamento (Glaum et al., 2018). Tuttavia, l'applicazione delle norme non elimina la rilevazione intempestiva delle riduzioni di valore dell'avviamento, come documentato da Li e Sloan (2017) e Ramanna e Watts (2012), che riportano che le imprese quotate negli Stati Uniti, un Paese ad alta applicazione delle norme, ritardano la rilevazione delle riduzioni di valore dell'avviamento. Filip et al. (2015) rilevano che le imprese statunitensi che probabilmente ritardano il riconoscimento della svalutazione dell'avviamento presentano flussi di cassa anomali positivi, utilizzati per calcolare il valore d'uso nei test di svalutazione dell'avviamento. Tuttavia, le ricerche precedenti non hanno esaminato se i manager sostituiscano ipotesi di valutazione ottimistiche e flussi di cassa gonfiati per ritardare il riconoscimento delle riduzioni di valore dell'avviamento e se l'applicazione della legge sia sistematicamente correlata all'uso relativo di queste due strategie.

Dato il loro ruolo nel valutare la conformità dei bilanci delle imprese ai principi contabili, i revisori devono garantire che i test di *impairment* siano adeguati e, in particolare, che le ipotesi alla base delle stime soggettive non siano eccessivamente ottimistiche.

A differenza delle ipotesi di valutazione, i revisori e le autorità di regolamentazione non possono impedire ai dirigenti di impegnarsi nella gestione dei flussi di cassa. Le aziende che gestiscono i flussi di cassa in modo più aggressivo per evitare di registrare svalutazione dell'avviamento possono potenzialmente distruggere il valore per gli azionisti.

L'avviamento è un'attività importante per le società quotate in borsa e la perdita di valore ha un impatto significativo sugli utili. Le preoccupazioni sull'affidabilità e sui costi delle stime del *fair value mark-to-model* per l'avviamento, attualmente richieste dagli IFRS, hanno portato a discussioni in alcuni Paesi sul ritorno all'ammortamento dell'avviamento.

5.2 LA *DISCLOSURE* NELL'AMBITO DELL'*IMPAIRMENT TEST* DELL'AVVIAMENTO E L'IMPATTO SUL PROCESSO DI REVISIONE

I revisori applicano i principi contabili e svolgono un ruolo fondamentale nel garantire che i test di *impairment* siano condotti in modo appropriato e che le ipotesi utilizzate dal management per stimare il valore d'uso delle CGU siano realistiche e adeguatamente documentate. I principi di revisione internazionali forniscono linee guida per la verifica che i revisori devono effettuare per assicurare che i test di *impairment* siano appropriati (ISA 600). I revisori, pertanto, possono limitare la capacità del management di evitare di riconoscere le riduzioni di valore dell'avviamento utilizzando ipotesi di valutazione non realistiche a sostegno di stime gonfiate del *fair value* delle CGU.

I manager, dalla propria parte, possono sostituire le ipotesi di valutazione ottimistiche con una gestione dei flussi di cassa al rialzo per ritardare la rilevazione delle riduzioni di valore dell'avviamento. Sia le ipotesi di valutazione più ottimistiche che i flussi di cassa gonfiati facilitano la giustificazione di valori recuperabili più elevati e, quindi, giustificano il ritardo della svalutazione dell'avviamento.

I revisori controllano la conformità ai GAAP e non possono influenzare la gestione dei flussi di cassa, come ad esempio modificare la tempistica degli incassi e dei pagamenti, tagliare gli investimenti in R&S, diminuire le spese pubblicitarie o rinunciare alla manutenzione e alla formazione dei dipendenti. Se i regolatori e i revisori controllano attentamente le ipotesi di valutazione utilizzate dai manager per stimare i valori recuperabili, un approccio alternativo per i manager per evitare la svalutazione dell'avviamento è quello di aumentare i flussi di cassa correnti e gonfiare le stime del *fair value* sulla base dei flussi di cassa previsti più elevati.

Le aziende che aumentano i loro attuali flussi di cassa al momento di contabilizzare una svalutazione dell'avviamento possono presentare una migliore performance operativa, giustificando così la mancata rilevazione della svalutazione nel periodo corrente e futuro. È possibile che i manager ristrutturino le aziende quando sono costretti a contabilizzare le riduzioni di valore dell'avviamento, ottenendo così flussi di cassa più elevati e migliori risultati economici. Se così fosse, dovremmo riscontrare che la frequenza delle future svalutazioni dell'avviamento da parte delle imprese sospette è minore nei Paesi ad alta applicazione.

Le informazioni sui test di svalutazione dell'avviamento, condotti a livello di CGU (o gruppo di CGU), non sono disponibili per gli utenti esterni. Pertanto, se le imprese ritardano la rilevazione

della svalutazione dell'avviamento deve essere dedotto dai dati disponibili al pubblico. Un approccio per farlo è quello di concentrarsi sui valori di mercato e contabili a livello di impresa. Il rapporto mercato/valore contabile del Patrimonio Netto è stato utilizzato in diversi studi per identificare le imprese che probabilmente presentano attività deteriorate (ad esempio, Beatty & Weber 2006; Filip et al. 2015; Hilton & O'Brien 2009; Lawrence et al. 2013; Lobo et al. 2017; Roychowdhury & Martin 2013). Questo rapporto viene utilizzato anche come indicatore di perdita di valore nel settore. Ad esempio, la SEC considera il *market-to-book ratio* un indicatore rilevante di potenziale svalutazione dell'avviamento. In un'indagine sull'utilità dei test di svalutazione dell'avviamento, KPMG (2014) spiega che gli intervistati concordano sul fatto che il *market-to-book ratio* sia un indicatore rilevante di potenziale svalutazione dell'avviamento.

Nel caso di società che seguono i principi contabili internazionali, i compiti di revisione sono diventati più complicati a causa della complessità e dei giudizi soggettivi necessari per condurre i test di svalutazione dell'avviamento e ciò ha degli effetti sugli onorari di revisione.

I corrispettivi per tale servizio sono determinati considerando sia lo sforzo di revisione che il rischio di contenzioso. Studi precedenti sulla relazione tra prezzi dei revisori e rischio del cliente mostrano che i revisori reagiscono ai clienti più rischiosi aumentando i loro onorari di revisione. L'indicazione della valutazione del *fair value* nella verifica della riduzione di valore dell'avviamento ha importanti implicazioni per i revisori. I problemi dei revisori sono aggravati dalla complessità dei modelli di valutazione e dalla discrezionalità necessaria nell'uso di input e stime non verificabili, che aumentano le incertezze nella misurazione del *fair value* dell'avviamento e sono associate alla probabilità di manipolazione dei ricavi. Il ruolo dei revisori nel rafforzare la credibilità delle informazioni finanziarie è necessario per il corretto funzionamento dei mercati dei capitali. Sebbene un'ampia letteratura si concentri sull'informativa volontaria dei manager, l'effetto dell'informativa aggiuntiva sui compensi di revisione non è chiaro. Da un lato, si potrebbe infatti sostenere che i revisori debbano dedicare più tempo e manodopera alla revisione della nota integrativa e della valutazione sottostante all'avviamento perché sono potenzialmente responsabili di un'informativa fuorviante.

Nonostante gli *standard setters* sostengano che lo stato attuale dei principi contabili siano sufficienti affinché agli investitori siano fornite le informazioni rilevanti, l'ispezione del 2010 del Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) sulle revisioni contabili delle Big 4 riporta

numerose carenze nelle revisioni delle valutazioni del *fair value* (PCAOB 2010). Poiché la scelta degli input del modello e le stime incerte possono avere un impatto significativo sui risultati dell'*impairment test* (Watts 2006; Ramanna e Watts, 2012; Bell e Griffin 2012; Christensen et al. 2012), i revisori devono affrontare complessità e incertezze nella revisione dell'avviamento. Le informazioni relative all'avviamento possono aumentare il rischio di reputazione dei revisori e l'esposizione alle controversie. Le informazioni fuorvianti dei clienti o proiezioni troppo ottimistiche sulla valutazione del *fair value* della riduzione di valore dell'avviamento possono portare a cause legali con gli azionisti. Per mitigare tali potenziali perdite in termini di reputazione e di controversie, i revisori potrebbero aumentare le loro attività di revisione per compensare il rischio aggiuntivo che si assumono con le informazioni relative all'avviamento sulle valutazioni del *fair value*. Questo prevede un'associazione positiva tra *disclosure* relative all'avviamento e gli onorari di revisione ("effetto del rischio di revisione").

D'altra parte, la divulgazione volontaria associata a una riduzione di valore riduce l'asimmetria informativa perché i manager trasmettono al mercato la natura della riduzione di valore (Vanza et al. 2018). Una divulgazione volontaria segnala inoltre un adeguato controllo interno e l'integrità del management, in quanto può aumentare la trasparenza dell'impresa. Un'ulteriore chiusura potrebbe aumentare i costi dell'*earning management* perché conferisce verificabilità alla scomposizione dei numeri nei bilanci. Di conseguenza, le informazioni relative all'avviamento alleviano le preoccupazioni dei revisori circa l'opacità della valutazione dell'avviamento e la potenziale manipolazione degli utili attraverso il ritardo o la riduzione delle svalutazioni dell'avviamento. La sanzione per le informazioni fuorvianti imposta al fornitore di informazioni rende le informazioni relative all'avviamento un segnale credibile ("effetto di segnalazione"). Dato che due forze concorrenti forniscono previsioni opposte sull'associazione tra informativa sull'avviamento e onorari di revisione, in che misura l'effetto di segnalazione attenui l'effetto del rischio di revisione dell'informativa sull'avviamento sugli onorari di revisione rimane una questione empirica. Studi precedenti indicano inoltre che la relazione tra le informazioni relative all'avviamento e gli onorari di revisione è meno positiva per le imprese che:

- hanno più segmenti;
- operano in più settori;
- hanno maggiori spese di ricerca e sviluppo;
- registrano perdite per riduzione di valore dell'avviamento;

- hanno un importo maggiore di riduzione di valore dell'avviamento.

I risultati indicano che per le imprese con maggiore asimmetria informativa o controllo degli investitori sulla valutazione al *fair value* dell'avviamento, i benefici derivanti da un'informativa supplementare sulla valutazione al *fair value* dell'avviamento (effetto di segnalazione) possono compensare in misura maggiore i costi incrementali derivanti da un maggiore impegno di revisione (effetto di rischio di revisione). Una diminuzione degli onorari di revisione potrebbe essere il risultato di una minore percezione dei rischi intrinseci e/o di controllo.

I revisori devono condurre diversi test sostanziali quando effettuano revisioni sull'avviamento, sono tenuti a verificare l'esistenza, la proprietà e l'importo dell'avviamento esaminando un contratto di acquisto che indichi l'acquirente e il prezzo pagato per esso. I revisori devono verificare la base su cui viene valutato il valore dell'avviamento.

Coerentemente con la teoria sullo sforzo di revisione e sulla valutazione del rischio di contenzioso da parte della revisione, è stato documentato che gli onorari di revisione generalmente aumentano con le dimensioni del cliente (e.g. Simunic 1980) con il rischio di contenzioso (e.g. Stice 1991; Simunic e Stein 1996) e complessità (e.g. Hackenbrack e Knechel 1997). Studi seguenti mostrano che un maggior numero di comunicazioni volontarie potrebbe aumentare il rischio di revisione e far lievitare le commissioni di revisione. Ad esempio, Krishnan et al. (2012) riscontrano un'associazione positiva tra l'emissione e la frequenza di previsioni annuali o trimestrali sugli utili della dirigenza e gli onorari di revisione.

Gli onorari di revisione possono aumentare in risposta all'aumento delle informazioni. L'applicazione della discrezionalità manageriale è inevitabile nella valutazione del *fair value*, ciò si traduce in *earning management*, che influisce sia sul rischio di revisione che sul processo decisionale del revisore. Numerosi studi dimostrano che l'eventuale *earning management* derivante dalla discrezionalità manageriale attira l'attenzione del revisore, ad esempio, Nelson et al. (2002) hanno riscontrato che i manager hanno maggiori probabilità di fare tentativi di ridurre il reddito annuo corrente con transazioni non strutturate quando i principi contabili sono imprecisi, in risposta, i revisori rivalutano la probabilità di un errore finanziario significativo (Bedard e Johnstone 2004; Palmrose 1988; Weber et al. 2008). Palmrose (1997) fornisce ulteriori prove del fatto che l'esposizione alla responsabilità legale è dannosa per i revisori non solo per le perdite monetarie, ma anche per i danni alla reputazione.

Gli input e le ipotesi incorporate nei modelli di valutazione richiedono essenzialmente un ulteriore sforzo di revisione e competenze specialistiche di valutazione per verificare i modelli, gli input e le ipotesi del test di svalutazione dell'avviamento sono difficilmente verificabili e vulnerabili al giudizio soggettivo dei manager.

La letteratura precedente fornisce un supporto empirico a questa linea di argomentazione. Francis et al. (1996) hanno dimostrato che le perdite per riduzione di valore dell'avviamento annunciate nel periodo 1989-1992 sono state influenzate in modo sostanziale dagli incentivi di *reporting* dei manager, come quelli di gestire gli utili al rialzo e di appianare gli utili. Più di recente, alcuni studi dimostrano l'esistenza di una significativa influenza manageriale sulla segnalazione delle perdite di valore dell'avviamento (Riedl 2004; Beatty e Weber 2006; Anantharaman 2015; Ramanna e Watts 2012). Altri studi dimostrano che l'esito dei test di *impairment* dell'avviamento è stato sostanzialmente influenzato dagli obiettivi del management (Harris e Caplan 2002; Massoud e Rayborn 2003; Ramanna e Watts 2012). In sintesi, i manager spesso esercitano una discrezionalità nel processo di valutazione del *fair value* dell'avviamento per manipolare i risultati finanziari a fini di auto-servizio.

I revisori sono responsabili delle informazioni fuorvianti fornite agli investitori e sono tenuti ad assicurarsi che la misurazione sottostante della riduzione di valore dell'avviamento comunicata dal cliente sia in linea con quella delle società di pari livello o con gli standard del settore. Qualsiasi scostamento nei dati o nelle ipotesi formulate nel processo di misurazione della svalutazione dell'*impairment test* dell'avviamento richiede una giustificazione da parte dei revisori. L'ispezione del 2010 del *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB) sulle revisioni contabili delle Big 4 riporta numerose carenze nelle revisioni delle misurazioni del *fair value* (PCAOB 2010). Le informazioni fuorvianti o le proiezioni troppo ottimistiche dei clienti sulla valutazione del *fair value* delle riduzioni di valore dell'avviamento possono portare a cause legali con gli azionisti. Ciò suggerisce che gli onorari di revisione possono aumentare perché i revisori possono aumentare gli onorari di revisione per compensare il rischio aggiuntivo che si assumono per le informazioni relative all'avviamento (effetto rischio di revisione).

La trasparenza facilita l'individuazione di manipolazioni da parte del management, perché le informazioni fuorvianti o le previsioni troppo ottimistiche possono essere più facilmente individuate dagli investitori. I manager valutano i benefici e i costi delle loro decisioni in materia di informativa. I revisori possono considerare, e spesso considerano, un'informativa estesa come un impegno a fornire informazioni veritiere e la tengono in debita considerazione nel

processo di valutazione del rischio di revisione. Questa linea di argomentazione è coerente con Griffin (2014), che ritiene che la soggettività e l'imprecisione interagiscano per aumentare la probabilità che i revisori richiedano ai clienti di rettificare le stime del *fair value*. Griffin rileva inoltre che le informazioni supplementari sulla misurazione del *fair value* attenuano l'effetto di interazione, suggerendo che i revisori percepiscono le informazioni supplementari come una riduzione della loro responsabilità per le inesattezze, in linea con la teoria della "licenza morale" (Bazerman e Tenbrunsel 2011; Cain et al. 2011; e Lowenstein et al. 2011). Allo stesso modo, le comunicazioni dei manager sull'avviamento possono fungere da disclaimer implicito, adempiendo al dovere fiduciario dei revisori di garantire che il pubblico degli investitori sia stato informato. Se i revisori sono esposti a minori rischi di contenzioso e di reputazione in caso di inesattezze nell'informativa sull'avviamento, adegueranno i loro onorari in risposta alle comunicazioni (Bell et al. 2001).

In sintesi, le informazioni supplementari possono sia facilitare la valutazione del rischio di revisione sia esporre i revisori a rischi aggiuntivi di reputazione e di contenzioso. Sebbene la letteratura precedente abbia documentato una solida relazione positiva tra gli onorari di revisione e il rischio di contenzioso, è un problema empirico stabilire se gli onorari di revisione siano più elevati quando l'informativa viene utilizzata per spiegare gli input non osservabili utilizzati per ricavare i *fair value* e la riduzione di valore (*mark-down* al *fair value*) viene rilevata in bilancio. Il fatto stesso che l'informativa sulla stima del *fair value* sia divulgata conferisce verificabilità delle stime effettuate.

Studi precedenti dimostrano che le imprese che sperimentano una maggiore asimmetria informativa sono incentivate sia a fare divulgazione volontaria sia a ridurre l'asimmetria informativa (Coller e Yohn 1997; Guay et al. 2016), e il mercato reagisce più fortemente alla divulgazione volontaria con informazioni supplementari (Hutton et al. 2003). In generale, l'effetto di segnalazione della divulgazione volontaria è maggiore quando l'asimmetria informativa è più elevata, grazie a una maggiore divulgazione volontaria.

Il controllo degli investitori può però moderare l'associazione tra le informazioni relative all'avviamento e le commissioni di revisione. Koh et al. (2008) hanno scoperto che gli investitori prestano maggiore attenzione all'informativa finanziaria alla luce dell'emergere di scandali contabili e Keung et al. (2010) hanno dimostrato che gli investitori scontano le informazioni sugli utili quando l'affidabilità degli stessi è percepita come bassa. Studi precedenti hanno riscontrato che la decisione di svalutare l'avviamento è significativamente influenzata dai manager, i quali

sono incentivati a ritardare o a sottoscrivere l'importo della perdita di valore dell'avviamento (ad esempio, Beatty e Weber, 2006; Ramanna e Watts, 2012; Bond et al., 2016; Dinh et al., 2018). Nella misura in cui la contabilità dell'avviamento è soggetta a critiche di affidabilità, gli investitori aumentano il loro controllo sulle imprese che segnalano le perdite di valore dell'avviamento, il che aumenta anche il rischio di contenzioso per i revisori. La divulgazione di dettagli sul processo di verifica della svalutazione dell'avviamento indica l'impegno del management nella verifica dell'avviamento e consente ai revisori di valutare meglio il rischio potenziale di manipolazione degli utili nel processo di verifica della svalutazione. Quando il controllo degli investitori sulla valutazione del *fair value* dell'avviamento è elevato, è più probabile che i revisori siano esposti a minori costi di contenzioso per i clienti che hanno fornito maggiori informazioni sui dettagli dei loro test di svalutazione.

Le commissioni di revisione sono correlate positivamente con le dimensioni dell'impresa, con l'avviamento, con il numero di segmenti, con la presenza di una perdita di valore dell'avviamento e con il fatto che l'impresa sia sottoposta a revisione da parte di una delle Big 4, mentre è associata negativamente con il rendimento delle attività e con la presenza di una perdita contabile.

Il test di svalutazione dell'avviamento tende ad aumentare gli onorari di revisione dato che ciò aumenta i rischi di revisione per la complessità e le componenti di giudizio soggettivo nel processo di valutazione delle stime del *fair value*. Poiché la revisione dell'avviamento tende a essere complessa e rischiosa, i revisori aumentano i loro onorari di revisione per compensare la potenziale perdita in termini di contenzioso derivante da un fallimento della revisione. L'avviamento risulta quindi essere una determinante importante nella decisione di fissare il prezzo della revisione proprio per l'aggiunta di questa sorta di premio per il rischio più elevato. Le imprese che si trovano ad affrontare una maggiore asimmetria informativa o un maggiore scrutinio da parte degli investitori hanno maggiori incentivi ad aumentare la trasparenza nella valutazione del *fair value* dell'avviamento, pubblicando un maggior numero di informazioni relative all'avviamento. Ciò solleva la questione se l'effetto di segnalazione delle informazioni relative all'avviamento neghi l'effetto del rischio di revisione in misura maggiore quando l'asimmetria informativa tra revisori e clienti e quando lo scrutinio degli investitori è elevato.

Nel complesso, le imprese che divulgano maggiori informazioni sul processo di verifica delle riduzioni di valore dell'avviamento tendono a pagare onorari di revisione inferiori quando l'asimmetria informativa o il controllo degli investitori sono maggiori.

Per i clienti con un rischio più elevato di *earning management*, i benefici derivanti dalla riduzione del rischio di revisione associato alle informazioni supplementari sulla stima del *fair value* (effetto di segnalazione) compensano parzialmente i costi aggiuntivi derivanti dall'incremento dell'impegno di revisione (effetto di rischio di revisione).

L'implementazione della contabilità al valore equo complica i compiti di revisione a causa della complessità e dei giudizi soggettivi della direzione nei processi di misurazione di tale valore equo. Utilizzando la contabilizzazione dell'avviamento secondo lo SFAS 142, esaminiamo se l'informativa sulla valutazione del *fair value* dell'avviamento sia associata alle spese di revisione e se l'asimmetria informativa e il controllo degli investitori moderino la relazione tra l'informativa sull'avviamento e le spese di revisione.

La qualità dell'informativa divulgata dalle società è dovuta all'approfondimento con il quale vengono affrontate le seguenti tre dimensioni:

- Le informazioni su attività di fusioni e acquisizioni che hanno portato a una svalutazione dell'avviamento (ad esempio, se l'azienda identifica il segmento specifico, la divisione coinvolta nell'acquisizione responsabile della svalutazione, l'anno dell'acquisizione e altri dettagli rilevanti);
- La metodologia di misurazione del *fair value* utilizzata dalla direzione per la svalutazione dell'avviamento (compreso l'approccio di misurazione del *fair value* utilizzato, l'utilizzo di specialisti di valutazione indipendenti, le spiegazioni della direzione sugli eventi che hanno portato alla decisione di svalutazione, i test di sensibilità e le prospettive della direzione per le svalutazioni future);
- Gli input della valutazione del *fair value* utilizzati nel test (comprese le specifiche stime del *fair value*, il tasso di sconto, il tasso di crescita, l'orizzonte di previsione e la data del test di svalutazione).

Scopriamo che le informazioni relative all'avviamento sono correlate positivamente agli onorari di revisione, coerentemente con l'idea che i revisori aumentino gli onorari di revisione per compensare le possibili perdite di reputazione e di controversie legali che si assumono per le

informazioni potenzialmente fuorvianti. Inoltre, troviamo che gli onorari di revisione diminuiscono con il livello di informativa sul *goodwill* quando l'asimmetria informativa è maggiore o quando il controllo degli investitori è più elevato, suggerendo che i revisori considerano le informazioni relative all'avviamento come un segnale di veridicità della contabilità dell'avviamento.

5.3 IMPATTO DEL COVID-19 SULL'IMPAIRMENT TEST E L'ANALISI MULTISCENARIO

Il COVID-19 ha influenzato significativamente non solo il contesto sanitario, ma anche l'economia mondiale, con ricadute sulle singole imprese che hanno dovuto adattarsi al contesto pandemico, rivedendo le proprie procedure interne. L'aspetto prevalente è stata la crescente imprevedibilità che ha reso particolarmente complesso, più di quanto già fosse, prevedere i flussi di cassa futuri e le stime dei risultati attesi, con chiare ricadute nei criteri di valutazione di determinate aree di bilancio, soprattutto se soggette a stima, e quindi anche dell'avviamento e del suo *impairment*. L'impossibilità di prevedere fino a quando si protrarranno gli strascichi della pandemia inoltre rende tale stima ancor più arbitraria e difficoltosa.

La valutazione di *impairment* non è stata svolta in maniera univoca da ogni azienda, in quanto l'impatto della pandemia è stato diverso a seconda dell'area geografica, del settore di attività e di molti altri fattori, determinando un'incertezza reale e percepita diversa. Alcune aziende, infatti, hanno avuto la possibilità di svolgere la propria attività in modo pressoché invariato tramite lavoro da remoto, altre invece hanno avuto delle grosse limitazioni della propria operatività determinando quindi degli indicatori di svalutazione più evidenti di altri. In molti casi si è quindi cercato di sviluppare dei nuovi metodi e approcci alla valutazione e alla stima di previsioni future.

Un altro fattore da tenere in considerazione è che non sono presenti altri casi analoghi nella storia recente che ci permettano di prevedere l'orizzonte temporale nel quale si esauriranno gli effetti del COVID-19 e quali saranno precisamente le ricadute. La più recente crisi finanziaria globale risale al 2008, non costituisce però un precedente per la situazione attuale. L'ultima grave pandemia si è invece verificata nel 1918, in un ambiente macroeconomico totalmente diverso rispetto a quello attuale, perciò, seppur per motivi diversi, nemmeno quest'ultima può quindi essere utilizzata come riferimento per le previsioni.

L'emergenza sanitaria è scoppiata in un momento molto vicino al termine del 2019, in Cina, per poi spostarsi in Europa nei mesi successivi fino alla dichiarazione dello stato di Pandemia Globale l'11 marzo 2020. Ad inizio 2020 è stato quindi necessario valutare l'impatto del COVID-19 sui bilanci chiusi al 31/12/2019, a quella data in fase di chiusura. In particolare, tale valutazione è andata ad impattare il processo di *impairment*, lo IAS 10 infatti prevede che debbano essere considerati i fatti intervenuti dopo la data di chiusura dell'esercizio di riferimento, ovvero quegli

eventi, favorevoli e sfavorevoli, che si verificano tra la data di riferimento del bilancio e la data in cui ne viene autorizzata la pubblicazione, che coincide solitamente con la data di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione.

Il principio contabile distingue poi tra fatti che forniscono evidenze circa situazioni esistenti alla data di riferimento del bilancio, ovvero fatti intervenuti dopo la data di riferimento del bilancio che comportano una rettifica (*adjusting events*) e fatti che sono indicativi di situazioni sorte dopo la data di riferimento del bilancio, ovvero fatti intervenuti dopo la data di riferimento del bilancio che non comportano una rettifica, ma richiedono specifica informativa (*non-adjusting events*). L'interpretazione fornita dall'OIC fu quella di considerare il COVID-19 come un *non-adjusting event*, anche ai fini di *impairment*.

Era però chiaro fin da subito come non fosse possibile considerare la pandemia come un semplice evento, ma come una condizione pervasiva che ha determinato un cambio di paradigma, scaturendo una riflessione sul suo impatto nel medio e lungo termine, in funzione anche alle variabili relative a ciascuna particolare situazione, infatti l'impatto è stato significativamente diverso tra i vari settori di attività e all'area geografica di appartenenza e di operatività.

Inoltre, gli effetti della pandemia subivano aggiornamenti giornalieri, rendendo particolarmente difficile per le società stabilire fino a quale momento includere le informazioni.

Nelle relazioni semestrali al 30 giugno 2020 e poi nei bilanci al 31 dicembre 2020 si trovano importanti riscontri dell'impatto della pandemia in modo pervasivo in tutte le poste di bilancio. Per quanto riguarda l'*impairment test* in particolare le società sono tenute a valutare alla data di riferimento del bilancio per tutte le attività rientranti nell'ambito dello IAS 36 se sussistono indicatori di *impairment*. Si sono rilevati vari indicatori di *impairment*, come le variazioni di prezzo delle materie prime, la riduzione della domanda, problematiche relative agli impianti di produzione.

A seguito dell'esplosione della pandemia furono pubblicate delle raccomandazioni da parte di ESMA (*European Securities and Markets Authority*) e di CONSOB relativamente all'impatto del COVID-19 sull'informativa finanziaria.

In particolare, in data 11 marzo 2020 ESMA indicò tre priorità per le imprese operanti sui mercati finanziari:

- *Business continuity planning*: ovvero la necessità di preparare per tutti gli emittenti dei piani di emergenza a supporto dell'operatività aziendale;

- *Market disclosure*: ovvero la priorità di divulgare quanto prima ogni informazione rilevante in merito all’impatto del COVID-19 sulle proprie prospettive finanziarie;
- *Financial reporting*: si tratta di un invito agli amministratori a valutare, in base alle specificità della realtà aziendale e delle informazioni disponibili, la rilevanza degli impatti qualitativi e quantitativi rinvenienti dal COVID-19 per la situazione economico, patrimoniale e finanziaria al 31 dicembre 2019.

Tali raccomandazioni furono fornite tempestivamente già nelle prime fasi della pandemia, rafforzate poi da CONSOB che confermò la natura di *non-adjusting event* e cominciò a segnalare le prime tematiche in relazione all’*impairment* ricordando l’importanza delle proiezioni dei flussi finanziari nella determinazione del *value in use* che devono essere costruite sui più recenti piani industriali approvati dalla *governance* aziendale incorporando le aspettative più aggiornate, focalizzò il suo richiamo sull’informativa finanziaria per i bilanci al 31 dicembre 2019 dove “gli amministratori dovranno prestare particolare attenzione nel fornire informazioni dettagliate sugli assunti di base utilizzati per la proiezione dei flussi di cassa. Significativa attenzione dovrà essere prestata nello svolgimento delle analisi di sensitività, previste dal citato IAS 36, in merito ai potenziali impatti derivanti dall’attuale pandemia sulle assunzioni sottostanti le stime effettuate”.

Il passaggio da *non-adjusting event* ad *adjusting event* fu questione di poche settimane: il 20 maggio 2020 ESMA ricorda agli emittenti che, in conformità con lo IAS 36, devono valutare se vi sono indicazioni che un’attività possa aver subito una riduzione di valore sulla base delle fonti informative interne ed esterne e, nel farlo, devono considerare attentamente gli effetti dell’epidemia che, secondo ESMA, potrebbe essere per molti un indicatore di *impairment*. Da qui il focus dei flussi finanziari futuri alla base del calcolo del valore d’uso delle CGU e la richiesta di considerare più scenari futuri che devono essere poi ponderati su basi ragionevoli con stime sostenibili.

Un tema chiave nelle valutazioni di *impairment* è il tasso di attualizzazione da utilizzare per l’attualizzazione dei flussi finanziari futuri, che deve riflettere le diverse tipologie di rischio. Lo IAS 36 definisce almeno tre differenti punti di partenza per pervenire alla definizione del tasso di attualizzazione:

- La tecnica del costo medio ponderato del capitale (WACC) per l’entità, determinato sulla base del CAPM;

- La tecnica dell'*Incremental Borrowing Rate* (tasso di finanziamento marginale dell'entità);
- L'utilizzo di altri tassi di finanziamento reperibili sul mercato.

Quindi oltre all'approccio multi-scenario ESMA sottolineò l'importanza delle *sensitivity analysis* al fine di stressare le ipotesi chiave come richiesto dallo IAS 1, tutto ciò perché le aspettative erano di un impatto significativo rispetto a quanto definito nell'ultimo bilancio al 31 dicembre 2019.

Successivamente CONSOB pubblicò il Richiamo di attenzione n. 8/20 con cui riprese quanto definito da ESMA ed invitò i componenti degli organi di amministrazione e di controllo e i dirigenti preposti a prestare attenzione alla necessità di osservare i principi che presiedono al processo di produzione dell'informativa finanziaria tenendo conto degli effetti connessi al COVID-19 e, in particolare, dei suoi effetti sulla continuità aziendale e sull'*impairment*.

L'*impairment* insieme alla continuità aziendale divennero quindi le principali aree a rischio a seguito del COVID-19, così come confermato anche dalle priorità fissate da ESMA con il *Public statement European common enforcement priorities for 2020 annual financial reports*, che erano relative a quattro tematiche:

- La preparazione del bilancio;
- L'applicazione dell'*impairment*;
- La valutazione e l'informativa relative agli strumenti finanziari;
- La valutazione del leasing.

In particolare, in questa raccomandazione ESMA riprende quanto già indicato per le semestrali al 30 giugno 2020 e raccomanda l'adozione del modello con multipli scenari, che incorporano perciò i possibili sviluppi economici futuri.

In alternativa, nel calcolo del valore recuperabile in base al valore d'uso, l'incertezza può essere presa in considerazione adeguando ulteriormente il tasso di sconto, a condizione che i flussi di cassa non siano già stati rettificati per il medesimo rischio. Fondamentale resta l'informativa da fornire sulle metodologie utilizzate nell'*impairment* e, come richiesto dallo IAS 36, per la determinazione del valore d'uso, nel determinare le proiezioni dei flussi di cassa si deve attribuire maggiore peso alle evidenze esterne. L'informativa dovrebbe anche includere:

- se e quando ritengono realistico il ritorno al livello di cash flow pre-crisi;
- quale orizzonte temporale è stato considerato in relazione agli scenari post-COVID-19.

Tali raccomandazioni sono poi state ulteriormente aggiornate in data 29 ottobre 2021 con il *Public statement European common enforcement priorities for 2021 annual financial reports* dove in uno scenario di ripresa ESMA sottolinea che l'eventuale ripristino delle svalutazioni rilevate nei periodi precedenti deve essere valutato sulla base dello IAS 36. Come per le svalutazioni anche per i ripristini è necessario considerare, come minimo, le indicazioni interne ed esterne come specificato nello IAS 36 e che una perdita di valore rilevata in esercizi precedenti per un'attività diversa dall'avviamento viene stornata se, e solo se, si è verificato un cambiamento nelle stime utilizzate per la determinazione del valore recuperabile dell'attività dall'esercizio, in cui è stata rilevata l'ultima perdita di valore.

Si evidenzia altresì come ESMA e CONSOB anche nel contesto del conflitto russo-ucraino iniziato nel febbraio 2022 hanno raccomandato di fornire la massima *disclosure* nel bilancio al 31 dicembre 2021 dei rischi legati al conflitto. Un'iniziativa simile, perciò, all'approccio adottato nel 2020, dopo la prima ondata di pandemia. Nel richiamo di attenzione del 18 marzo 2022 CONSOB fa riferimento "all'impatto della guerra in Ucraina in ordine alle informazioni privilegiate e alle rendicontazioni finanziarie". La raccomandazione di CONSOB è in linea con quanto espresso da ESMA il 14 marzo 2022. In particolare, in occasione dell'approvazione dei bilanci 2021 e delle successive rendicontazioni finanziarie, CONSOB richiama l'attenzione delle imprese quotate e degli altri emittenti vigilati sulla necessità di divulgare il prima possibile qualsiasi informazione privilegiata riguardante gli impatti della crisi sui fondamentali, sulle prospettive e sulla situazione finanziaria, in linea con gli obblighi di trasparenza ai sensi del regolamento sugli abusi di mercato, a meno che non sussistano le condizioni per ritardare la pubblicazione delle stesse. Inoltre, è importante fornire informazioni sia qualitative che quantitative sugli effetti annuali prevedibili, diretti ed indiretti, della crisi sulle attività commerciali, sulle esposizioni ai mercati colpiti, sulle catene di approvvigionamento, sulla situazione finanziaria e sui risultati economici nelle relazioni finanziarie 2021, nell'assemblea annuale degli azionisti o altrimenti nelle rendicontazioni finanziarie intermedie.

La reazione dello IASB (*International Accounting Standards Board*) alla pandemia si è sostanzialmente limitata all'implementazione delle modifiche all'IFRS 16 pubblicate dallo IASB il 28 maggio 2020, che prevedevano delle agevolazioni per i locatari nella rilevazione delle concessioni ottenute dai locatori come diretta conseguenza della pandemia.

Per quanto riguarda tutte le altre aree di bilancio, lo IASB non implementò nessuna deroga o modifica degli IFRS e la sua unica presa di posizione è riconducibile al documento pubblicato nell'ottobre 2020 in cui sono analizzati i principali impatti del COVID-19 che coinvolgono i *preparers*, revisori, investitori, autorità di vigilanza sui mercati finanziari ed *auditors* sulla base della *panel discussion* avvenuta all'*IFRS Foundation Virtual conference* nel settembre 2020. Come primo dato interessante emerge come l'*impairment* considerato nella sua duplice veste relativo sia agli strumenti finanziari, sia agli attivi, rappresenti per i partecipanti nel *panel* la problematica più sfidante nell'applicazione degli IFRS a seguito del COVID-19.

Nel documento dello IASB emerge peraltro chiara l'indicazione che le aspettative alla base delle principali stime di bilancio, tra cui quelle dell'*impairment* relative ai flussi finanziari futuri e al tasso di attualizzazione debbano essere modificate per incorporare le aspettative future al fine di ottenere una rappresentazione veritiera e corretta del bilancio. Questo viene ricondotto nell'ambito dell'*impairment* a un indirizzamento verso l'applicazione di un'analisi multi-scenario e di una *sensitivity analysis* già raccomandate dalle Autorità di vigilanza sui mercati finanziari. Tutto ciò sempre supportato da un'adeguata informativa di bilancio.

Di seguito una breve analisi delle principali metodologie utilizzate nei bilanci 2020 e 2021.

Analisi multi-scenario per flussi finanziari attesi: Come indicato da ESMA, un approccio implementato dalle imprese per stimare il corretto valore d'uso è stato la cosiddetta analisi multi-scenario, ovvero costruire scenari con differenti flussi futuri attesi sulla base delle aspettative del management, a cui poi attribuire un grado di probabilità attesa per ogni scenario. Nella prassi si è infatti soliti considerare uno scenario conservativo (*base scenario*) in cui si fa riferimento alle condizioni attuali, uno scenario pessimistico (*worst case scenario*) ed uno scenario ottimistico (*best case scenario*). Successivamente, i flussi di cassa attesi per ogni scenario, attualizzati e ponderati per il diverso grado di probabilità, determineranno il *value in use* della CGU oggetto di *impairment*.

Sensitivity Analysis del tasso di interesse: L'analisi di sensitività può essere definita come lo studio della variazione degli output di un modello al variare degli input, intesi quali valori iniziali del flusso di cassa. Questa analisi consiste nell'esaminare la variazione dei risultati finanziari ed economici in relazione a variazioni dei singoli input del modello, al fine di verificare la validità e stabilità delle ipotesi e dei valori assunti e di identificare le aree di maggiore incertezza così da prevedere le misure da prendere per minimizzare gli effetti negativi.

Riallocazione dell'avviamento e delle CGU: Gli effetti immediati del COVID-19 possono aver portato a una ridefinizione delle unità di business, con conseguente riorganizzazione delle unità generatrici di flussi finanziari (CGU) su cui è stato allocato l'avviamento. La crisi può aver dettato esigenze di riorganizzazione delle CGU oppure determinati prodotti e/o mercati sono stati impattati significativamente dal COVID-19, con la necessità di riallocare l'avviamento a loro attribuito precedentemente. Questa circostanza fa sì che le CGU alla data dell'*impairment* possano assumere una configurazione diversa rispetto a quella dell'*impairment* precedente. La stessa riorganizzazione delle CGU può essere di per sé un fattore di presunzione di *impairment* ma vanno analizzate le determinanti economiche e strategiche sottostanti tale riorganizzazione e se queste possano essere un segnale di *impairment*. È fondamentale considerare la presenza di evidenze esterne significative e la pervasività della riorganizzazione.

Ad esempio, una entità strutturata per linee di prodotto può assumere una nuova organizzazione per mercati quando tale riorganizzazione ricalca una nuova modalità organizzativa applicata in risposta alla pandemia. In alcuni casi la riorganizzazione può essere limitata a poche CGU (in quanto riguarda sinergie realizzabili per complementarità di due sole CGU). La presenza di sinergie o vantaggi organizzativi normalmente è il rationale economico della ristrutturazione.

Oltre a quanto già detto, ESMA ha raccomandato alle imprese quotate di fornire un'adeguata informativa delle stime e delle ipotesi chiave che sono state alla base della valutazione della riduzione di valore, come richiesto dallo IAS 36. Pertanto, nel caso il valore recuperabile delle CGU si basi sul valore d'uso, è necessario indicare:

- Gli assunti di base su cui la direzione aziendale ha fondato le proiezioni dei flussi finanziari per il periodo oggetto di budget/previsioni più recenti e come tali assunti siano basati su esperienze passate oppure fonti di informazioni esterne;
- Il tasso di crescita utilizzato per estrapolare le proiezioni di flussi finanziari e la giustificazione per l'utilizzo di un eventuale tasso di crescita superiore al tasso medio di crescita a lungo termine della produzione, settori di attività, Paese o Paesi in cui opera, o per il mercato a cui l'unità (gruppo di unità) è rivolta;
- Il tasso di attualizzazione applicato alle proiezioni di flussi finanziari;
- Il valore recuperabile dell'unità (gruppo di unità) su cui si basa sul *fair value* al netto dei costi di dismissione e la tecnica di valutazione utilizzata per misurare il *fair value* al netto dei costi di dismissione.

ESMA ha inoltre richiesto di dettagliare le assunzioni operative e finanziarie alla base dell'*impairment* e di illustrare quale orizzonte temporale è stato considerato per l'*impairment* e quando ritengono realistico il ritorno a livelli di flussi pre-COVID-19.

Nei bilanci 2020 è stata infine centrale l'informativa relativa alla sensibilità dei valori recuperabili delle unità generatrici di flussi finanziari (CGU) in seguito a cambiamenti ragionevoli nelle ipotesi operative e finanziarie chiave.

Come dimostra lo studio BDO (2022) vi è un'elevata soggettività da parte del management, sia nella scelta di rilevare una svalutazione che emerge dall'applicazione dell'*impairment* all'avviamento, che nella determinazione dell'ammontare della svalutazione, come pure nell'informativa esterna da divulgare in relazione alla stessa.

A dispetto delle aspettative sugli effetti negativi del COVID-19, il numero di svalutazioni rilevato nel 2020 è aumentato rispetto agli anni prima della pandemia, ma non in maniera drastica e diffusa. Inoltre, l'ammontare della svalutazione è cresciuto, ma non in maniera fortemente impattante come ci si attendeva. I fenomeni che possono aver mitigato l'effetto del COVID-19 potrebbero essere legati anche ad un *lag* temporale tra l'evento pandemico e la chiusura dei bilanci 2020, dato che "ritardando" la valutazione alla seconda metà del 2020 le imprese avrebbero potuto mitigare l'impatto esercitato dall'evento pandemico. Ciò evidenzia come la scelta della tempistica incida significativamente sull'esito del processo dell'*impairment* applicato all'avviamento.

Per quanto riguarda la determinazione del valore, non è possibile escludere che l'approccio metodologico legato all'attualizzazione dei flussi di cassa su tre esercizi, con un *terminal value* importante, abbia limitato anche gli importi.

Inoltre, incrociando le valutazioni sull'avviamento con quelle sulla continuità aziendale in chiave qualitativa, riportate nella relazione sulla gestione, emerge l'aspetto legato alla *disclosure* economico-finanziaria sulla svalutazione. A dispetto delle aspettative legate sia alle indicazioni contenute nelle raccomandazioni emanate da ESMA e poi recepite da CONSOB che ai risultati empirici degli studi che hanno analizzato gli effetti della crisi finanziaria del 2008-2009 in altri Paesi, non si è assistito ad un aumento dell'informativa sulla svalutazione da parte delle imprese, nonostante il tema della trasparenza e della disponibilità di informazioni sull'*impairment* animi il dibattito accademico dei *practitioners* da oltre un decennio.

CAPITOLO 6- ANALISI DI UN CAMPIONE DI IMPRESE *TECH* QUOTATE

6.0 PREMESSA

Nel presente capitolo entreremo nel cuore dell'analisi del campione di aziende selezionato. Saranno dapprima indicati i periodi temporali oggetto di confronto e le motivazioni che hanno portato a tale scelta, così come i criteri che hanno portato alla scelta del campione di imprese. Seguirà quindi l'analisi dell'andamento di varie voci, aggregati di bilancio e indici, nonché una parte finale dedicata all'informativa relativa all'avviamento e all'*impairment* test fornita in nota integrativa e la controparte esposta nella relazione della società di revisione indipendente.

6.1 PERIODI CONFRONTATI

I due periodi presi in esame sono stati scelti sulla base della contrapposizione relativamente alla stabilità a livello sanitario, prima, e geopolitico, poi. Nel 2020 infatti il COVID-19 ha scosso il mondo nella sua interezza, generando degli scompensi dapprima a livello sanitario, saturando gli ospedali, portando alla morte di moltissime persone, avendo un impatto a livello psicologico su gran parte della popolazione mondiale, ma anche un impatto a livello economico, rilevante ai nostri fini. La capacità di adattamento delle aziende è risultata un fattore chiave del successo in un momento in cui le regole del gioco sono cambiate così velocemente.

Gli effetti non si sono poi limitati esclusivamente al 2020, bensì, dopo un periodo estivo in cui la tensione si era alleggerita, sono continuati con un'intensità pressoché invariata per gran parte del 2021. Si noti inoltre come anche l'attività di revisione è stata intaccata dalla maggiore tendenza nel preferire lo *smart working*, rendendo in generale più complesso raccogliere la documentazione necessaria per svolgere le varie verifiche e riducendo gli incontri con il personale delle aziende sui vari livelli.

Quando ancora non erano terminati gli effetti del COVID-19 si è poi verificato un altro importante avvenimento che ha creato una crisi geopolitica a livello internazionale, ovvero la mobilitazione delle forze armate russe in territorio ucraino tra marzo e aprile 2022, con l'occupazione che sta durando ancora oggi. Il conflitto, così come la pandemia, ha avuto un importante impatto a livello economico, con l'aumento dei costi dell'energia per le pesanti sanzioni inflitte alla Russia, la quale era una dei maggiori esportatori, la diminuzione del grano prodotto dall'Ucraina, che riforniva gran parte dell'Europa e la più generale chiusura dei traffici commerciali con la Russia, in entrata e in uscita, con un gran numero di società multinazionali che per motivi etici e per salvaguardare la propria reputazione hanno deciso di chiudere le filiali in Russia. Nonostante il peso tutto sommato modesto di Russia e Ucraina in termini di produzione, infatti, il discorso cambia quando parliamo di gas, minerali e beni alimentari essenziali, con conseguenze dirette sui prezzi al consumo.

Da un altro punto di vista potremmo argomentare che con la necessità di raggiungere una maggiore indipendenza energetica dalla Russia le aziende operanti nel settore delle energie rinnovabili abbiano subito un effetto positivo, per così dire, come conseguenza del conflitto.

Questi eventi anche presi singolarmente avrebbero avuto un impatto significativo sia nell'ambiente economico nel suo complesso che nelle varie aziende, la sovrapposizione di tali

circostanze portano ad un incremento esponenziale degli effetti. Senza contare lo scoppio della guerra in Israele che preannuncia un protrarsi dell'instabilità con impatto sia nel 2023 che nel 2024, ciò ha rilevanza ai nostri fini in quanto i principi contabili prevedono che le informazioni ottenute prima dell'emissione del bilancio devono essere tenute in considerazione e incluse in esso anche quando fossero state ottenute successivamente alla data a cui tale bilancio fa riferimento.

I dati relativi a questo periodo saranno poi confrontati con un periodo di analoga durata immediatamente precedente, rappresentato dai bilanci chiusi nel 2017, 2018 e 2019. In questo modo, al netto dell'effetto di crescita che le aziende fisiologicamente possono avere nel corso degli anni, e che quindi potrebbe andare ad attenuare i trend negativi che ci aspettiamo di riscontrare in un periodo di instabilità, andremo a mettere in relazione tali dati con un periodo di stabilità e quindi rappresentativo della normale operatività delle aziende.

6.2 IL CAMPIONE DI IMPRESE

Il campione esaminato è stato ricavato considerando le società *high tech* quotate alla Borsa Italiana al 1° gennaio 2023 rientranti negli indici FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap, FTSE Italia Star e il FTSE Italia Small Cap le quali avessero l'avviamento iscritto a bilancio in almeno uno degli anni dal 2017 al 2022. Quest'ultimo requisito è stato così scelto in quanto ai nostri fini non è necessario che le società avessero iscritto un valore in tale voce in ciascun bilancio, vogliamo infatti andare ad indagarne le svalutazioni, comprese quelle totali.

Per quanto riguarda, invece, la nozione di impresa *high tech*, la definizione non è univoca, e non è semplice definire cosa sia una *tech company* occorre quindi specificare cosa è stato considerato come *high tech*.

Ai nostri fini si identificano come tali le imprese e più in generale i settori che effettuano investimenti importanti in ricerca e sviluppo, focalizzandosi sull'utilizzo di applicazioni di tecnologie innovative rispetto a quelle per così dire tradizionali.

Nella letteratura economica, inoltre, sono comprese in tale nozione le imprese nate dalla valorizzazione di risultati innovativi della ricerca scientifica. In base a una classificazione dell'OCSE si possono considerare tali, in quanto ad alta intensità di ricerca e per il tasso di tecnologia incorporata, le aziende aerospaziali, farmaceutiche, di previsione, IT e più in generale informatiche, biotecnologiche e nanotecnologiche. Il prodotto può quindi essere sia hardware, come ad esempio uno smartphone, che software, come una piattaforma di streaming.

Per quanto riguarda gli investimenti in ricerca e sviluppo abbiamo ritenuto tali sia quanto capitalizzato ad immobilizzazione che quanto inserito come spesa a Conto Economico, poiché varie aziende per motivi prudenziali preferiscono non iscrivere tali grandezze a Stato Patrimoniale.

Otteniamo in questo modo un campione composto da 18 aziende, si tratta quindi di un campione di dimensioni ridotte a causa della decisione di far riferimento a una nicchia particolare, ma di dimensioni sufficienti ai fini della nostra analisi.

6.3 INDICATORI UTILIZZATI

I dati relativi al campione selezionato sono stati estratti dal database AIDA, di seguito un elenco degli indicatori analizzati.

Indice	Formula di calcolo
Rapporto tra EBITDA e ricavi delle vendite	$\frac{EBITDA}{Ricavi\ delle\ vendite}$
Debt/Equity ratio	$\frac{Totale\ passività}{Patrimonio\ netto}$
Debt/EBITDA ratio	$\frac{Totale\ passività}{EBITDA}$
Indice di indebitamento a breve termine	$\frac{Totale\ passività\ a\ breve\ termine}{Patrimonio\ netto}$
Indice di indebitamento a lungo termine	$\frac{Totale\ passività\ a\ lungo\ termine}{Patrimonio\ netto}$
Debiti verso banche su fatturato	$\frac{Debiti\ finanziari}{Ricavi\ delle\ vendite}$
Indice di liquidità	$\frac{Attività\ a\ breve\ -\ Rimanenze}{Passività\ a\ breve}$
Redditività delle vendite (ROS)	$\frac{EBIT}{Ricavi\ delle\ vendite}$
Redditività del totale attivo (ROA)	$\frac{EBIT}{Totale\ attività}$
Redditività del capitale investito (ROI)	$\frac{Reddito\ operativo}{Capitale\ investito\ operativo\ netto}$
Redditività del capitale proprio (ROE)	$\frac{Utile\ netto}{Patrimonio\ netto}$
Rotazione del capitale investito	$\frac{Ricavi\ netti\ di\ vendita}{Capitale\ investito}$
Rapporto tra avviamento e totale attivo	$\frac{Avviamento}{Totale\ attivo}$

Aggregati e voci di bilancio
Totale attività
Totale passività
Patrimonio Netto
Ricavi delle vendite
EBITDA
Utile netto
Totale disponibilità liquide
Totale debiti entro l'esercizio
Totale debiti oltre l'esercizio
Posizione Finanziaria Netta
Avviamento

6.4 ANALISI

Totale attivo	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	7.203.080.225,71	6.456.397.270,84	746.682.954,86	11,57%
Median	790.688.666,67	823.856.000,00	- 33.167.333,33	- 4,03%
Min	37.568.333,33	50.413.333,33	- 12.845.000,00	- 25,48%
Max	58.409.088.333,33	62.209.272.000,00	- 3.800.183.666,67	- 6,11%

Tabella 1

Totale passività	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	5.047.277.955,27	4.690.188.566,06	357.089.389,22	7,61%
Median	451.050.000,00	558.834.000,00	- 107.784.000,00	- 19,29%
Min	26.795.000,00	40.701.993,00	- 13.906.993,00	- 34,17%
Max	39.800.846.666,67	43.415.299.666,67	- 3.614.453.000,00	- 8,33%

Tabella 2

Patrimonio Netto	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	2.155.802.270,43	1.766.208.704,78	389.593.565,65	22,06%
Median	385.734.333,33	270.353.000,00	115.381.333,33	42,68%
Min	10.773.333,33	7.695.000,00	3.078.333,33	40,00%
Max	18.608.241.666,67	18.793.972.333,33	- 185.730.666,67	- 0,99%

Tabella 3

Tra i tre macro aggregati di bilancio, è il Patrimonio Netto a subire il maggior incremento del valore medio a livello percentuale, dovuto anche al miglioramento del valore minimo e della variazione non significativa del valore massimo. Il totale delle passività ha un aumento del valore medio simile in termini di valore assoluto, il quale però assume un valore percentuale minore. Possiamo quindi notare come sia intervenuta una variazione delle proporzioni tra gli aggregati favorendo il Patrimonio Netto.

Ricavi delle vendite	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	2.887.513.568,55	2.583.402.965,84	304.110.602,71	11,77%
Median	497.806.000,00	416.073.666,67	81.732.333,33	19,64%
Min	25.555.998,67	28.829.150,33	- 3.273.151,67	- 11,35%
Max	13.313.333.333,33	13.712.353.000,00	- 399.019.666,67	- 2,91%

Tabella 4

I ricavi delle vendite subiscono un leggero miglioramento a livello medio e mediano, con una diminuzione di entrambi gli estremi. Il valore massimo a livello percentuale subisce una lieve

diminuzione, di nemmeno 3 punti, il valore assoluto, però diminuisce in modo significativo, di quasi 400 milioni, ciò significa che la distribuzione all'interno del campione si è appiattita e la media ha subito un aumento dovuto alla crescita fisiologica delle imprese che stanno al centro di tale distribuzione.

EBITDA	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	421.786.444,81	505.289.082,96	- 83.502.638,15	- 16,53%
Median	70.418.666,67	50.823.122,83	19.595.543,83	38,56%
Min	- 9.837.333,33	- 12.796.333,33	2.959.000,00	- 23,12%
Max	3.356.927.666,67	5.929.669.333,33	- 2.572.741.666,67	- 43,39%

Tabella 5

L'EBITDA è un altro degli indicatori maggiormente utilizzati, ne possiamo notare un peggioramento, se non per quanto riguarda il valore mediano, il quale ad ogni modo ha una variazione assoluta minore rispetto a quanto decresce la media tale da considerare che questo indicatore sia migliorato nel secondo periodo preso in considerazione rispetto al primo.

EBITDA/Vendite (%)	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	19,53	19,67	- 0,14	- 0,70%
Median	14,08	14,53	- 0,44	- 3,05%
Min	- 13,70	1,19	- 14,89	- 1248,04%
Max	90,58	66,43	24,15	36,36%

Tabella 6

Il rapporto tra EBITDA e vendite rimane sostanzialmente costante, il che era prevedibile considerato che stiamo facendo riferimento a imprese in uno stadio maturo della propria storia e che quindi difficilmente stravolgeranno la propria struttura di costo, pertanto tale rapporto risulterà costante nella globalità del campione.

Utile netto	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	18.973.714,02	62.602.869,96	- 43.629.155,94	- 69,69%
Median	36.990.500,00	25.682.166,33	11.308.333,67	44,03%
Min	- 1.409.843.666,67	- 128.210.666,67	- 1.281.633.000,00	999,63%
Max	587.333.333,33	535.333.333,33	52.000.000,00	9,71%

Tabella 7

Se dalla tabella precedente abbiamo notato un aumento fisiologico del fatturato, ciò non è riscontrabile allo stesso modo per quanto riguarda l'utile netto. Un aumento esponenziale

dell'utile netto minimo, ovvero la massima perdita, ha portato ad un abbassamento drastico della media, la quale arriva a diminuire di circa il 70%, il discorso cambia nel caso dell'utile massimo, che subisce un lieve aumento. Subisce invece un aumento il valore mediano, che appare piuttosto importante a livello percentuale, ma che si attesta su un valore assoluto non particolarmente elevato considerato l'ordine di grandezza delle imprese che stiamo considerando.

Totale disponibilità liquide	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	451.313.914,72	312.596.787,48	138.717.127,24	44,38%
Median	106.732.000,00	65.204.000,00	41.528.000,00	63,69%
Min	1.363.666,67	1.027.333,33	336.333,33	32,74%
Max	2.232.921.333,33	1.968.000.000,00	264.921.333,33	13,46%

Tabella 8

Notiamo una tendenza ad aumentare le disponibilità liquide che possiamo ricondurre ad una minore avversione al rischio conseguente al contesto di volatilità a cui si è andati incontro. Ciò ha un diretto beneficio sulla posizione finanziaria netta e quindi sulla solvibilità delle aziende. La solidità finanziaria è uno degli indicatori che subisce maggiormente i periodi di crisi, nonché uno dei più grandi campanelli d'allarme relativamente alla solidità globale dell'impresa nel caso ne si riscontri un valore preoccupante.

Debt/Equity ratio	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	0,68	0,68	0,00	- 0,43%
Median	0,58	0,57	0,01	2,35%
Min	0,24	0,11	0,13	118,18%
Max	1,66	1,98	- 0,32	- 16,19%

Tabella 9

Il rapporto di indebitamento evidenzia il peso dell'indebitamento finanziario rispetto alle risorse durevoli dell'impresa ossia il capitale, le riserve e gli utili degli esercizi precedenti. Tale indicatore è rimasto pressoché costante in tutte le dimensioni considerate, l'unico aumento considerevole è la variazione percentuale del valore minimo, però, nel momento in cui andiamo ad esaminare la variazione assoluta, risulta variato non considerevolmente. Inoltre, il valore massimo raggiunto è pari a 1,98, l'intera distribuzione si posiziona quindi in una situazione di rischiosità finanziaria assolutamente positiva.

Debt/EBITDA ratio	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	1,79	2,33	- 0,54	- 23,13%
Median	2,32	1,71	0,62	36,00%
Min	- 7,68	- 3,30	- 4,38	132,59%
Max	7,15	12,82	- 5,67	- 44,23%

Tabella 10

Il rapporto tra debito ed EBITDA rimane pari a circa due volte in entrambi i periodi, si tratta di una proporzione sana, risulta preoccupante nel momento in cui si raggiungono valori che superano le 4-5 volte. Il valore massimo osservato inoltre risulta in diminuzione.

Totale debiti entro l'esercizio	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	2.161.897.439,65	1.914.160.885,70	247.736.553,94	12,94%
Median	202.537.666,67	191.664.666,67	10.873.000,00	5,67%
Min	18.679.580,33	13.262.161,33	5.417.419,00	40,85%
Max	15.209.333.333,33	14.587.666.666,67	621.666.666,67	4,26%

Tabella 11

Totale debiti oltre l'esercizio	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	2.188.826.537,13	2.043.379.338,09	145.447.199,04	7,12%
Median	147.231.166,67	78.999.666,67	68.231.500,00	86,37%
Min	1.139.333,33	817.333,33	322.000,00	39,40%
Max	24.772.028.666,67	27.697.333.000,00	- 2.925.304.333,33	- 10,56%

Tabella 12

L'indebitamento entro e oltre l'esercizio hanno un andamento in aumento simile, questo incremento congiunto determina una maggiore esposizione debitoria globale, ma ne mantiene le proporzioni immutate. Per tale ragione si evita una sovra-esposizione in un senso o nell'altro, mantenendo quindi un equilibrio seppur attestandosi su valori più elevati rispetto al periodo precedente di confronto.

Indice di indebitamento a breve termine	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	0,62	0,70	- 0,08	- 11,23%
Median	0,65	0,74	- 0,09	- 12,16%
Min	0,10	0,28	- 0,18	- 63,10%
Max	0,97	0,98	- 0,01	- 1,02%

Tabella 13

Indice di indebitamento a lungo termine	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	0,38	0,30	0,08	26,70%
Median	0,35	0,26	0,09	34,62%
Min	0,03	0,02	0,01	50,00%
Max	0,90	0,72	0,18	24,54%

Tabella 14

Per quanto riguarda l'indebitamento possiamo vedere una tendenza opposta all'interno della suddivisione tra l'orizzonte temporale a breve termine e a lungo termine. All'interno del campione di imprese considerato notiamo una preferenza verso l'indebitamento a lungo termine, la crescita dell'indebitamento a lungo termine è però più che proporzionale rispetto alla decrescita del breve termine, da ciò consegue una tendenza all'aumento dell'indebitamento.

Debiti v/banche su fatt. (%)	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	27,41	24,22	3,20	13,20%
Median	25,90	25,13	0,76	3,04%
Min	2,79	2,22	0,57	25,86%
Max	81,40	53,51	27,89	52,12%

Tabella 15

Il rapporto tra debiti verso banche e fatturato rimane costante nei due periodi, vi è un incremento solamente relativamente al valore massimo. Considerata la crescita del fatturato, ciò significa che in valore assoluto anche i debiti verso banche sono incrementati, ma sono incrementati in modo tale da mantenere costante il rapporto. Per quanto riguarda i valori assoluti assunti da tale indice anche i valori massimi rimangono in un intervallo sano, possiamo infatti considerare un rapporto 1:1 come limite, rapporto che non viene raggiunto da nessuna delle imprese incluse nel campione, nemmeno nel periodo critico che va dal 2020 al 2022.

Posizione Finanziaria Netta	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	598.887.001,87	419.901.662,87	178.985.339,00	42,63%
Median	32.760.166,67	7.979.641,83	24.780.524,83	310,55%
Min	- 151.334.333,33	- 1.092.666.666,67	941.332.333,33	- 86,15%
Max	6.873.024.666,67	7.636.603.666,67	- 763.579.000,00	- 10,00%

Tabella 16

La posizione finanziaria netta, uno dei maggiori indicatori di stabilità finanziaria, subisce un significativo miglioramento sia a livello medio che mediano, inoltre per quanto riguarda i valori assoluti siamo di fronte a valori piuttosto elevati. Poche aziende all'interno del campione presentano un valore negativo, inoltre vi è un miglioramento anche per quanto riguarda il valore minimo. Vi è quindi una stabilità patrimoniale diffusa e una buona capacità di restituire il debito.

Indice di liquidità	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	1,21	1,22	- 0,01	- 0,27%
Median	1,09	0,94	0,15	16,19%
Min	0,15	0,47	- 0,32	- 67,38%
Max	3,44	3,13	0,31	9,90%

Tabella 17

L'indice di liquidità subisce un leggero miglioramento, al netto del valore minimo. Notiamo inoltre come la distribuzione nel campione sia piuttosto disomogenea, andiamo da un valore minimo che evidenzia una situazione piuttosto critica a un valore massimo con un buon margine di stabilità, passando per il valore medio e mediano che si attestano sull'unità, soglia in corrispondenza della quale le attività correnti e le passività correnti sono uguali, la situazione dell'impresa va però comunque monitorata in quanto le entrate correnti sono appena sufficienti a coprire le uscite correnti. Paradossalmente, però, un valore di tale indice eccessivamente elevato potrebbe indicare che l'azienda non stia utilizzando le attività correnti in modo ottimale e funzionale.

Redditività delle vendite (ROS) (%)	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	3,25	6,57	- 3,31	- 50,49%
Median	5,79	7,48	- 1,70	- 22,67%
Min	- 37,90	- 16,65	- 21,25	127,58%
Max	24,22	24,18	0,04	0,18%

Tabella 18

La redditività delle vendite ha subito un notevole peggioramento nel periodo 2020-2022, seppur i ricavi, come abbiamo visto, hanno subito una lieve crescita fisiologica, tale indicatore risente negativamente della significativa diminuzione del risultato operativo. Considerato che si tratta di un campione di aziende mature, possiamo attribuire la causa di tale diminuzione non

tanto alla struttura di costo delle imprese, quanto più alla situazione del mercato, fortemente influenzata dai fenomeni macroeconomici negativi descritti prima.

Redditività del totale attivo (ROA) (%)	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	3,90	5,94	- 2,04	- 34,32%
Median	4,29	4,57	- 0,28	- 6,12%
Min	- 12,41	- 7,25	- 5,16	71,09%
Max	12,25	17,38	- 5,12	- 29,48%

Tabella 19

Considerazioni simili possono essere trasposte alla redditività del totale attivo, la quale anch'essa è diminuita in tutte le dimensioni considerate e che risente molto della diminuzione dell'utile netto, dimostrando quindi una diminuzione dell'efficienza nella trasformazione del fatturato in utile.

Redditività di tutto il capitale investito (ROI)	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	7,33	9,87	- 2,54	- 25,73%
Median	8,68	9,76	- 1,08	- 11,10%
Min	- 11,32	- 10,64	- 0,68	6,36%
Max	17,89	23,01	- 5,12	- 22,27%

Tabella 20

La redditività del capitale investito (ROI) ha subito un peggioramento sia in valore medio, che mediano e massimo, notiamo invece un leggero miglioramento per quanto riguarda il valore minimo, il quale comunque si attesta su un ordine di grandezza piuttosto basso.

Redditività del capitale proprio (ROE) (%)	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	8,45	11,79	- 3,34	- 28,31%
Median	8,77	10,15	- 1,38	- 13,60%
Min	- 28,72	- 24,35	- 4,38	17,98%
Max	26,42	41,68	- 15,26	- 36,62%

Tabella 21

Un altro indice che ha subito negativamente la riduzione dell'utile netto è il ROE. Rispetto a ROI e ROA, però, la redditività del capitale proprio a livello medio e mediano si attesta su valori

sensibilmente più elevati, subendo inoltre una variazione percentuale leggermente minore, rimanendo distante da valori che potremmo considerare pericolosi.

Rotaz. cap. investito (volte)	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	0,75	0,83	- 0,08	- 10,07%
Median	0,63	0,73	- 0,09	- 12,64%
Min	0,08	0,18	- 0,10	- 56,36%
Max	2,43	2,57	- 0,14	- 5,58%

Tabella 22

La rotazione del capitale investito subisce una diminuzione in tutte le dimensioni considerate, pur mantenendosi su un simile ordine di grandezza, ciò significa l'efficienza dell'impiego del capitale investito, seppur diminuita, non è diminuita di molto. Considerato il suo stretto legame con il ROS era prevedibile che il loro andamento fosse simile.

Avviamento	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	1.706.557.777,78	1.878.033.660,26	- 171.475.882,48	- 9,13%
Median	147.728.833,33	123.376.333,33	24.352.500,00	19,74%
Min	-	-	-	0,00%
Max	16.024.922.666,67	25.235.876.666,67	- 9.210.954.000,00	- 36,50%

Tabella 23

Inoltre, per quanto riguarda le svalutazioni, solo una delle aziende considerate ha effettuato delle svalutazioni importanti legate al risultato dell'*impairment test*, sono incorse varie altre svalutazioni, relative a partecipazioni in società estere, le quali però sono state dovute esclusivamente a variazioni di tasso di cambio.

Possiamo notare una certa disomogeneità dell'informativa fornita in nota integrativa relativa a tali test di *impairment*, non tutte le aziende forniscono un approfondimento adeguato, soprattutto riguardo le ipotesi considerate e l'analisi multi-scenario.

Vi è invece una correlazione tra l'aver effettuato una svalutazione e l'aver fornito un approfondimento completo a riguardo.

All'interno delle società che forniscono una descrizione approfondita dell'approccio utilizzato, delle assunzioni, dei dati di partenza e dei risultati ottenuti viene dedicata opportuna attenzione al contesto macroeconomico e ai parametri utilizzati per l'analisi multi-scenario, la quale è da

considerarsi indispensabile quantomeno per i bilanci 2020 e 2021, fortemente influenzati dal COVID-19.

Notiamo come questa tendenza alla non svalutazione può portare a una sopravvalutazione dell'attivo e dell'utile netto, maggiori svalutazioni avrebbero infatti portato a una diminuzione maggiormente accentuata sia del totale attivo che dell'utile netto.

Avviamento/Totale attivo	2020-2022	2017-2019	Variazione	Variazione %
Average	0,23	0,23	0,00	- 1,44%
Median	0,24	0,21	0,04	17,09%
Min	0,01	-	0,01	-
Max	0,66	0,68	- 0,02	- 3,00%

Tabella 24

Considerandolo in rapporto con il totale attivo la proporzione dell'avviamento rimane sostanzialmente invariata, in tutte e quattro le dimensioni considerate, come diretta conseguenza dell'andamento analogo delle due dimensioni.

Un aspetto che può influenzare la capacità del revisore di intercettare indicatori di *impairment* non individuati dalla società o più in generale riconoscere stime effettuate in modo non corretto è il numero di anni dall'inizio dell'incarico nella società in esame. Più l'incarico si protrae nel tempo, infatti, e più il revisore esterno raccoglie informazioni relative al cliente che permettono di effettuare stime più accurate.

Solitamente questa maggiore difficoltà dovuta alla minor conoscenza del cliente viene considerata in fase di *risk assessment*, attribuendo un maggior rischio a determinate aree di bilancio considerate più critiche a seconda della natura del business in cui la società revisionata opera e ponendo un minor affidamento sui controlli interni, facendo sì che l'attività in tali aree sia maggiormente estesa in modo da intercettare eventuali errori.

Possiamo considerare che questa condizione di svantaggio impatti principalmente il primo anno di incarico, si protragga parzialmente al secondo anno e minimamente al terzo.

Nel campione selezionato solo due aziende hanno cambiato società di revisione in corrispondenza del periodo che abbiamo considerato come critico, di cui una nel 2020 e una nel 2021, se ne aggiungono quattro se consideriamo coloro le quali sono passate a un diverso revisore nel 2019. In considerazione di quanto detto precedentemente non riteniamo che

questo aspetto sia determinante rispetto alla mancata svalutazione dell'avviamento per le imprese considerate nell'analisi.

Un'altra discriminante è sicuramente il passaggio da un revisore unico a una società di revisione, nel primo caso si hanno infatti risorse in termini di tempo, personale e tecnologia spesso significativamente inferiori da impiegare per l'incarico rispetto a gruppi spesso internazionali con procedure consolidate negli anni. All'interno del campione preso in esame questo passaggio è avvenuto alcuni anni prima rispetto all'orizzonte temporale preso in considerazione, pertanto da questo punto di vista le aziende sono perfettamente confrontabili, in quanto tutte revisionate da grandi società multinazionali, in particolare Deloitte, PwC, EY, KPMG e BDO.

Per quanto riguarda i contenuti della relazione della società di revisione nell'80% circa dei casi tra gli aspetti chiave è indicato il tema del corretto valore di iscrizione dell'avviamento, della recuperabilità del suo valore e quindi dell'*impairment test*.

Le procedure di revisione in risposta a tale aspetto chiave sono varie, in particolare sono analizzate le procedure di *impairment test* utilizzate dal management al fine di verificarne l'aderenza con quanto previsto dallo IAS 36. Sono dapprima analizzate le principali assunzioni adottate per la formulazione delle previsioni dei flussi di cassa, anche mediante analisi di dati di settore, e ottenimento di informazioni dalla Direzione di Gruppo, verificando inoltre l'adeguatezza del perimetro delle CGU. Dichiarano poi di aver verificato la coerenza dei piani utilizzati a tal fine rispetto ai piani industriali approvati dal Consiglio di Amministrazione, analizzando sia la correttezza delle assunzioni utilizzate per la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa prospettici, l'accuratezza matematica dei modelli, nonché l'eventuale *sensitivity analysis* predisposta dalla Direzione di Gruppo. Infine, le previsioni sono rapportate alle precedenti e ai dati consuntivi. Tali verifiche sono state effettuate sia raccogliendo documentazione a supporto sia con appositi colloqui con il management e con eventuali consulenti esterni coinvolti nella stima, valutandone la competenza, capacità e obiettività. Talvolta viene indicato l'aver fatto utilizzo di esperti appartenenti al network della società di revisione al fine di effettuare una valutazione più accurata.

Era auspicabile che la valutazione dell'avviamento fosse ricompresa tra gli aspetti chiave per la sua natura di stima e per la difficile quantificazione sia in fase di prima iscrizione che negli anni successivi quando ne si deve valutare la recuperabilità. Possiamo considerare soddisfacente questo risultato, infatti nella quasi totalità dei casi è indicata tra gli aspetti chiave ed è fornita

un'approfondita informativa relativamente alle procedure messe in atto dalla società di revisione per affrontare il tema in questione.

CAPITOLO 7- CONCLUSIONE

Diversamente da quanto ci si potesse aspettare le svalutazioni incorse nel periodo 2020-2022 sia numericamente che a livello di valore non rispecchiano la volatilità dovuta dal COVID-19, prima, e dalle crisi geopolitiche, poi. Ciò è a maggior ragione rafforzato da quanto constatato nell'analisi, nella quale per la maggior parte degli indicatori abbiamo riscontrato un significativo peggioramento, il quale sconfessa parte delle considerazioni esposte dalle aziende nell'informativa.

Inoltre, relativamente alla *disclosure*, ci si poteva aspettare un incremento sia numerico che di valore delle svalutazioni, si auspicava ad un'informativa a corredo del test di *impairment* maggiormente approfondita, sia in senso assoluto, sia nel confronto tra il secondo periodo esaminato rispetto al pre-COVID. Notiamo invece come ciascuna società abbia mantenuto pressoché inalterata la struttura e il livello di dettaglio fornito in nota integrativa relativamente alle valutazioni di *impairment test* nell'arco degli esercizi esaminati.

Un altro limite è probabilmente dovuto alla metodologia di valorizzazione, basata sull'attualizzazione dei flussi di cassa dei tre esercizi successivi a cui viene sommato un *terminal value* consistente. A tale riguardo emerge per prima cosa un tema legato ai tassi di attualizzazione utilizzati, spesso eccessivamente ottimisti e che non riflettevano realmente quello che sarebbe stato poi l'aumento dei tassi di interesse a cui si sarebbe andati incontro. Inoltre, sono richieste valutazioni intrinsecamente soggettive e soprattutto basate su dati rispetto ai quali vi è una profonda asimmetria informativa tra chi redige il bilancio e chi ne usufruisce. Si tratta infatti di informazioni caratterizzate da un enorme valore competitivo, legate a *business plan* aziendali.

Una delle cause che possono aver mitigato l'effetto delle circostanze di instabilità macroeconomiche è legata alla differenza temporale tra tali avvenimenti e l'effettiva chiusura dei bilanci. Tale intervallo di tempo avrebbe potuto infatti consentire alle imprese di mettere in atto gli accorgimenti necessari al fine di limitarne gli effetti. Inoltre, è necessario considerare il fatto di aver esaminato una nicchia che, soprattutto rapportata ad altri settori, ha subito in misura inferiore gli effetti di tale crisi.

Al netto di ciò, questi risultati danno supporto agli studiosi che criticano tale metodo di contabilizzazione dell'avviamento in quanto eccessivamente soggettivo e che auspicano alla reintroduzione dell'ammortamento dell'avviamento, metodologia che, seppur con i suoi limiti, garantisce una maggiore oggettività e risponde a quanti constatano il fatto che spesso le svalutazioni dell'avviamento siano *too little, too late*.

Eventi come il COVID-19 pongono infatti domande su come l'utilizzo dell'ammortamento dell'avviamento non consenta un'applicazione più coerente dei principi di competenza e di prudenza. In primo luogo, la valutazione delle attività è sempre in qualche modo legata all'esistenza di piani aziendali e alla loro attuazione. Il costo storico è infatti legato ad un programma di attività con il quale si intendono recuperare le risorse investite per acquistare gli attivi, ed è un valore di collegamento tra passato, presente e futuro. La sua valenza prospettica sta nell'esprimere la quota residua di valore da recuperare e l'orizzonte temporale. Questa pianificazione è solo parzialmente ricompresa nella misurazione del *value in use*, in quanto la porzione di valore legata alla proiezione dei flussi futuri è percentualmente meno impattante rispetto a quella del *terminal value*, che assume caratteristiche simili a una rendita perpetua. Il concetto di *terminal value* non si pone il problema di recuperare le risorse investite, ma si effettua un'assunzione che appare astratta non solo in momenti di forte crisi, ma in generale rispetto ai cambiamenti dell'economia sempre più caratterizzata da volatilità e concentrata su progetti che hanno una durata ben definita.

BIBLIOGRAFIA

Abuaddous, M.; Hanefah, M. M.; Laili, H. N. (2014). «Accounting Standards, Goodwill Impairment and Earnings Management in Malaysia». *International journal of Economics and Finance*, 6(12), 201-211. <https://doi.org/10.5539/ijef.v6n12p201>.

Avallone, F.; Quagli, A. (2015). «Insight into the variables used to manage the goodwill impairment test under IAS 36». *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 31, 107-114. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2015.03.011>.

Ball, R. (2005). «International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors». *Accounting and Business Research*, 36(1), 5-27. <https://doi.org/10.1080/00014788.2006.9730040>.

Benou, G.; Madura, J. (2005). «High-tech acquisitions, firm specific characteristics and the role of investment bank advisors». *Journal of High Technology Management Research*, 16, 101-120. <https://doi.org/10.1016/j.hitech.2005.06.006>.

Biancone, P. P. (2012). «IFRS: Italian Experience on Impairment Test of Goodwill». *International Journal of Advances in Management Science*, 1(3), 57-85. <https://doi.org/10.5539/ibr.v6n11p94>.

Birca, I. et al. (2021). «Conceptual aspects and the most used practices in obtaining the reliability of entity value estimation». *Economy and Sociology*, 1, 16-30. <https://doi.org/10.36004/nier.es.2021.1-02>.

Birca, I. (2022). «Assessment of the economic activity of the entity through the prism of goodwill and badwill tools». *European Journal of Accounting, Finance & Business*, 10(1), 57-66. <https://doi.org/10.4316/EJAFB.2022.1019>.

Biekpe, N.; Tippett, M.; Willett, R. (1998). «Accounting earnings, permanent cash flow and the distribution of the earnings to price ratio». *British Accounting Review*, 30(2), 105-140. <https://doi.org/10.1006/bare.1997.0056>.

Blake, M. (2016). «Valuing early stage technology firms». Emerald Group Publishing Limited, 26, 311-340. <https://doi.org/10.1108/S1048-473620160000026011>.

Bloom, M. (2009). «Accounting for Goodwill». *ABACUS*, 45(3), 379-389. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2009.00295.x>.

Boennen, S.; Glaum, M. (2014). «Goodwill Accounting: A review of the Literature». SSRN Electronic Journal, 1-58. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2462516>.

Boyle, M. D.; Carpenter, B. W. (2015). «The Continuing Saga of Goodwill Accounting». *Management Accounting Quarterly*, 17(1), 1-8.

Carlin, T. M.; Finch, N. (2011). «Goodwill impairment testing under IFRS: a false impossible shore?». *Emerald Group Publishing Limited*, 23(3), 368-392. <https://doi.org/10.1108/01140581111185544>.

Chen, C.; Kohlbeck, M.; Warfield, T. (2004). «Goodwill Valuation Effects of the Initial Adoption of SFAS 142». *Advances in Accounting*, 1-34. <https://doi.org/10.2139/ssrn.534484>.

Chen, V. Y. S.; Keung, E. C.; Lin, I. (2019). «Disclosure of fair value measurement in goodwill impairment test and audit fees». *Elsevier, Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 15(3), 1-21. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2019.100160>.

Committeri, G. M.; Cerrai, A. (2022). «Conferimento d'azienda in neutralità fiscale e regime circolatorio dell'avviamento». *Il fisco*, 20, 1919-1925.

Dagwell, R.; Windsor, C.; Wines, G. (2007). «The Proposed Goodwill Impairment Test- Implications for Preparers, Auditors and Corporate Governance». *Griffith Business School*, 75-88.

Doffou, A. (2015). «An Improved Valuation Model for Technology Companies». *International Journal of Financial Studies*, 3, 162-176. <https://doi.org/10.3390/ijfs3020162>.

Festel, G.; Wurmseher, M.; Cattaneo, G. (2013). «Valuation of Early Stage High-tech Start-up Companies». *International Journal of Business*, 18(3), 216-231.

Filip, A.; Lobo, G. J.; Paugam, L. (2020). «Managerial discretion to delay the recognition of goodwill impairment: The role of enforcement». *Journal of Business Finance & Accounting*, 48, 36-69. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12501>.

Fondazione ARISTEIA (2006). «Il trattamento contabile del Badwill nelle aggregazioni d'impresa». Roma.

Gynther, R. S. (1969). «Some "Conceptualizing" on Goodwill». *The accounting Review*, 44(2), 247-255.

Hellman, N.; Hjelström, T. (2023). «The goodwill impairment test under IFRS: Objective, effectiveness and alternative approaches». *Elsevier, Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 52, 1-18. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2023.100558>.

Higson, C. (1998). «Goodwill». *British Accounting Review*, 30(2), 141-158. <https://doi.org/10.1006/bare.1997.0059>.

Klobucnik, J.; Sievers, S. (2013). «Valuing high technology growth firms». Springer, 1-38. <https://doi.org/10.1007/s11573-013-0684-2>.

Leliuc Cosmulese, C. G.; Grosu, V; Hlaciuc, E. (2017). «Definitions attributed to goodwill in the economic literature and conceptual delimitations regarding the way of valuation and exposure of this patrimonial component in the balance sheet». *Ecoforum Journal (University of Suceava, Romania)*, 6(3), 1-6.

Liberatore, G.; Mazzi, F. (2010). «Goodwill write-off and financial market behaviour: An analysis of possible relationships». Elsevier, *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 26, 333-339. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2010.08.001>.

Liberatore, G.; Mazzi, F. (2011). «Informativa sul tasso di attualizzazione nella stima dell'avviamento secondo lo IAS36: un confronto fra Italia e Paesi nordici». *Financial Reporting*, 1-44. <https://doi.org/10.3280/FR2011-004005>.

Li, K. K.; Sloan, R. G. (2017). «Has goodwill accounting gone bad?». Springer, 22, 964-1003. <https://doi.org/10.1007/s11142-017-9401-7>.

McAulay, L.; King, M.; Carr, C. (1998). «Expertise and learning: an alternative perspective on the theory-practice debate». *British Accounting Review*, 30(2), 173-200. <https://doi.org/10.1006/bare.1997.0066>.

Mchawrab, S. (2016). «M&A in the high tech industry: value and valuation». Emerald Group Publishing Limited, 32(6), 12-14. <https://doi.org/10.1108/SD-03-2016-0036>.

Meeks, G. (1998). «Profit forecasts in the annual report: the problem of economic assumption». *British Accounting Review*, 30(2), 159-172. <https://doi.org/10.1006/bare.1997.0065>.

Messica, A. (2006). «Valuation of High-Risk High-Technology Ventures». *SSRN Electronic Journal*, 1-12. <https://doi.org/10.2139/ssrn.934774>.

Moro Visconti, R. (2009). «La valutazione economica dell'avviamento». *Il diritto industriale*, 5, 470-481.

Nelson, R. H. (1953). «The Momentum Theory of Goodwill». *American Accounting Association*, 28(4), 491-499.

Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili di Ravenna (2015). *L'iscrizione nel bilancio di esercizio di marchi ed avviamento*.

Onesti, T.; Romano, M. (2012) «Earnings Management and Goodwill Accounting: Implications on Dividend Policy in Italian Listed Companies.». SSRN Electronic Journal, 1-28. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2179159>.

Pajunen, K.; Saastamoinen, J. (2013). «Do auditors perceive that there exists earnings management in goodwill accounting under IFRS?. Finnish evidence». Emerald Group Publishing Limited, 28(3), 245-260. <https://doi.org/10.1108/02686901311304367>.

Petersen, C.; Plenborg, T. (2010). «How do Firms Implement Impairment Tests of Goodwill?». ABACUS, 46(4), 419-446. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2010.00326.x>.

Pieri, V. (2010) «The relevance and the dynamics of goodwill values under IAS/IFRS: empirical evidences from the 2005-2009 consolidated financial statements of the major companies listed in Italy». SSRN Electronic Journal, 1-34. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1695892>.

Pisano, V.; Ferrari, E. R.; Caruso, G. D. (2016). «Earnings management and goodwill impairment. An empirical analysis in the Italian M&A Context». Emerald Group Publishing Limited, 17(1), 120-147. <https://doi.org/10.1108/JIC-09-2015-0081>.

Qasim, A.; Haddad, A. E.; AbuGhazaleh N. M. (2013). «Goodwill accounting in the United Kingdom: The effect of international financial reporting standards». Review of business and finance studies, 4(1), 63-78.

Ramanna, K. (2008). «The implications of unverifiable fair-value accounting: Evidence from the political economy of goodwill accounting». Elsevier B.V., Journal of Accounting and Economics, 45, 253-281. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.11.006>.

Saastamoinen, J. et al. (2017). «Analyst Characteristics and the level of critical perception of goodwill accounting». SSRN Electronic Journal, 1-47. <https://doi.org/10.1111/auar.12208>.

Seetharaman, A. et al. (2006). «Managing impairment of goodwill». Emerald Group Publishing Limited, 7(3), 338-353. <https://doi.org/10.1108/14691930610681447>.

Schwartz, E. S.; Moon, M. (2001). «Rational Pricing of Internet Companies Revisited». The Financial Review, 36, 7-26. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2001.tb00027.x>.

Sun, Z. (2021). «Review of the Importance of Technology Company Valuation and Commonly Used Methods». Atlantis Press International B.V., 189, 30-36. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.210909.005>.

Todd Johnson, L.; Petrone, K, R. (1999). «Is Goodwill an Asset?». SSRN Electronic Journal, 1-14. <https://doi.org/10.2139/ssrn.143839>.

Trigeorgis, L.; Ioulianos, S. (2013). «Valuing a high-tech growth company: the case of EchoStar Communications Corporation». *The European Journal of Finance*, 19, 734-759. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2011.640343>.

Tsanakas, D. (2022). «Valuation Challenges in High Tech Platform Based Corporations». *International Journal of Economics and Business Administration*, 10(1), 89-100. <https://doi.org/10.35808/ijeba/750>.

Van de Schootbrugge, E.; Wong, K. M. (2013). «Multi-Stage Valuation for Start-Up High Tech Projects and Companies». *Journal of Accounting and Finance* vol. 13(2), 45-56.

Xu, L.; Cai, F. (2009). «Before and after 2000: revenue and high tech valuation». *Emerald Group Publishing*, 19(1), 26-35. <https://doi.org/10.1108/10595420910929040>.