

1  
2  
3  
4  
5  
6  
7  
8  
9  
10  
11  
12  
13  
14  
15  
16  
17  
18  
19  
20  
21  
22  
23  
24  
25  
26  
27  
28  
29  
30  
31  
32  
33

*DISCUSSION PAPER*  
*Exposure Draft*  
ED1/2020

**LINEE GUIDA PER L'IMPAIRMENT TEST  
DOPO GLI EFFETTI DELLA PANDEMIA DA  
COVID 19**

10 luglio 2020

34	Sommario	
35	<b>LINEE GUIDA PER L'IMPAIRMENT TEST DOPO GLI EFFETTI DELLA PANDEMIA DA COVID 19</b>	4
36	<b>1. PREMESSA</b>	4
37	<b>2. LINEE GUIDA</b>	4
38	ALLEGATO: IL RAZIONALE SOTTOSTANTE ALLE LINEE GUIDA ( <i>BASIS FOR CONCLUSION</i> )	10
39	Introduzione	10
40	Parte prima: Gli elementi di contesto	16
41	1. Le indicazioni dei <i>regulators</i> (CONSOB, ESMA, SEC e IOSCO)	16
42	2. Le caratteristiche della crisi	19
43	2.1 L'impatto della pandemia Covid-19 sull'economia globale	19
44	2.2 L'incertezza economica determinata dalla pandemia sui mercati internazionali	22
45	2.3 L'effetto sulla domanda e sull'offerta della situazione straordinaria in corso	24
46	3. I settori più esposti	25
47	4. Come hanno reagito i mercati finanziari?	27
48	5. Perché e come vanno aggiornate le procedure di <i>impairment test</i>	31
49	Parte seconda: i vincoli degli IAS/IFRS	36
50	6. I vincoli alla stima del valore d'uso	36
51	7. I vincoli alla stima del <i>fair value</i>	38
52	8. L' <i>impairment test</i> dell'avviamento (di primo e secondo livello)	39
53	9. L' <i>impairment test</i> delle altre attività	42
54	Parte terza: L'analisi fondamentale	45
55	10. L'esperienza delle precedenti crisi globali. La risposta delle imprese	45
56	10.1. Le crisi globali a partire dagli anni'70	45
57	10.2 I tipici momenti della risposta delle imprese	46
58	11. L'esigenza di un approccio olistico	50
59	12. Esposizione alla crisi	53
60	13. Vulnerabilità	55
61	14. Resilienza	56
62	15. L'evidenza esterna (il consenso degli analisti)	58
63	Parte quarta: I tassi di sconto ed i multipli	59
64	16. Perché i tassi impliciti negli indici di borsa possono essere indicatori distorti	59
65	17. Il rischio di <i>double counting</i> (rischio dei flussi e rischio dei tassi)	59
66	18. L'approccio ai tassi: quando è perché il valore attuale del terminale dovrebbe modificarsi	59
67	19. Effetto sui beta e sull'ERP	60
68	20. Premio per il Rischio paese	60
69	21. Quando e perché usare coefficienti alpha	61

70	22.	I limiti dei multipli di società comparabili e di transazioni comparabili .....	62
71		Parte quinta: Le valutazioni fondate sui flussi di risultato attesi .....	63
72	23	. Principi generali. ....	63
73	24.	Come trattare l'attuale contesto di incertezza.....	63
74	25.	Alcune indicazioni di metodo .....	64
75		Parte sesta: <i>Test</i> di ragionevolezza dei risultati e riconciliazione fra Valore d'uso, <i>Fair value</i> e	
76		capitalizzazione di borsa.....	65
77	26.	<i>Test</i> di ragionevolezza dei risultati .....	65
78	27.	La riconciliazione fra valore d'uso e <i>fair value</i> .....	67
79	28.	La riconciliazione fra valore recuperabile e capitalizzazione di borsa.....	69
80		Parte settima: L' <i>impairment test</i> delle attività diverse dall'avviamento .....	72
81	29.	Le altre attività a vita indefinita.....	72
82	30.	Le attività soggette ad ammortamento (tangibili e intangibili).....	73
83			
84			

## 85 LINEE GUIDA PER L'IMPAIRMENT TEST DOPO GLI EFFETTI DELLA PANDEMIA 86 DA COVID 19

### 87 1. PREMESSA

88 Le società che adottano gli IAS/IFRS sono chiamate a svolgere l'*impairment test* delle attività immobilizzate  
89 (materiali, immateriali e partecipazioni) ogniqualvolta si manifestino fattori esterni o interni di presunzione  
90 di perdita di valore (IAS 36.12). La pandemia da Covid 19 per intensità ed imprevedibilità costituisce per tutte  
91 le imprese un fattore esterno di potenziale presunzione di perdita di valore e pertanto richiede un'analisi di  
92 impatto (*assessment*) della crisi sul valore di tutte le attività immobilizzate. Ciò non significa necessariamente  
93 che tutte le attività debbano essere sottoposte ad *impairment test*. Tuttavia è da presumere che la maggior  
94 parte delle imprese si trovi nella condizione di dover effettuare il *test di impairment*.

95 L'elemento che contraddistingue l'*impairment test* in questa fase della crisi è rappresentato dalla grande  
96 incertezza che caratterizza lo scenario macroeconomico che non solo rende difficile effettuare previsioni, ma  
97 comporta anche una continua evoluzione dello scenario di riferimento. Tutto ciò si traduce:

- 98 (i) in una maggiore incertezza nelle stime alla base delle valutazioni che, per definizione, sono  
99 "forward looking" e :
- 100 (ii) nell'esigenza di chiarire gli elementi conosciuti e conoscibili alla specifica data della valutazione  
101 che, per definizione, deve essere "point in time".

102 Di conseguenza due sono i principali aspetti rilevanti dell'*impairment test* in un contesto di crisi: (i) la *buona*  
103 *fede* dell'esperto, degli amministratori e del management dell'entità nel voler rappresentare al meglio delle  
104 informazioni e conoscenze a loro disposizione alla data della valutazione gli effetti che la crisi può comportare  
105 sulla specifica entità, CGU o attività; (ii) la trasparenza del processo seguito nella stima del valore recuperabile  
106 e del suo rationale, essendo le valutazioni sempre opinioni che richiedono l'esercizio di giudizio  
107 professionale, da cui discende la *disclosure* e la qualità dell'informazione di bilancio.

108 In questo contesto OIV è stata sollecitata dagli Enti Fondatori a produrre un documento di orientamento  
109 nella forma di *Discussion Paper* per gli esperti (interni o esterni) alle entità chiamate a svolgere l'*impairment*  
110 *test* ai sensi IAS/IFRS. Questa è la bozza di Documento (Exposure Draft) che OIV pubblica per ricevere lettere  
111 di commento, nel rispetto del *Due Process*. Le lettere di commento devono pervenire ad OIV entro il 15  
112 settembre 2020 scrivendo a [info@fondazioneoiv.it](mailto:info@fondazioneoiv.it).

113 Il *Discussion Paper* offre, in forma di linee guida: (i) un quadro sistematico di riferimento per la stima del  
114 valore recuperabile delle attività in un contesto di crisi, caratterizzato da elevata incertezza; (ii) alcune  
115 indicazioni da seguire nella costruzione dell'impianto valutativo ai fini di *impairment test*; (ii) alcune soluzioni  
116 adottabili per trattare l'incertezza delle valutazioni, sulla base delle *best practice* identificate da un gruppo di  
117 lavoro OIV che comprende accademici, professionisti, esperti di valutazione a fini di *financial reporting* ed  
118 analisti finanziari.

119 L'applicazione delle linee guida suggerite nello specifico contesto richiede un'attenta analisi degli specifici  
120 fatti e circostanze.

121 In appendice al documento è riportata una più dettagliata analisi delle ragioni (*basis for conclusion*) che  
122 hanno condotto il gruppo di lavoro ad individuare le Linee Guida.

### 123 2. LINEE GUIDA

124 Di seguito sono riportate 30 linee guida identificate dal gruppo di lavoro. Le linee guida concorrono a formare  
125 un quadro sistematico dei punti di attenzione che il nuovo contesto rende rilevanti ai fini delle valutazioni di  
126 *impairment test*. Le linee guida sono finalizzate ad offrire le *best practice* che gli esperti di valutazione esterni

127 o interni all'impresa dovrebbero considerare. L'allegato al documento fornisce - in forma di *basis for*  
128 *conclusion* - il rationale delle linee guida.

129 LG1. La stima del valore recuperabile in condizioni di crisi richiede competenze specialistiche adeguate in  
130 quanto in un contesto di *valuation uncertainty* maggiore è il rischio di errore valutativo.

131 LG2. Le valutazioni a fini di *impairment* non devono far uso di *disclaimer* finalizzati a giustificare un processo  
132 valutativo inadeguato alla complessità del contesto, quando ricorrano le condizioni per un'analisi adeguata.  
133 L'incertezza valutativa riguarda la *disclosure* (nel senso che richiede adeguata illustrazione dei limiti  
134 informativi e delle scelte compiute) non il *disclaimer*. Ciò non è in contrasto con lo IAS 36.23 – richiamato  
135 anche dalla recente nota dell'ESMA – secondo il quale "*in alcuni casi, stime, medie, e semplificazioni di calcolo*  
136 *possono fornire una ragionevole approssimazione del risultato di analisi più complesse*". Rimane infatti a  
137 carico a chi compie la valutazione di giudicare la ragionevolezza dell'approssimazione.

138 LG3. In condizioni di crisi è più probabile che si manifesti il rischio di *management bias*. L'esperto deve  
139 assumere un atteggiamento professionalmente critico (*professional skepticism*) nei confronti  
140 dell'informazione prospettica fornita dal management senza tuttavia coltivare la presunzione che si tratti  
141 necessariamente di informazione distorta. Dal processo valutativo seguito dovrebbe emergere come il  
142 management ha "sfidato" l'informazione di fonte manageriale con riguardo alla ragionevolezza.

143 LG4. L'informazione prospettica deve fondarsi su piani finanziariamente sostenibili, anche quando oggetto di  
144 valutazione siano le attività e si faccia uso di flussi di risultato *unlevered*.

145 LG5. In un contesto di elevata incertezza, stabilire che il valore recuperabile di un'attività è superiore al suo  
146 valore contabile equivale ad affermare che è più probabile che no che il valore recuperabile sia superiore al  
147 valore contabile.

148 LG6. Di fronte alla crisi tutte le imprese sono chiamate ad individuare azioni e rimedi. L'esperto deve porre  
149 particolare attenzione sulle azioni che l'impresa intende attivare per reagire alla crisi. Come il management  
150 intende rispondere alla crisi e quali iniziative stia programmando rappresentano gli elementi da cui dipende  
151 lo sviluppo non inerziale delle performance d'impresa. Lo IAS 36.44 richiede che la stima del valore d'uso  
152 abbia a riferimento le condizioni correnti dell'impresa e quindi esclude gli effetti di future ristrutturazioni. Lo  
153 IAS 36.46 definisce la ristrutturazione come segue: "*A restructuring is a program that is planned and*  
154 *controlled by management and materially change either the scope of the business undertaken by an entity or*  
155 *the manner in which the business is conducted*". Lo IAS 37.70 esplicita alcuni esempi di future ristrutturazioni:

156 a) *sale or termination of a line of business,*

157 b) *the closure of business locations in a country or region or the relocation of business activities*  
158 *from one country or region to another;*

159 c) *changes in management structure, for example, eliminating a layer of management; and;*

160 d) *fundamental reorganizations that have a material effect on the nature and focus of the*  
161 *entity's operations.*

162 LG7. Le reazioni delle imprese al contesto di crisi che possono essere ricondotte ad iniziative di adattamento  
163 al contesto di crisi e che sono sotto il diretto controllo del management debbono essere valutate nella loro  
164 ragionevolezza e sostenibilità. In particolare con riferimento ad azioni che non rientrano nelle casistiche di  
165 ristrutturazioni o miglioramenti ex IAS 36.44 (a e b) e 37, l'esperto deve valutare se includerli nella stima del  
166 valore del periodo esplicito e nel *terminal value*, ferma restando la ragionevolezza e sostenibilità delle relative  
167 ipotesi. Occorre, in questi casi, valutare se le azioni in risposta allo scenario di crisi sono adattamenti  
168 dell'impresa al nuovo ambiente post Covid (il c.d. "*new normal*") e se le azioni siano unilateralmente prese

169 dall'impresa (vale a dire sotto il suo controllo), se tali condizioni sono soddisfatte le iniziative possono essere  
170 considerate nella stima del valore d'uso.

171 LG8. Le previsioni macroeconomiche e di settore evolvono rapidamente e sono limitate ad un orizzonte per  
172 lo più breve (12-24 mesi). Gli effetti di riassorbimento della crisi per la maggior parte delle imprese si estende  
173 su periodi più lunghi. Le imprese con adeguata copertura di *equity analyst* possono disporre del consenso  
174 degli analisti per 36 mesi. In generale comunque le imprese che utilizzeranno il valore d'uso ai fini di  
175 *impairment test* faranno ricorso per lo più a periodi di previsione esplicita di cinque anni, rimanendo scoperti  
176 per almeno un biennio in termini di evidenze esterne. Sorgono dunque due problemi:

- 177 a) che l'informazione prospettica utilizzata ai fini di *impairment test* non sia stata prodotta facendo  
178 riferimento ad uno scenario macroeconomico o settoriale superato;
- 179 b) l'esigenza di un raccordo fra l'informazione prospettica per la quale esistono riscontri di  
180 ragionevolezza esterni e l'informazione per la quale tali riscontri sono assenti.

181 Le soluzioni più appropriate a queste due problematiche dipendono dagli specifici fatti e circostanze e  
182 richiedono un giudizio professionale. Tuttavia in linea generale, pur restando fermo il disposto dello IAS 36.33  
183 lettera a) relativo al maggior peso che deve essere attribuito all'informazione esterna, si consiglia di verificare  
184 anche la ragionevolezza dell'informazione prospettica sulla base di un'analisi fondamentale strutturata in tre  
185 step:

- 186 1) analisi dell'esposizione alla crisi (effetti stimati nei prossimi 12/24 mesi)
- 187 2) analisi della vulnerabilità alla crisi (verifica della capacità di tenuta dell'equilibrio economico e  
188 finanziario dell'impresa nei successivi tre anni: 24-60 mesi);
- 189 3) analisi della resilienza (effetti di medio/lungo termine).

190 LG9. La crisi – pur avendo natura globale e sistemica - ha colpito con diversa intensità i diversi settori di  
191 attività e le diverse imprese all'interno dei relativi settori (anche in relazione al loro posizionamento  
192 competitivo). La ragionevolezza dei risultati dell'*impairment test* deve essere valutata anche in relazione alle  
193 evidenze dei settori più gravemente colpiti dagli effetti negativi della crisi (e degli effetti da questi indotti,  
194 quali ad esempio la flessione del prezzo del petrolio).

195 LG10. La ragionevolezza dei risultati dell'*impairment test* deve essere anche valutata alla luce della reazione  
196 degli indici di borsa. Gli indici di borsa infatti catturano oltre che gli effetti c.d. primari della crisi anche le  
197 mitigazioni indotte dalle manovre di politica monetaria ed economica. In particolare va rilevato che tutti gli  
198 indici hanno mostrato un progressivo miglioramento rispetto ai minimi registrati a fine del mese di marzo  
199 2020. Al recupero degli indici si è accompagnata anche una progressiva riduzione della volatilità, benché  
200 rimanga su livelli ancora consistentemente più elevati rispetto a quelli di fine 2019.

201 LG11. L'incremento dei *credit spread* ha riguardato principalmente le imprese con rating *speculative grade*.  
202 Per questa ragione è importante verificare se nel periodo di previsione esplicita il rating implicito della società  
203 sia destinato a deteriorarsi. A questo riguardo si consiglia l'uso della tecnica di stima dei rating sintetici.

204 LG12. L'incertezza generata dalla crisi, la limitatezza dei supporti informativi esterni, ecc. sono elementi di  
205 discontinuità i cui impatti debbono essere adeguatamente riflessi nel test di *impairment*. Ciò può comportare  
206 modifiche nell'architettura dell'impianto valutativo rispetto al precedente *impairment test* (ad esempio al  
207 31.12.2019 l'*impairment test* è stato compiuto sulla base della stima del valore d'uso basato su un piano  
208 aziendale pluriennale, che ora nel contesto post Covid non è più attuale, ma l'entità non dispone ancora di  
209 un nuovo piano). E' molto probabile che in questi casi si debba aggiornare la procedura di *impairment*. Il  
210 Consiglio di Amministrazione deve essere consapevole delle limitazioni informative e delle modalità ritenute  
211 necessarie per superare le suddette disposizioni con cui è rispettato il disposto dello IAS 36, nel nuovo  
212 contesto. In questo senso è opportuno non solo che la procedura sia rivista alla luce dell'incertezza valutativa

213 indotta dalla crisi ma anche del perimetro di attività potenzialmente interessate all'*impairment test* (che  
214 presumibilmente non riguarda solo l'avviamento e le altre attività intangibili a vita indefinita, ma anche le  
215 singole attività immobilizzate, i crediti, le CGU cui non è allocato avviamento). La procedura di *impairment*  
216 non deve imitarsi a riprodurre il dettato del principio, ma deve illustrare l'architettura dell'impianto  
217 valutativo più adatto al nuovo contesto, considerati gli specifici fatti e circostanze.

218 LG13. Nei casi di stima del *fair value* sulla base dell'*income approach* o del *cost approach* occorre considerare  
219 il rischio per la mancanza di liquidità che interessa molte attività prive di mercato attivo, in un contesto di  
220 crisi.

221 LG14. La stima del valore recuperabile delle attività diverse dall'avviamento, fatto salvo quanto previsto dallo  
222 IAS 36 paragrafo 66 e 67, deve precedere la stima del valore recuperabile dell'avviamento. Ciò comporta che  
223 errori di stima del valore recuperabile delle attività si traducano in errori di stima del valore recuperabile  
224 dell'avviamento, in quanto il valore recuperabile delle attività diverse dall'avviamento che registrano  
225 *impairment loss* concorre a formare il *carrying amount* della/e CGU cui è allocato l'avviamento. L'errore ha  
226 conseguenze contabili rilevanti, in quanto le eventuali riprese di valore delle attività comportano una  
227 rivalutazione dell'attività (nei limiti del valore di iscrizione originario) mentre è fatto divieto di registrare le  
228 eventuali riprese di valore dell'avviamento.

229 LG15. L'esperienza di crisi precedenti sperimentate dal nostro paese permette di identificare quattro fasi  
230 nella reazione delle imprese alla crisi:

- 231 a) la fase conoscitiva e di analisi;
- 232 b) la fase di emergenza;
- 233 c) la fase di cambiamento strategico;
- 234 d) la fase di attuazione del cambiamento.

235 A causa della manifestazione ancora molto recente della crisi è presumibile che la maggior parte delle  
236 imprese sia ancora concentrata sulle fasi conoscitiva e di analisi e di gestione dell'emergenza. Ciò comporta  
237 che molte imprese non si trovino ancora in condizioni di produrre un piano strategico ai fini di *impairment*  
238 *test* a giugno 2020. Quando la stima del valore d'uso è svolta in assenza di un piano aggiornato formalmente  
239 approvato dal Consiglio di Amministrazione ma in presenza di previsioni formulate dagli amministratori, è  
240 necessaria particolare attenzione da parte dell'esperto sulla ragionevolezza delle assunzioni di base delle  
241 previsioni formulate dagli amministratori. In particolare l'esperto può valutare l'opportunità di compiere  
242 analisi multiscenario.

243 LG16. La ragionevolezza dei risultati dell'*impairment test* trae origine principalmente dalla bontà dell'analisi  
244 fondamentale a supporto del test. L'assenza di validi riferimenti di mercato (in termini di multipli di  
245 transazioni comparabili o di società quotate comparabili) favorirà il ricorso al valore d'uso ai fini della stima  
246 dell'*impairment test*.

247 LG17 L'analisi fondamentale deve essere in grado di rappresentare tre diversi situazioni d'impresa:

- 248 a) l'impresa *as is* (che rappresenta in termini di performance, la situazione corrente dell'impresa a  
249 seguito della crisi);
- 250 b) l'impresa inerziale (che riflette la situazione attesa dell'impresa in termini di performance in assenza  
251 di azioni correttive e/o di rimedi e quindi esprime la vulnerabilità dell'impresa all'acuirsi della crisi o  
252 all'estendersi dei tempi di manifestazione della crisi);
- 253 c) l'impresa "*to be*" (che rappresenta la situazione futura dell'impresa a seguito delle azioni correttive  
254 e/o di rimedi).

255 LG18. L'esposizione dell'impresa alla crisi (impresa *as is* ) è principalmente funzione del settore di  
256 appartenenza, del posizionamento competitivo, della struttura dei costi e del *leverage*. La vulnerabilità

257 (impresa inerziale) è principalmente funzione dell'evoluzione della crisi (andamento del PIL a V a W a U a L  
258 ?), della sostenibilità economica e finanziaria della crisi da parte dell'impresa. La resilienza è funzione  
259 dell'evoluzione attesa dello scenario competitivo e delle condizioni necessarie affinché l'impresa possa  
260 mantenere il proprio vantaggio competitivo in termini di investimenti.

261 LG19. I tassi di sconto impliciti, in quanto stimati sulla base dei prezzi registrati dai titoli nei mercati borsistici  
262 e delle previsioni economico-finanziarie attese dagli analisti per gli stessi titoli (il c.d. *consensus* degli analisti  
263 sulle previsioni) possono fornire segnali inaffidabili, in quanto risentono della limitata liquidità del mercato e  
264 del ritardo di aggiornamento delle previsioni degli analisti.

265 LG20 Se si adottano, ai fini di *impairment, business plan* che tengono conto del fenomeno della pandemia,  
266 gli effetti del fenomeno Covid19 possono essere già correttamente riflessi nelle previsioni dei flussi di cassa  
267 e come tali non richiedono necessariamente aggiustamenti in aumento nei tassi di sconto. Eventuali effetti  
268 duraturi e persistenti sulla capacità di generare cash flow dell'azienda oggetto di analisi, dovrebbero essere  
269 più agevolmente riflessi nel cash flow normalizzato e nel tasso di crescita di lungo periodo (*growth rate*)  
270 adottati nella stima del valore terminale, anziché nel tasso di sconto. Non sempre è tuttavia possibile  
271 correggere i flussi di cassa per incorporare tutti gli effetti della pandemia; in questi casi è necessario  
272 considerare nel tasso di sconto un premio per il rischio relativo ad elementi non considerati nei flussi.

273 LG21. La stima del beta e dell'ERP risente dei fattori contingenti già citati per la stima dei tassi impliciti e  
274 come tale può essere caratterizzato da un limitato livello di affidabilità; al fine di mitigare tali effetti può  
275 essere consigliabile fare riferimento a stime di più lungo termine (ad esempio oltre i 24 mesi per i beta e serie  
276 storiche o *consensus* per gli ERP).

277 LG 22. Con riferimento al rischio paese esso può essere adeguatamente riflesso nel *risk free rate* (approccio  
278 *unconditional*) o nell'ERP (approccio *conditional*) e/o nella stima del beta (calcolato verso indici di mercato  
279 sovranazionali o nazionali). Occorre evitare implicite duplicazioni del rischio paese (e.g. ERP che  
280 implicitamente già riflettono il rischio paese ed il contemporaneo aggiustamento del tasso *risk free* o l'utilizzo  
281 di beta calcolati rispetto a rendimenti medi di mercato di aree ad economia solida).

282 LG23. Il fenomeno del Covid19 è un fenomeno straordinario che può determinare effetti sistematici di diversa  
283 entità sui diversi settori. In quanto tali, ove persistenti, tali effetti dovrebbero già essere riflessi nei principali  
284 parametri (rf, beta, ERP, cod) presi a riferimento per la stima del costo del capitale. Non appare opportuno  
285 pertanto prevedere l'utilizzo di coefficienti alfa per riflettere gli effetti del fenomeno Covid.

286 LG24. Le valutazioni fondate sui flussi di risultato attesi si basano di norma su proiezioni realizzate all'interno  
287 delle imprese (budget e piani industriali). Tali proiezioni riflettono lo scenario assunto dal management che,  
288 in condizioni ideali, dovrebbe esprimere le aspettative di risultati medio attesi e più probabili (*unconditional*).  
289 Se ciò non si verifica, ad esempio nel caso di piani aziendali che si qualificano "aggressivi" in rapporto a  
290 indicazioni di mercato (*conditional*), può rendersi necessaria la rettifica del tasso base di attualizzazione in  
291 funzione del rischio di esecuzione del piano.

292 LG25. Poiché la pandemia costituisce un fenomeno con effetti immediati e possibili effetti differiti,  
293 fortemente variabili da settore a settore, l'analisi multiscenario può costituire un valido approccio per  
294 rappresentare al mercato gli effetti economici di breve e lungo termine della crisi. In presenza di correlazione  
295 tra i principali *value driver*, ai fini valutativi, può essere utilizzata anche la simulazione multivariata (ad  
296 esempio il cosiddetto metodo Montecarlo).

297 LG26. Poiché gli effetti della pandemia possono ritenersi transitori e non permanenti è consigliabile catturare  
298 gli effetti sul fronte dei flussi di risultato anziché tramite un incremento nel tasso di sconto.

299

300 LG27. Tendenzialmente bisognerebbe evitare l'uso di multipli in condizioni di crisi, vuoi per l'assenza di  
301 transazioni, vuoi per i richiamati effetti di ritardo nell'aggiornamento delle stime dei risultati di società  
302 quotate da parte degli analisti. In alcuni casi, tuttavia, non si può evitare il ricorso a multipli. I questi casi è  
303 necessario far uso di multipli calibrati, con la esplicitazione delle logiche di calibrazione adottate.

304 LG28. La verifica di ragionevolezza dei risultati dell'*impairment test* richiede una riconciliazione dei risultati  
305 con la capitalizzazione di borsa, nella consapevolezza che in situazione di crisi, gli elementi che possono  
306 spiegare le differenze sono destinati ad accentuarsi. Fra gli elementi di maggiore rilevanza si ricordano:

- 307 a) asimmetria informativa fra mercato e società;
- 308 b) differenti orizzonti temporali di riferimento presi in considerazione dal mercato rispetto alla società;
- 309 c) applicazione di premi e di sconti;
- 310 d) differenti valori attribuiti ad alcune voci contabili (ad esempio valore nominale dei debiti vs. valore  
311 contabile);
- 312 e) effetti della crisi sulla *governance* (contendibilità, bisogni di futuri Aucap, ecc.);
- 313 f) considerazioni sulla liquidità dei titoli;
- 314 g) effetti di operazioni straordinarie (OPA in corso, Aucap in corso, ecc.)

315 LG29. Nell'*impairment* delle attività immateriali a vita utile indefinita, se gli eventi recenti ne hanno  
316 modificato le modalità o il grado di utilizzo, l'esperto deve verificare, se rispetto all'ultimo *impairment test* in  
317 cui è stato utilizzato il valore d'uso o il *fair value* con l'approccio dei flussi di risultato, si sono modificate le  
318 ipotesi sottostanti all'orizzonte temporale, ai benefici futuri e alle spese di mantenimento. Quando  
319 l'intangibile viene "declassato" a vita utile definita (IAS 38-109, PIV III 5.7), deve essere sottoposto a  
320 *impairment test*, contabilizzando ogni eccedenza del valore contabile rispetto al valore recuperabile quale  
321 perdita di valore (IAS 38-110).

322 Tuttavia, nel caso di *know-how* o altre attività immateriali di natura intellettuale, se la riduzione degli  
323 investimenti è generalizzata al settore di appartenenza e anche i concorrenti hanno annunciato rinvii e/o  
324 tagli negli investimenti in ricerca e sviluppo, l'esperto può considerare che l'obsolescenza del bene  
325 immateriale oggetto di *impairment* sia attenuata e, conseguentemente, neutralizzare l'effetto di minori flussi  
326 derivanti dall'uso del bene con quelli derivanti dal rallentamento del progresso tecnologico di contesto.

327 Quando il valore recuperabile di un bene immateriale a vita indefinita è determinato con approcci che  
328 prevedono la definizione di un criterio di allocazione di una quota dei flussi di risultati attesi sulla specifica  
329 attività, come avviene tipicamente nella metodica reddituale o con la metodica di mercato con impiego dei  
330 tassi royalty (PIV III 5-5), l'incertezza complessiva cresce perché, oltre alle ipotesi sui flussi attesi e sul tasso  
331 di attualizzazione, si aggiunge la convenzionalità di scelta del criterio di allocazione dei flussi. Per i beni  
332 immateriali a vita definita questo rischio è compensato dalla possibilità di ridurre la vita economica, mentre  
333 per i beni a vita indefinita la compensazione può essere effettuata attraverso una maggiorazione del tasso.

334 LG 30. In condizioni di crisi, possono manifestarsi presunzioni di *impairment test* anche per gli impianti e  
335 macchinari che, non generando autonomi flussi finanziari, sono allocati alle CGU. Se emergono problemi gravi  
336 sull'*action plan*, l'esperto dovrà procedere a modificare il piano di ammortamento dei beni e/o rilevare le  
337 perdite di valore. Nel caso di non tenuta del business model (es. produzione internalizzata) le  
338 immobilizzazioni saranno stimate a valore di dismissione, con imputazione delle differenze di valore a conto  
339 economico. Nel caso in cui non si disponga di previsioni a livello di CGU o di singole attività è possibile  
340 avvalersi di soluzioni semplificate ai sensi dello IAS 36.23.

341

## 342 ALLEGATO: IL RAZIONALE SOTTOSTANTE ALLE LINEE GUIDA (BASIS FOR 343 CONCLUSION)

### 344 Introduzione

345 La stima di valore recuperabile ai fini IAS/IFRS richiede competenze specialistiche adeguate sia nel campo  
346 della valutazione (di azienda e di attività intangibili e di attività materiali), sia contabili. Ai sensi dei PIV  
347 l'esperto non dovrebbe accettare un incarico valutativo per il quale non disponga delle necessarie  
348 competenze<sup>1</sup>. Per questo motivo il presente documento si rivolge ad un pubblico di esperti e si limita ad  
349 affrontare le problematiche di impostazione del *test* di *impairment* senza entrare nel dettaglio delle tecniche.  
350 A solo titolo di esempio, il documento non spiega come debba essere svolta un'analisi Montecarlo o un'analisi  
351 di regressione per la stima del rating sintetico di un emittente, sulla base del presupposto che si tratti di  
352 nozioni di base già a conoscenza dell'esperto con competenze specialistiche adeguate. Il documento si  
353 sofferma invece sugli elementi di impostazione delle analisi.

354 La finalità di questo Documento consiste nel contribuire a ridurre la disparità di soluzioni adottate dagli  
355 esperti per far fronte alla incertezza indotta dalla crisi, favorendo la convergenza verso soluzioni condivise.  
356 Ciò accresce l'affidabilità delle valutazioni da parte degli utilizzatori finali delle valutazioni (rappresentati nel  
357 caso delle valutazioni a fini di *impairment test* dagli investitori). Sotto il profilo teorico una valutazione è  
358 affidabile quando affidandola a due esperti, che seguano gli stessi principi di valutazione e dispongano del  
359 medesimo *body of knowledge*, giunge a valori non troppo discosti fra loro. Il Documento può costituire un  
360 utile *benchmark* anche per amministratori, sindaci, manager delle società che devono affrontare  
361 l'*impairment test*.

362 In un contesto di incertezza valutativa assumono particolare rilievo alcuni principi chiave:

- 363 1) la valutazione è un giudizio (professionale) dell'esperto e non il risultato dell'applicazione di formule  
364 matematiche. In un contesto di incertezza l'esperto deve evitare, da un lato, di trasferire una falsa  
365 percezione di precisione del risultato ottenuto, e dall'altro, di fornire *range* di risultati  
366 eccessivamente dispersi, lasciando agli amministratori privi di un riferimento valido per la  
367 determinazione del valore recuperabile;
- 368 2) la valutazione non deve far uso di *disclaimer* finalizzati a giustificare un processo valutativo  
369 inadeguato alla complessità del contesto. Tutte le evidenze disponibili, positive e negative,  
370 andrebbero considerate. Per questa ragione è importante che l'esperto dichiari se sta effettuando  
371 (ai sensi dei PIV) una valutazione piena o un parere valutativo ed in quest'ultimo caso deve chiarire  
372 quali siano le limitazioni nella base informativa raccolta. L'esperto non deve accettare un incarico  
373 che si configuri come un mero calcolo valutativo;
- 374 3) in un periodo di crisi (e quindi di manifestazione di eventi che incidono negativamente sull'economia)  
375 *impairment loss* inattese possono avere effetti rilevanti sulla *governance* d'impresa (ad esempio  
376 perché generano esigenze di ricapitalizzazione che l'attuale soggetto di controllo non è in grado di  
377 garantire), sul giudizio sull'operato del management (ad esempio perché possono condurre ad una  
378 sostituzione del management), sul merito del credito (ad esempio perché fanno emergere un  
379 eccessivo indebitamento contabile, misurato da debito finanziario/Patrimonio netto), sulla  
380 quotazione del titolo (in quanto è indice di flussi prospettici di risultato ridotti), sulla disponibilità di

---

<sup>11</sup> Nel commento al PIV II.1.1. è riportato: "La competenza tecnica e professionale riguarda tre principali profili:

1) La capacità di identificare appropriatamente il problema valutativo;

2) La conoscenza e l'esperienza per svolgere l'incarico in forma competente;

3) La conoscenza delle leggi o dei regolamenti o dei principi contabili che si applicano nella specifica valutazione.

Quando l'esperto non è in grado di garantire che tutti e tre i profili siano rispettati non deve accettare l'incarico".

381 finanziamenti (in quanto può comportare il *breach* di alcuni *covenants*), ecc. L'esperto deve essere  
382 consapevole delle conseguenze che la registrazione di *impairment loss* potrebbe generare in capo  
383 all'entità ed il conseguente *management bias* volto:

- 384 • ad evitarle. Con la conseguente propensione del management ad esaltare i fattori positivi  
385 a spese di fattori negativi o viceversa.
- 386 • ad accrescerle. Quando il management si convince di non poter evitare le *impairment*  
387 *loss* può essere indotto ad accrescerne la misura, così da limitare il rischio di *impairment*  
388 *loss* negli esercizi successivi.

389 4) l'esperto deve assumere un atteggiamento professionalmente critico nei confronti dell'informazione  
390 fornita dal management, senza tuttavia coltivare la presunzione che si tratti di informazione distorta.  
391 Ciò comporta l'esigenza di richiedere adeguati riscontri a supporto delle variabili chiave. Dal  
392 processo valutativo deve emergere come l'esperto ha "sfidato" l'informazione di fonte manageriale  
393 e quale grado di affidabilità e ragionevolezza attribuisce a tale informazione;

394 5) le valutazioni a fini di *impairment* debbono fondarsi in un contesto di crisi su una base informativa il  
395 più possibile completa. E' opportuno che l'esperto si faccia rilasciare dal management una  
396 *representation letter* nella quale è dichiarato che nessuna informazione rilevante fra quelle fornite  
397 all'esperto è stata omessa;

398 6) le valutazioni in un contesto di incertezza valutativa richiedono all'esperto un impegno ed uno sforzo  
399 maggiore in termini di estensione dell'analisi e di livello di documentazione rispetto alle valutazioni  
400 in contesti ordinari, impegno subordinato al rispetto di un principio di proporzionalità (minore era la  
401 differenza fra valore recuperabile e valore contabile pre-crisi, maggiore è lo sforzo richiesto);

402 7) l'esperto è chiamato ad uno sforzo maggiore anche in fase di verifica della ragionevolezza delle stime  
403 ottenute, tenuto conto degli specifici fatti e circostanze che possono limitare tali verifiche, quali:  
404 asimmetria di informazione fra impresa e mercato, inadeguata copertura da parte di analisti  
405 finanziari, ecc.;

406 8) le valutazioni a fini di *impairment* debbono fondarsi su piani finanziari sostenibili. Benché le  
407 valutazioni a fini di *impairment test* siano *asset side* (fondate sui flussi di cassa *unlevered*) ed il  
408 principio contabile (IAS 36) richieda di prescindere nella stima del costo del capitale dalla specifica  
409 modalità con cui si è finanziata l'attività o la CGU o l'entità, ciò non significa che si possa utilizzare  
410 per la stima del valore d'uso un piano che non sia finanziariamente sostenibile dalla specifica entità  
411 che possiede l'attività (o la CGU);

412 9) stabilire che il valore recuperabile di un'attività o di una CGU o dell'entità nel suo complesso è  
413 superiore al suo valore contabile, in un contesto di elevata incertezza, equivale ad affermare che è  
414 più probabile che no che il valore recuperabile sia superiore al valore contabile. L'esperto dovrebbe  
415 chiarire questo concetto nella sua relazione evitando di creare una errata percezione di precisione  
416 nella stima;

417 10) la responsabilità del risultato del *test* di *impairment* ricade sugli amministratori della società. Per  
418 queste ragioni la valutazione deve illustrare adeguatamente in forma chiara ad amministratori non  
419 esperti le cause dell'incertezza valutativa, gli effetti sull'impianto valutativo ed i rimedi adottati per  
420 ridurre tale incertezza, dati gli specifici fatti e circostanze. E' importante che l'esperto dia piena  
421 *disclosure*:

- 422 • del mandato ricevuto e dei contenuti del proprio incarico (indicando ad esempio se l'incarico  
423 ha riguardato anche la definizione delle CGU o meno, la stima del valore contabile coerente  
424 con la stima di valore recuperabile dell'attività o del gruppo di attività, ecc.);
- 425 • della procedura di *impairment* adottata dall'entità ed i gradi di libertà che tale procedura ha  
426 lasciato all'esperto;
- 427 • della/e configurazione/i di valore stimate (valore d'uso e/o *fair value*);

- 428 • delle soluzioni adottate per minimizzare i possibili effetti di *management bias* relativamente  
429 alle informazioni ricevute;
- 430 • delle motivazioni a supporto del processo valutativo seguito e della c.d. architettura  
431 dell'impianto valutativo, con indicazione del perché non è stato adottato un diverso  
432 processo;
- 433 • delle informazioni disponibili, dei relativi limiti e delle modalità con cui è stato assolto il  
434 dettato dello IAS 36.33 lettera a) secondo cui maggior peso deve essere attribuito  
435 all'informazione di fonte esterna;
- 436 • delle criticità incontrate e delle scelte compiute per affrontarle;
- 437 11) incertezza valutativa ed errore di misurazione sono due concetti fra loro indipendenti, tuttavia in un  
438 contesto di maggiore incertezza valutativa è più facile incorrere in errori di valutazione. Gli errori più  
439 frequenti consistono nel trascurare fatti e circostanze i cui effetti andrebbero considerati o nel  
440 considerare due volte (*double counting*) gli effetti riconducibili agli stessi fatti e circostanze. Un  
441 esempio di errore del primo tipo è rappresentato dal non considerare nella stima del valore d'uso di  
442 un bene intangibile il premio da sommare al wacc nella stima del tasso di sconto quando in sede di  
443 PPA lo stesso bene fu valutato sulla base di un tasso superiore al wacc; un esempio di errore del  
444 secondo tipo è rappresentato dal considerare lo stesso rischio contemporaneamente riducendo i  
445 flussi di risultato prospettici ed aumentando il saggio di sconto. Oltre ad errori riconducibili a scelte  
446 tecnicamente errate, si possono annoverare errori di stima dovuti a: incompletezza della base  
447 informativa, indeterminatezza dell'incarico affidato all'esperto, assenza di verifiche di  
448 ragionevolezza;
- 449 12) l'incertezza di scenario può comportare che l'impresa non abbia ancora aggiornato il piano formulato  
450 in un contesto ante crisi, o si sia limitata ad aggiornare il budget dell'anno in corso o non abbia  
451 formulato previsioni *tout court* per l'incertezza di scenario. In questi casi l'esperto quando debba  
452 stimare il valore d'uso o il *fair value* sulla base dell'*income approach* deve esplicitare come è stata  
453 prodotta dal management l'informazione prospettica fornita ai fini di *impairment test* e valutarne la  
454 ragionevolezza ed affidabilità;
- 455 13) l'esperto deve riporre particolare attenzione sulle azioni che l'impresa intende attivare per reagire  
456 alla crisi. Come il management intende rispondere alla crisi e quali iniziative stia programmando  
457 rappresentano gli elementi da cui dipende lo sviluppo non inerziale delle performance d'impresa. Lo  
458 IAS 36.44 richiede che la stima del valore d'uso abbia a riferimento le condizioni correnti dell'impresa  
459 e quindi esclude gli effetti di future ristrutturazioni. Lo IAS 37.70 esplicita alcuni esempi di future  
460 ristrutturazioni :
- 461 a) *sale or termination of a line of business,*  
462 b) *the closure of business locations in a country or region or the relocation of*  
463 *business activities from one country or region to another;*  
464 c) *changes in management structure, for example, eliminating a layer of*  
465 *management; and;*  
466 d) *fundamental reorganizations that have a material effect on the nature and*  
467 *focus of the entity's operations;*
- 468 Occorre valutare se le azioni in risposta allo scenario della crisi ricadono in questa categoria; ovvero  
469 se sono adattamenti dell'impresa al nuovo ambiente post Covid (il c.d. "*new normal*") e se le azioni  
470 siano unilateralmente prese dall'impresa (vale a dire sotto il suo controllo), se tali condizioni sono  
471 soddisfatte possono essere considerate nella stima del valore d'uso;
- 472 14) nel caso in cui anche altre attività (o gruppi di attività), oltre all'avviamento, debbano essere  
473 assoggettati ad *impairment test*, la verifica di recuperabilità di queste attività diverse dall'avviamento  
474 deve precedere l'*impairment test* dell'avviamento;

- 475 15) quando si stima il *fair value (exit price)* di un'attività occorre considerare che per molte attività le  
476 transazioni sul mercato si sono ridotte significativamente e/o addirittura non vi sono state  
477 transazioni nella fase post Covid o le poche transazioni realizzate hanno riguardato soggetti costretti  
478 a vendere (e quindi i prezzi fatti non esprimono prezzi fattibili). L'esperto deve motivare come ha  
479 considerato l'illiquidità del mercato (della specifica attività) ai fini della stima del *fair value*. Ancora  
480 maggiore cautela deve essere riservata a quelle attività che (anche in condizioni ordinarie)  
481 potrebbero essere cedute solo in un ipotetico mercato;
- 482 16) in condizioni di crisi, le differenze fra valore d'uso e *fair value* possono ampliarsi significativamente,  
483 così come le differenze fra i valori d'uso ed i *fair value* (valori convenzionali) e le evidenze esetrene  
484 di mercato. E' importante infatti considerare che il *fair value* presuppone una ipotetica transazione  
485 di mercato mentre il valore d'uso non la prevede e che il valore d'uso ed il *fair value* sono assoggettati  
486 a limitazioni nella loro stima di cui le evidenze esterne invece non risentono;
- 487 17) ai fini della stima del valore d'uso, occorre riporre particolare attenzione nella stima del valore  
488 terminale. Potrebbe non essere appropriato proiettare in perpetuo il flusso di risultato dell'ultimo  
489 anno di piano montato al saggio di crescita di lungo termine. L'esperto deve esplicitare gli elementi  
490 di cui si ha tenuto conto ai fini della normalizzazione dei flussi di risultato. Ciò assume particolare  
491 rilievo quando l'entità non ha raggiunto una condizione stabilizzata alla fine del periodo di previsione  
492 esplicita, perché ad esempio l'entità si è limitata alla formulazione del piano con un orizzonte di tre  
493 anni, mentre il ristabilimento di condizioni normali ne richiederebbe almeno cinque o perché  
494 l'impresa pur effettuando previsioni a cinque anni non vede nel quinquennio i risultati ancora  
495 normalizzati;
- 496 18) quando lo scenario di crisi induce l'impresa a formulare un piano che prevede interventi di  
497 ristrutturazione futuri, gli oneri ed i costi di tali benefici debbono essere sterilizzati dai flussi di piano  
498 ai sensi dello IAS 36. Tuttavia vi possono essere taluni particolari casi – specie nei settori più colpiti  
499 dalla crisi – dove gli interventi di ristrutturazione sono destinati ad adattare il business alle nuove  
500 condizioni di scenario cosicché a fine piano, in sede di stima del valore terminale, non sarebbe  
501 possibile sterilizzare gli effetti di tali interventi, per la semplice ragione che ciò equivarrebbe a  
502 proiettare condizioni insostenibili d'impresa. Ogni forma di adattamento dell'impresa al nuovo  
503 contesto anche quando richiede interventi e modifiche importanti, non costituisce necessariamente  
504 una ristrutturazione fondamentale nello spirito del principio IAS 37.

505 Questi principi vanno declinati nel rispetto degli 11 principi che dovrebbero presidiare la stime ai fini di  
506 *impairment test* in condizioni ordinarie già evidenziate nel Documento OIV emesso unitamente a  
507 Nedcommunity intitolato “*Impairment test ai sensi dello IAS 36. Linee Guida per gli organi di*  
508 *Amministrazione e di Controllo, il management e l'esperto di valutazione (interno o esterno)*” del 22 gennaio  
509 2019 e qui di seguito riprodotte:

510 “1. principio di scalabilità. Le valutazioni a fini di *impairment test* possono presentare profili di criticità molto  
511 diversi fra loro. È condiviso il principio secondo cui il livello di approfondimento, di supporto e di  
512 documentazione dell'*impairment test* debbano essere graduati in relazione alla criticità del test nello specifico  
513 contesto. Per una società caratterizzata da un peso trascurabile delle attività soggette ad *impairment*, per le  
514 quali esistono evidenze esterne di valore recuperabile significativamente superiore al valore di carico in  
515 bilancio, l'*impairment test* presenta un grado di criticità molto contenuto e, quindi, anche il processo di  
516 *impairment* può risultare semplificato, nel senso di richiedere un minore grado di analiticità e di attenzione,  
517 rispetto al caso di una società per la quale il peso delle attività assoggettate ad *impairment* è rilevante e  
518 sussistono invece segnali esterni o interni di presunzione di *impairment*;

519 2. principio di separazione dei giudizi dalle stime. Lo IAS 1 “*Presentation of Financial Statements*” fa obbligo  
520 in sede di disclosure delle politiche contabili di dare evidenza separata dei giudizi e delle stime, sulla base della  
521 consapevolezza che le stime non sono il semplice risultato di formule e di modelli, ma sono funzione di come

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

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

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

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

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

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

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

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

565 10. principio della adozione di principi di valutazione generalmente accettati. La recente sentenza della Corte  
566 di Cassazione Sezioni Unite Penali in tema di falso valutativo<sup>2</sup> fa riferimento a principi di valutazione  
567 generalmente accettati, dai quali non ci si dovrebbe discostare in modo consapevole. Ciò presuppone che le  
568 valutazioni a fini di impairment test non si limitino a rispettare il dettato dei principi contabili (i quali come è  
569 ben noto sono principle based e lasciano, dunque, ampi spazi di soggettività in sede valutativa), ma adottino  
570 esplicitamente anche dei principi di valutazione (così da garantire un allineamento delle stime a standard  
571 condivisi). I principi di valutazione di riferimento possono essere sia gli IVS (International Valuation Standards)  
572 2020 sia i PIV (Principi Italiani di Valutazione) 2015, in quanto i due sistemi di principi adottano il medesimo  
573 schema concettuale (conceptual framework) di riferimento;

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

582

---

<sup>2</sup> Sentenza della Corte di Cassazione, Sez. Un. Penali, del 31 marzo 2016 (dep. 27 maggio 2016), n. 22474,  
<https://www.penalecontemporaneo.it/d/4780-depositata-la-sentenza-delle-sezioni-unite-sulle-false-comunicazionisociali>.

## 583 Parte prima: Gli elementi di contesto

### 584 585 1. Le indicazioni dei *regulators* (CONSOB, ESMA, SEC e IOSCO)

586 Le Autorità di controllo dei mercati finanziari (ed in particolare SEC, ESMA, IOSCO e Consob) – di seguito  
587 anche i *regulators* – hanno emesso note finalizzate ad evitare che gli emittenti di strumenti finanziari  
588 negoziati in mercati regolamentati riducano l'informazione fornita al mercato proprio a causa dell'incertezza  
589 della crisi. Ciò sulla base del principio che informazione tempestiva, robusta e completa sia essenziale al  
590 funzionamento dei mercati finanziari.

591 Tutte le note richiamano le peculiarità del contesto da Covid 19, riconducibili principalmente alle difficoltà di  
592 prevedere con precisione gli effetti della crisi sul settore e sulla specifica società, per la maggior parte dovute  
593 a cause al di fuori del controllo dell'impresa stessa. Tuttavia le note muovono dalla comune convinzione che  
594 tutte le imprese abbiano dovuto necessariamente interrogarsi sulle possibili conseguenze della crisi e sulle  
595 modalità di risposta e/o di rimedio. Da questa analisi le entità dovrebbero aver identificato le sfide da  
596 affrontare su diversi fronti: dalla produzione, alla commercializzazione, dal *procurement*, alla ricerca sviluppo,  
597 dagli investimenti alla finanza ed alla fiscalità. In questo senso i *regulators* incoraggiano gli emittenti a non  
598 limitarsi a fornire informazione generica, ma specifica (il più possibile riguardante l'impresa, il settore ed il  
599 business) relativamente alle sfide ritenute più rilevanti ed alle relative condizioni operative. Si tratta di  
600 informazione non necessariamente prospettica ma comunque orientata a mantenere l'investitore informato  
601 relativamente all'evoluzione degli effetti della pandemia e dei provvedimenti adottati dai *policy maker* per  
602 contrastarla.

603 Con specifico riguardo alle *disclosure* nella nota della Consob (Richiamo di attenzione n. 6/20 del 9-4-2020) è  
604 richiamata *"l'attenzione degli emittenti a fornire informazioni aggiornate: (i) sui rischi legati al Covid-19, che  
605 possono avere impatto sulla situazione economico-patrimoniale e finanziaria; (ii) sulle eventuali misure  
606 intraprese o pianificate per mitigare detti rischi nonché (iii) un'indicazione di natura quantitativa e/o  
607 quantitativa dei potenziali impatti che sono stati considerati per la stima dell'andamento futuro della  
608 società"*.

609 La nota dell'ESMA (*Public statement – Implications of the COVID-19 outbreak on the half-yearly financial  
610 reports*) con specifico riferimento alla *disclosure* relativa all'*impairment test* fa richiamo allo IAS 1 (paragrafi  
611 122 e 125) ed allo IAS 36 (paragrafi 134d e 134 f), infatti:

612 *"ESMA reminds issuers of the importance of updating the disclosures relating to the significant judgements  
613 and assumptions underlying these assessments and the sensitivity analyses (e.g. by expanding the range of  
614 reasonably possible changes of key assumptions), as required by paragraphs 122 and 125 of IAS 1 and  
615 paragraphs 134(d) and 134(f) of IAS 36, as ESMA expects this update to be significant to an understanding of  
616 the changes in an entity's financial position or performance since the last annual reporting period."*

617 Per memoria è opportuno richiamare i paragrafi IAS/IFRS citati da ESMA:

618 IAS 1.122. *"An entity shall disclose, along with its significant accounting policies or other notes, the judgments,  
619 apart from those involving estimations (see paragraph 125), that management has made in the process of  
620 applying the entity's accounting policies and that have the most significant effect on the amounts recognised  
621 in the financial statements."*

622 IAS1.125 *"An entity shall disclose information about the assumptions it makes about the future, and other  
623 major sources of estimation uncertainty at the end of the reporting period, that have a significant risk of  
624 resulting in a material adjustment to the carrying amounts of assets and liabilities within the next financial  
625 year. In respect of those assets and liabilities, the notes shall include details of:*

- 626 (a) *their nature, and*  
627 (b) *their carrying amount at the end of the reporting period”*

628 IAS 36. 134d. *“(An entity shall disclose) if the unit’s (group of units) recoverable amount is based on value in*  
629 *use:*

- 630 (i) *each key assumption on which management has based its cash flow projections for the period*  
631 *covered by the most recent budgets/forecasts. Key assumptions are those to which the unit’s*  
632 *(group of units) recoverable amount is most sensitive;*  
633 (ii) *a description of managements’ approach to determining the value(s) assigned to each key*  
634 *assumption, whether those value(s) reflect past experience or, if appropriate, are consistent with*  
635 *external sources of information, and, if not, how and why they differ from the past experience or*  
636 *external sources of information;*  
637 (iii) *the periodic over which management has projected cash flows based on financial*  
638 *budgets/forecasts approved by management and, when a period greater than five years is used*  
639 *for a cash generating unit (group of units), an explanation of why that longer period is justified;*  
640 (iv) *the growth rate used to extrapolate cash flow projections beyond the period covered by the most*  
641 *recent budget/forecast, and the justification for using any growth rate that exceeds the long-*  
642 *term average growth rate for the products, industries, or country or countries in which the entity*  
643 *operates, or for the market to which the unit (group of units) is dedicated;*  
644 (v) *the discount rate(s) applied to the cash flow projections”.*

645 IAS 36.134 f *“(An entity shall disclose) “if a reasonably possible change in a key assumption on which*  
646 *management has based its determination of the unit’s (group of units) recoverable amount:*

- 647 (i) *the amount by which the unit’s (group of units’) recoverable amount exceeds its carrying amount;*  
648 (ii) *the value assigned to the key assumption;*  
649 (iii) *the amount by which the value assigned to the key assumption must change, after incorporating*  
650 *any consequential effects of that change on the other variables used to measure recoverable*  
651 *amount, in order for the unit’s (group of units) recoverable amount to be equal to its carrying*  
652 *amount”.*

653 Sempre con specifico riguardo all’*impairment test* la nota della Consob recita: “ (...) *l’attuale contesto di*  
654 *incertezza può assumere rilievo per le valutazioni delle attività (c.d. impairment test) in particolare nei casi di*  
655 *utilizzo del c.d. value in use quale base per la stima del valore recuperabile. Il principio richiede infatti che le*  
656 *proiezioni dei flussi finanziari utilizzate per la determinazione del valore recuperabile devono essere basate*  
657 *sul più recente budget/piano approvato dalla direzione aziendale nonché su presupposti ragionevoli e*  
658 *dimostrabili in grado di rappresentare la migliore stima delle condizioni economiche future, attese lungo la*  
659 *durata della vita utile delle attività, dando maggior peso alle evidenze provenienti dall’esterno (IAS 36*  
660 *paragrafo 33).*

661 *In particolare considerata l’attuale situazione di incertezza, gli amministratori dovranno prestare particolare*  
662 *attenzione nl fornire informazioni dettagliate sugli assunti di base utilizzati per la proiezione dei flussi di cassa*  
663 *(IAS 36 paragrafo 134). Significativa attenzione dovrà essere prestata nello svolgimento delle analisi di*  
664 *sensitività, previste dal citato IAS 36, in merito ai potenziali impatti derivanti dall’attuale pandemia sulle*  
665 *assunzioni sottostanti le stime effettuate”*

666 La nota dell’ESMA (Public statement – *Implications of the COVID-19 outbreak on the half-yearly financial*  
667 *reports)* specificamente con riguardo all’*impairment test* recita:

668 *“ESMA reminds issuers that, in accordance with paragraphs 9 and 12 of IAS 36, they should assess whether*  
669 *there are any indications that an asset may be impaired on the basis of a set of internal and external sources*

670 of information. In making this assessment, issuers should carefully consider the effects of the COVID-19  
671 outbreak which, in ESMA's view, would most likely constitute a strong basis to conclude that one or more of  
672 the impairment indicators in IAS 36 have been triggered

673 ESMA notes that determining the recoverable amount in the current uncertain environment requires a careful  
674 assessment of the cash-flow projections over a relevant horizon. Such projections may require, especially in  
675 the current circumstances and depending on the level of risk associated with the asset being tested, the  
676 consideration of multiple scenarios. The weighting of the different scenarios needs to be calibrated on the  
677 basis of reasonable, supportable and realistic estimates and assumptions, in order to avoid the risk of overly  
678 optimistic or pessimistic biases. ESMA highlights that, according to paragraph 55 and 56 of IAS 36, the  
679 discount rates used shall reflect current market assessments of the time value of money and the risks specific  
680 to the asset being tested and exclude risks and uncertainties that were already taken into account in the  
681 projected cash-flows. ESMA notes that, in accordance with paragraph 23 of IAS 36, estimates, averages and  
682 other computational short-cuts could also be used to provide reasonable approximations of more detailed  
683 computations. However, ESMA considers that the use of such approximations should be carefully assessed  
684 taking into account the level of risk that an impairment loss may occur for the assets being tested"

685 Particolare importanza assume, nel testo dell'ESMA, il riferimento al paragrafo 23 dello IAS 36, relativo  
686 all'individuazione di soluzioni semplificate e/o approssimazioni. Il riferimento va interpretato nel senso di  
687 voler evitare agli emittenti di svolgere un esercizio di *impairment test* solo formalmente corretto, ma  
688 sostanzialmente inaffidabile semplicemente perché non si è in grado di garantire la necessaria robustezza ai  
689 dati di input. La logica sottesa all'indicazione dell'ESMA consiste nell'evitare architetture valutative  
690 complesse laddove non si disponga di una base informativa adeguata ad alimentarli, ma non nello svolgere  
691 analisi approssimate laddove la base informativa consentirebbe analisi più complesse. Non si tratta cioè di  
692 una deroga al principio del dover agire informati.

693 La nota dello IOSCO rivolge particolare attenzione alla qualità dell'informazione di bilancio relativamente ad  
694 una corretta rappresentazione degli impatti del COVID 19. Al riguardo la nota riporta un primo importante  
695 elenco, non esaustivo degli elementi da considerare: "*Factors to consider in relation to asset values, liabilities  
696 and assessments on solvency and going concern may include "business and economic factors", "industry  
697 specific factors", "government initiatives, assistance and support". Other factors are "impact on customers",  
698 "borrowers and lessees", "impact on supply chains", "exposures to foreign operations, transactions and  
699 currencies", "short-term versus long-term conditions", "duration of containment measures and business  
700 closures", "impact on short-term operating cash flows", "debt refinancing, borrowing covenants, lender  
701 forbearances and liquidity support", "modifications of debt and lease contracts", "capital raising" and  
702 "management plans in response to the crisis".*

703 IOSCO richiama anche il fatto che l'informazione rilevante è soggetta a maggiore incertezza rispetto a  
704 condizioni ordinarie e ciò comporta la responsabilità di assumere scelte in buona fede sulla base della migliore  
705 informazione disponibile, ma nella consapevolezza che tale informazione possa mutare. "*In the current  
706 environment, issuers need to make significant judgments and estimates that are subject to greater  
707 uncertainty than usual. IOSCO understands the difficulty in preparing financial statements in an evolving and  
708 uncertain environment, with potentially imperfect information that could change after financial information  
709 is made publicly available. Nevertheless, we remind issuers of their responsibility to use the best available  
710 information in making well-reasoned and supported judgements and estimates that take in account the  
711 impacts of the COVID-19 pandemic, the guidance issued by standard setters and the government relief and  
712 support measures available in each jurisdiction. For example, cash flow projections based on reasonable and  
713 supportable assumptions may require management's best estimate of the range of economic conditions that  
714 will exist over the remaining useful life of an asset. (see IAS 36 Impairment of Assets, paragraph 33 Basis for  
715 estimates of future cash flows in measuring value in use)"*

716 IOSCO richiama anche l'importanza, in un contesto di accresciuta incertezza e difficoltà valutativa, di avvalersi  
717 di competenze e capacità adeguate in amb. *"Given the greater degree of difficulty that may exist in*  
718 *determining various financial statement amounts in the current environment, it is important that issuers*  
719 *utilize appropriate skills and competencies in areas such as fair value measurement, impairment assessments.*  
720 *Issuers may wish to consider whether additional expertise is needed to assist management in fulfilling their*  
721 *responsibilities to prepare financial reports. In general, IOSCO members would not expect to object to*  
722 *reasonable and good-faith judgements. IOSCO observes that it is the issuer's responsibility to develop*  
723 *reasonable good-faith judgements".*

724 Con specifico riguardo alla trasparenza dell'informazione contabile IOSCO sottolinea l'importanza di  
725 informazione specifica e chiara. *"IOSCO notes that, particularly in an environment of heightened uncertainty,*  
726 *it is important that financial reporting include disclosures that provide an adequate level of transparency and*  
727 *is entity-specific regarding uncertainties inherent in judgments and estimates. Disclosures should explain the*  
728 *material impact on specific assets, liabilities, liquidity, solvency and going concern issues as relevant and any*  
729 *significant uncertainties, assumptions, sensitivities, underlying drivers of results, strategies, risks and future*  
730 *prospects. Telling the story in a clear manner through the financial statements and management commentary*  
731 *is important to investors' information needs and confidence. Issuers should not limit disclosures to boilerplate*  
732 *discussion on COVID-19 itself, but to explain; (i) how COVID-19 impacted and/or is expected to impact the*  
733 *financial performance, financial position and cash flows of the issuer, (ii) how the strategy and targets of the*  
734 *issuers have been modified to address the effects of COVID-19 and (iii) measures taken to address and*  
735 *mitigate the impacts of the pandemic on the issuer".*

736 Particolare attenzione è dedicata all'impairment test ed all'informaione prospettica. *"Challenges that an*  
737 *issuer faces will differ from one issuer to another depending on its specific circumstances such as the*  
738 *jurisdiction and industry that it operates in, but some of the common areas that may involve significant*  
739 *judgements and estimates in light of COVID-19, and thus need greater transparency in disclosures (potentially*  
740 *including forward-looking information), are:*

741 • *Assessment of the impact of COVID-19 on the historical financial information and non-financial information,*  
742 *including future outlook, which comprise the company's current financial and operating situation, and how*  
743 *its operations and financial condition may change in the near and longer-term;*

744 • *Going concern assessments, including management's plans to mitigate the uncertainty;*

745 • *Significant judgements and estimates regarding:*

746 - *Assessment of goodwill and other nonfinancial assets for impairment*

747 - *Fair value measurements using significant unobservable inputs*

748 - *Impairment of financial assets including application of accounting for Expected Credit Loss;*<sup>4</sup>

749 • *Forward looking information may be needed in these areas to project future cash flow or earnings scenario*  
750 *analysis, an important tool in an environment of heighted uncertainty, might be relevant in projecting future*  
751 *cash flows; and*

752 • *Subsequent events".*

## 753 2. Le caratteristiche della crisi

### 754 2.1 L'impatto della pandemia Covid-19 sull'economia globale

755 Il 2 marzo 2020, l'Organizzazione per la Cooperazione e Sviluppo Economico (*Organization for Economic*  
756 *Cooperation and Develpment* o *OECD*), assumendo che le conseguenze derivanti dalla diffusione del virus  
757 avrebbero avuto effetto solo nel primo trimestre del 2020, aveva previsto una riduzione dello 0,5% nelle

758 prospettive di crescita dell'economia globale per l'anno 2020, con una percentuale di crescita reale del PIL  
759 globale stimata non più al 2,9% ma al 2,4%.

760 L'11 marzo 2020 la Organizzazione Mondiale della Sanità dichiarava lo stato di Pandemia Globale a seguito  
761 della diffusione del virus Covid- 19.

762 Il 14 aprile 2020, il Fondo Monetario Internazionale ha definito lo stato dell'economia globale come "*Great*  
763 *Lockdown*". Il Fondo Monetario Internazionale prevede una contrazione dell'economia globale del 3% nel  
764 2020 e del 5,8% nel 2021. Tali prospettive sono state calcolate assumendo che la pandemia possa attenuarsi  
765 nella seconda metà del 2020 e che l'allentamento delle misure di contenimento sia tale da poter consentire  
766 una graduale ripartenza dei principali settori produttivi

767 Il Fondo Monetario Internazionale (nelle previsioni aggiornate ad aprile 2020), stima che nel 2020 l'Eurozona  
768 perderà il 7,5% e che, nello specifico, l'Italia presenterà il risultato peggiore della media Ue pari a - 9,1%  
769 (escludendo la Grecia dove è previsto -10%). La crisi avrà impatti su tutti i paesi dell'area Euro: Germania -  
770 7%, Francia -7,2%, Spagna -8%. Per gli Usa le previsioni FMI si assestano a - 5,9%.

771 Nell'ultimo report sullo stato dell'economia globale stilato dalla Banca Mondiale (giugno 2020), si stima che  
772 la pandemia possa scatenare la peggiore recessione dal 1870 con un drammatico aumento dei livelli di  
773 povertà. Gli esperti che hanno curato il documento hanno preso in considerazione la situazione economica  
774 di 183 paesi (di cui 36 appartenenti al *cluster* delle economie avanzate e 147 emergenti e in via di sviluppo)  
775 e, ad esito delle analisi effettuate, è risultato che il 90% di questi paesi subirà un calo considerevole del Pil  
776 (nella grande depressione la stessa percentuale fu dell'85%). Le previsioni della Banca Mondiale proiettano  
777 una riduzione media di circa il 5,2% del PIL globale, più del doppio rispetto a quanto avvenne a seguito della  
778 crisi finanziaria del 2008. Gli effetti della crisi economica è previsto che abbiano un maggiore impatto sulle  
779 economie avanzate (- 7% circa) piuttosto che sulle economie emergenti (- 2,5%).

780 Nel report annuale emesso in data 28 maggio 2020 dall'organizzazione mondiale del commercio (la *World*  
781 *Trade Organization* o "*WTO*"), è stato stimato una riduzione degli scambi globali delle merci per una  
782 percentuale compresa tra il 13% e il 32%. La gravità degli effetti recessivi dipenderà dal tempo necessario  
783 per tenere sotto controllo la pandemia e dalle politiche che i governi applicheranno - a livello nazionale e  
784 internazionale - per mitigarne le conseguenze economiche.

785 Sulla base di analisi effettuate dal WTO in aprile 2020<sup>(3)</sup>, la cooperazione internazionale, finalizzata a  
786 mantenere aperti i mercati globali di beni e servizi riveste, quanto mai fin ad oggi, un ruolo determinante. La  
787 capacità delle diverse economie regionali di mantenere in funzionamento le linee di approvvigionamento  
788 faciliterà l'accesso a prodotti medici, alimenti e beni di consumo. Qualora si dovesse assistere, viceversa, ad  
789 una limitazione del commercio e all'interruzione delle catene di approvvigionamento sarà sempre più difficile  
790 accelerare la produzione e gli scambi commerciali, con una conseguente svolta verso approcci protezionistici  
791 che renderanno accidentata una possibile ripresa economica globale a scapito di tutti i paesi, in modo più  
792 dannoso per quelli più poveri. La performance commerciale prospettica stimata dal WTO prevede due scenari  
793 distinti: (1) uno scenario relativamente ottimistico, con un forte calo degli scambi, seguito da una ripresa a  
794 partire dalla seconda metà del 2020 e (2) uno scenario più pessimistico con un declino iniziale più marcato e  
795 una ripresa più prolungata e incompleta.

796 Nello scenario ottimistico, la ripresa sarà abbastanza forte da avvicinare il commercio alla sua tendenza pre-  
797 pandemica, mentre lo scenario pessimistico prevede solo una ripresa parziale entro il 2021. In entrambi gli

---

<sup>3</sup> WTO, press release "*Trade set to plunge as Covid-19 pandemic upends global economy*", 8 aprile 2020.

798 scenari, nel 2020 tutte le economie regionali subiranno un calo a doppia cifra delle esportazioni e delle  
799 importazioni, ad eccezione delle "Altre regioni" (Africa, Medio Oriente e Stati indipendenti (CSI) del  
800 Commonwealth). Qualora fosse possibile porre la pandemia sotto controllo e il commercio ricominciasse ad  
801 espandersi, la maggior parte delle regioni potrebbe registrare rimbalzi a doppia cifra nel 2021 (di circa il 21%  
802 nello scenario ottimistico e il 24% nello scenario pessimistico). L'incertezza di tali previsioni, tuttavia, è molto  
803 elevata e secondo il WTO è probabile che sia per il 2020 che per il 2021 i risultati possano divergere, anche  
804 in maniera significativa, rispetto alle previsioni effettuate.

805 La BCE<sup>(4)</sup> prevede che, conseguentemente all'elevata prociclicità del commercio mondiale rispetto all'attività  
806 economica globale, nel 2020 la domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe diminuire di circa il 7, l'11 e il  
807 19 per cento a seconda di vari scenari, rispettivamente, moderato, medio e grave<sup>(5)</sup>. In un orizzonte di più  
808 lungo periodo, è probabile che il calo della domanda estera dell'area dell'euro, rispetto al livello di fine 2019,  
809 perduri sino al termine del 2022 soltanto nello scenario grave.

810 Il PIL in termini reali dell'area dell'euro dovrebbe segnare un brusco calo nel breve periodo, mentre misure  
811 di contenimento efficaci sarebbero fondamentali per garantirne la successiva solida ripresa. L'analisi di  
812 scenario utilizzata dalla BCE indica una contrazione senza precedenti dell'attività economica, con un crollo  
813 del PIL in termini reali, nel 2020, pari a circa il 5, l'8 e il 12 per cento negli scenari, rispettivamente, moderato,  
814 medio e grave. Il dato annuo nello scenario grave riflette una crescita trimestrale del PIL in termini reali che  
815 nel secondo trimestre del 2020 raggiunge il livello minimo di circa il -15 per cento, cui segue una ripresa  
816 prolungata e incompleta, con tassi di crescita trimestrali pari a circa il 6 e il 3 per cento, rispettivamente, nel  
817 terzo e quarto trimestre del 2020.

818 Con la graduale normalizzazione dell'attività economica consentita dalle misure di contenimento, nel 2021 il  
819 PIL in termini reali aumenterebbe di circa il 6, il 5 e il 4 per cento negli scenari, rispettivamente, moderato,  
820 medio e grave. L'incerta epidemiologia del virus, la diversa efficacia attesa delle misure di contenimento e il  
821 persistente danno economico ipotizzato negli scenari medio e grave continuerebbero a pesare sulla ripresa  
822 economica per l'intero orizzonte temporale. Nello scenario grave, in particolare, sino al termine del 2022 il  
823 PIL in termini reali dovrebbe rimanere ben al di sotto del livello osservato alla fine del 2019.

824 Le recenti previsioni di Confindustria<sup>(6)</sup> stimano una flessione del PIL mondiale nel 2020 del -4,6%, aggravata  
825 dall'attuale struttura interconnessa negli scambi commerciali, nelle attività produttive, finanziarie e di  
826 investimento tra paesi. Nel 2021 è previsto un recupero parziale, con forti impatti nel commercio estero (-  
827 12% nel 2020), dovuto ai limiti imposti ai movimenti di persone, beni e servizi, alle nuove tensioni  
828 commerciali USA-Cina e all'alta incertezza geoeconomica. Nel 2021, si prevede un incremento del PIL  
829 mondiale del 7%, la cui risalita si prevede che venga frenata dalla debolezza della domanda mondiale e dalle  
830 interruzioni nelle catene globali del valore.

---

<sup>4</sup> Bollettino n. 3/2020 del 14 maggio 2020.

<sup>5</sup> Nel primo scenario (moderato) la BCE prevede che un lockdown rigido e ulteriori misure di contenimento, nonché rapidi progressi nel campo delle cure mediche, comportino periodi di lockdown rigoroso di breve durata, un successivo graduale ritorno alle normali attività e un calo del prodotto solo temporaneo. Nel secondo scenario (medio), un periodo di lockdown rigido di breve durata è seguito da misure di contenimento relativamente stringenti e prolungate, che determinano un ritardo nel ritorno alle normali attività e una persistente riduzione del prodotto. Nel terzo scenario (grave), un periodo di lockdown rigido di più lunga durata riesce a contenere la diffusione del virus in misura soltanto limitata, rendendo pertanto necessaria la permanenza in vigore delle strette misure di contenimento già in essere, anche dopo un certo allentamento dei provvedimenti di lockdown estremamente rigorosi. I considerevoli sforzi messi in atto per prevenire la diffusione del virus continuerebbero a frenare notevolmente l'attività nei vari settori dell'economia fino alla disponibilità di un vaccino (o di un'altra soluzione medica efficace). Ciò non avverrebbe prima della metà del 2021. Tale scenario, pertanto, prevede una riduzione del prodotto significativa e permanente.

<sup>6</sup> Analisi congiunturale, Centro Studi di Confindustria, maggio 2020.

831 Il mercato europeo, che nel primo semestre del 2020 ha subito uno *shock* sui consumi e sull'offerta, vivrà un  
832 secondo semestre caratterizzato, malgrado la progressiva riapertura delle attività, da una carenza di  
833 domanda (riduzione dei consumi e crollo degli investimenti per la diffusa incertezza). Ci si attende, pertanto,  
834 un rimbalzo moderato per il 2021, di ammontare non sufficiente per recuperare il livello del PIL del 2019. A  
835 conferma di ciò, le aspettative delle famiglie sulla situazione finanziaria e sulla disoccupazione sono divenute  
836 molto negative, con atteso incremento del risparmio.

837 Le recenti previsioni di Banca d'Italia<sup>7</sup>, in ragione della graduale riapertura di un elevato numero di attività  
838 produttive dopo il lockdown, stimano che il PIL in Italia cadrebbe del 9,2% nella media di quest'anno per poi  
839 espandersi del 4,8% nel 2021.

840 Tali previsioni tengo conto di una ripresa del PIL nel secondo semestre di quest'anno, attribuibile al venir  
841 meno degli effetti negativi connessi alle misure di contenimento; le ripercussioni della domanda estera, dei  
842 flussi turistici e dei comportamenti più cauti di famiglie e imprese avrebbero invece effetti economici più  
843 persistenti, rallentando il ritorno dell'attività produttiva verso i livelli pre-crisi.

844 Le previsioni per il 2020 potrebbero, tuttavia, mutare radicalmente qualora sia dato corso ad ipotesi più  
845 pessimistiche. Nell'eventualità di un protrarsi dell'epidemia, con la necessità di dover contrastare possibili  
846 nuovi focolai, si avrebbero ingenti ripercussioni sulla fiducia e sulle decisioni di spesa dei cittadini e di  
847 investimento delle imprese.

848 In un'ipotesi del genere si assisterebbe ad una riduzione del commercio mondiale di circa il 20 per cento  
849 nell'anno in corso, con un impatto negativo sul PIL di ulteriori quattro punti percentuali in più rispetto al -9%  
850 citato e con una ripresa più graduale nel 2021.

851 Le previsioni economiche sono in continuo aggiornamento, ma l'aspetto più importante da segnalare  
852 riguarda il fatto che nessun ente di ricerca formula previsioni a medio termine. Tutti i centri di ricerca si  
853 limitano a previsioni a 24 mesi. Questo ridotto arco temporale costituisce un fattore problematico in sede di  
854 *impairment test*, quando si debba stimare il valore d'uso. Ciò in quanto il disposto dello IAS 36.33 lettera a)  
855 richiede di attribuire maggiore peso all'informazione esterna ed al contempo: (i) i piani aziendali si estendono  
856 oltre il biennio; (ii) saranno necessari tempi non brevi per recuperare le condizioni di normalità ante Covid  
857 19.

858 L'incertezza sulla dinamica del PIL oltre i 24 mesi, riguarda i possibili scenari futuri che si dischiudono oltre il  
859 2021. Di fronte a tale incertezza gli esperti devono valutare con molta cautela le previsioni formulate  
860 dall'entità sulla base di un unico scenario. In molti casi può essere adottata un'analisi fondata su più scenari.  
861 L'esperto deve comunque rispettare i disposti dell'IFRS 13 e dello IAS 36.33 lettera a) secondo cui nella stima  
862 del *fair value* occorre seguire una gerarchia di input e nella stima del valore d'uso occorre attribuire maggiore  
863 peso all'informazione di fonte esterna.

864

## 865 [2.2 L'incertezza economica determinata dalla pandemia sui mercati internazionali](#)

866 Le difficoltà nell'effettuare delle previsioni sugli effetti economici che avrà la pandemia si riflette e si amplifica  
867 sui mercati finanziari, innescando dinamiche di volatilità dominate da un forte clima di incertezza. I  
868 consumatori, analogamente, in una fase di crisi globale, tendono a differire i consumi di beni durevoli,

---

<sup>7</sup> Banca d'Italia, Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana (esercizio coordinato dell'Eurosistema), 5 giugno 2020

869 incrementando in una prima fase il cosiddetto "risparmio precauzionale", rallentando ulteriormente  
870 l'economia e innescando un meccanismo depressivo che si ripercuote, principalmente, sulle aziende  
871 appartenenti ai settori maggiormente esposti agli effetti della crisi economica globale.

872 In ambito europeo, il bollettino n. 3/2020 della BCE del 14 maggio 2020 in cui è stato analizzato l'andamento  
873 dei mercati finanziari dei primi quattro mesi del 2020, ha evidenziato come il PIL in termini reali dell'area  
874 dell'euro abbia subito una brusca contrazione nel primo trimestre del 2020 (-3,8%), dopo una crescita dello  
875 0,1% nel quarto trimestre del 2019.

876 Gli indicatori a breve termine segnalano che il calo del PIL nel primo trimestre del 2020 è stato determinato  
877 dal crollo della domanda interna, mentre le variazioni delle scorte e del commercio netto potrebbero aver  
878 fornito lievi contributi positivi alla crescita. Gli indicatori economici hanno evidenziato un forte calo del  
879 prodotto nel secondo trimestre 2020, periodo in cui, secondo gli studi della BCE si avrà l'impatto massimo  
880 della pandemia.

881 A seguito della diffusione del Covid-19, in ambito comunitario, si è assistito ad un drastico deterioramento  
882 dei consumi, dovuto ad un forte calo nel clima di fiducia dei consumatori, scendendo a -22,7% ad aprile (da -  
883 6,6% a febbraio) e avvicinandosi ai minimi storici registrati a marzo 2009.

884 Secondo la BCE, l'impatto nel medio-periodo del Covid-19 sui consumi privati è molto incerto. Lo *shock*  
885 economico ha prodotto un razionamento di diverse componenti di spesa. Gli effetti indiretti dovrebbero  
886 concretizzarsi attraverso l'impatto sul reddito, sulla ricchezza e sull'accesso al credito. L'impatto nel medio  
887 periodo sui consumi privati dipende dal ritmo di allentamento delle misure di contenimento, dai  
888 cambiamenti del comportamento delle famiglie e dall'efficacia delle politiche pubbliche.

889 Al di là dei gravi disagi riscontrabili nell'immediato a causa della pandemia, con la graduale sospensione delle  
890 misure di contenimento, la crescita dell'area dell'euro dovrebbe riprendere, sostenuta da condizioni di  
891 finanziamento favorevoli, dalle politiche nazionali di bilancio e dalla ripresa dell'attività mondiale. Tuttavia,  
892 l'incertezza è estremamente elevata e rimarrà tale, rendendo molto difficile prevedere la probabile portata  
893 e durata della recessione e della conseguente ripresa.

894 I risultati dell'ultima "*Survey of Professional Forecasters*" della BCE, condotta agli inizi di aprile, mostrano,  
895 rispetto alla precedente edizione dell'indagine che risale agli inizi di gennaio 2020, previsioni di crescita del  
896 PIL del settore privato riviste considerevolmente al ribasso per il 2020 e al rialzo per il 2021.

897 A seguito della diffusione del Covid-19, i rendimenti dei titoli sovrani a lungo termine nell'area dell'euro sono  
898 aumentati, evidenziando una volatilità derivante essenzialmente dal blocco dell'attività economica di molti  
899 paesi. Nei primi mesi di marzo e aprile del 2020, e quindi nel periodo di massima diffusione del virus e delle  
900 relative misure di contenimento, il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area  
901 dell'euro è aumentato complessivamente di 14 punti base, allo 0,25 per cento, rispecchiando grosso modo  
902 l'aumento registrato dal tasso OIS (*overnight index swap*) a dieci anni.

903 L'andamento dei rendimenti dei titoli sovrani è stato caratterizzato, inoltre, da una certa volatilità: i mercati  
904 hanno reagito alle notizie riguardo la diffusione del virus e le conseguenti misure di chiusura (*lockdown*) con  
905 un forte aumento dei rendimenti di gran parte degli emittenti dell'area dell'euro. Tale aumento dei  
906 rendimenti ha registrato una parziale inversione in seguito all'annuncio dell'adozione di misure di politica  
907 economica espansiva (sia di tipo monetario sia di bilancio).

908 Le analisi condotte dalla BCE sull'andamento recente degli indici dei prezzi azionari delle società non  
909 finanziarie (SNF) dell'area dell'euro hanno evidenziato, nei mesi di marzo e aprile, un aumento tendenziale  
910 tale da recuperare parte delle ingenti perdite registrate a partire dalla fine di febbraio 2020. Il rialzo dei prezzi  
911 è risultato correlato ad una riduzione del premio per il rischio azionario che ha più che compensato la  
912 notevole riduzione delle aspettative sugli utili in un contesto di elevata incertezza.

913 Le rilevazioni effettuate dalla BCE sull'andamento dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie  
914 nell'area dell'euro hanno evidenziato un generale aumento, riflettendo aspettative di tassi di insolvenza più  
915 elevati. I differenziali sulle obbligazioni delle SNF di tipo "investment grade" e su quelle del settore finanziario  
916 rispetto ai tassi privi di rischio sono aumentati fino a raggiungere, rispettivamente, 119 e 152 punti base.  
917 Secondo quanto rilevato dalla BCE, il 24 marzo i differenziali hanno raggiunto i valori più elevati del periodo  
918 superando di circa, rispettivamente, 75 e 45 punti base, i livelli prevalenti alla fine del periodo, ma da allora  
919 hanno iniziato a scendere lentamente.

920 Nei primi mesi del 2020, sui mercati dei cambi, l'euro si è lievemente indebolito, riflettendo un  
921 apprezzamento nei confronti delle valute di diverse economie emergenti, ampiamente compensato dal  
922 deprezzamento nei confronti del dollaro statunitense. Come analizzato dalla BCE, il tasso di cambio effettivo  
923 nominale dell'euro, misurato sulle divise di 38 tra le più importanti controparti commerciali dell'area, si è  
924 deprezzato dello 0,8 per cento. Per quel che riguarda l'andamento dei tassi di cambio bilaterali, l'euro si è  
925 deprezzato del 3,5 per cento rispetto al dollaro statunitense e dell'1,4 per cento nei confronti della sterlina  
926 britannica, a seguito di una fase di più alta volatilità. Nelle ultime settimane l'andamento dei tassi di cambio  
927 ha fatto emergere un tendenziale recupero dell'euro sul dollaro e sulla sterlina.

928

### 929 2.3 L'effetto sulla domanda e sull'offerta della situazione straordinaria in corso

930 La diffusione pandemica del virus Covid-19 ha comportato degli *shock* evidenti sia dal punto di vista della  
931 domanda che dell'offerta. Tali effetti sono stati molteplici e hanno interessato gli aspetti inerenti la  
932 produzione, i consumi, la *supply chain*, i mercati finanziari.

933 Sono evidenti, in primo luogo, gli effetti derivanti dall'interruzione della produzione industriale e della *supply*  
934 *chain*. Come riportato nelle analisi di settore condotte da operatori specializzati<sup>(8)</sup>, molte fette dei vari settori  
935 industriali nazionali e internazionali, negli ultimi 30 anni, hanno avviato significativi processi di  
936 esternalizzazione, sviluppando un modello di *business* basato sul concetto di "Global Value Chains" (GVCs).

937 Tali modelli di *business* prevedono che varie fasi della produzione avvengano in luoghi diversi in tutto il  
938 mondo, beneficiando del calo dei costi di produzione e dell'aumento del potere di coordinamento garantito  
939 dai progressi delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Lo sviluppo di GVCs è stato stimolato  
940 dal desiderio delle imprese di ottimizzare i propri processi produttivi e di sfruttare i vantaggi comparativi  
941 specifici delle diverse sedi, beneficiando dei relativi *saving* e di una maggiore produttività.

942 Molte sono le aziende che fondano la propria *supply chain* sulle risorse intermedie importate dalla Cina e da  
943 altri paesi colpiti dalla pandemia e altrettanto numerose sono le aziende che direzionano la maggior parte  
944 delle vendite alla Cina. Il rallentamento nell'attività economica nei paesi colpiti ha avuto sicuramente degli  
945 impatti sulla produttività e profittabilità di quelle aziende con un orientamento globale, soprattutto nel  
946 settore manifatturiero e in quello delle materie prime impiegate nei processi produttivi.

---

<sup>8</sup> CERVED, "Evaluation and impacts of the COVID-19 pandemic emergency on Italian non-financial corporates", maggio 2020.

947 Gli effetti della pandemia Covid-19, con l'arresto della produzione in Cina, uno dei nodi più importanti in  
948 molti GVCs, e le successive interruzioni nella maggior parte dei paesi occidentali che fanno affidamento su  
949 intermediari cinesi, hanno portato alcuni commentatori a sostenere che, nel prossimo futuro, è probabile  
950 che si assisterà a una significativa riduzione dell'importanza delle catene del valore globali, con la maggior  
951 parte delle aziende occidentali che riconsidereranno, quanto meno, alcune fasi delle loro processo  
952 produttivo.

953 A seguito della pandemia in corso, l'implementazione delle tecnologie digitali e la trasformazione dei processi  
954 convenzionali in processi digitali, stanno cambiando le relazioni economiche e sociali: la comunicazione, le  
955 abitudini di consumo, le strutture aziendali, il mercato del lavoro, la *supply chain*, sono state profondamente  
956 influenzate dal ricorso a processi di digitalizzazione.

957 La letteratura economica suggerisce che la digitalizzazione è uno dei motori più importanti di innovazione,  
958 competitività e crescita economica. Inoltre, come suggerito da un rapporto della Banca europea per gli  
959 investimenti, basato sugli investimenti del 2019, le aziende che hanno implementato le tecnologie digitali  
960 tendono ad avere prestazioni migliori rispetto alle aziende non digitali, evidenziando una migliore gestione  
961 dei vari *task* operativi, sono più innovative e produttive, crescono più rapidamente, creano posti di lavoro  
962 più remunerativi e saranno probabilmente meno colpite dalla crisi.

963 Il Covid-19 ha comportato una rivisitazione della natura e dell'organizzazione del lavoro con inevitabili effetti  
964 sulla produttività delle imprese. Tali effetti potrebbero finanche accelerare alcune tendenze a lungo termine  
965 già attive nell'economia nei paesi più avanzati negli ultimi 20-30 anni.

966 A breve termine, le misure di distanziamento sociale comporteranno un aumento dei costi di produzione,  
967 una riduzione del lavoro e una diversa produttività totale dei fattori; le aziende che operano nel settore dei  
968 servizi come turismo, ristoranti, trasporti, hotel e simili si troveranno a produrre molto al di sotto della  
969 propria capacità produttiva per un lungo periodo di tempo.

970 Allo stesso modo, le industrie manifatturiere saranno costrette a operare con diverse turnazioni delle  
971 maestranze al fine di mantenere i lavoratori a grandi distanze, riducendo eventualmente l'intensità del  
972 processo di lavoro, che, a sua volta, potrebbe compromettere la produttività del lavoro. Le aziende  
973 potrebbero aver bisogno di tempo e risorse per sopperire ai *default* dei partner commerciali di cui si sono  
974 avvalse fino ad ora, con conseguenti ulteriori rallentamenti della ripresa economica, almeno a breve-medio  
975 termine.

976

### 977 3. I settori più esposti

978 Gli effetti economici della pandemia sono sistemici ed hanno colpito negativamente la quasi totalità dei  
979 settori economici a livello nazionale ed internazionale. La crisi ha colpito anche i prezzi delle materie prime  
980 ed in primis del petrolio, con conseguenti difficoltà per i produttori di energia (da fonti fossili o da fonti  
981 alternative).

982 In linea generale, come evidenziato dal WTO, i settori economici che risultano e che risulteranno  
983 maggiormente coinvolti dagli effetti della crisi economica globale, sono quelli caratterizzati da catene di  
984 approvvigionamento molto ampie, con servizi e attività produttive esternalizzate su scala nazionale e  
985 internazionale. Rientrano in tali casistiche il settore *automotive*, nonché quei settori fortemente impattati  
986 dall'interruzione della produzione industriale in Cina, quali i produttori di componenti elettroniche, di  
987 attrezzature informatica e della telefonia.

988 Anche il settore dei servizi risulta altrettanto coinvolto nelle conseguenze della crisi economica in corso,  
989 tenuto conto delle restrizioni applicate ai viaggi, ai trasporti e alla chiusura dei negozi e delle strutture  
990 ricettive. Nello scenario depressivo attualmente in corso, alcuni settori economici potrebbero evidenziare  
991 dei contenuti effetti positivi; ci si riferisce al settore dei servizi informatici e tecnologici, che hanno beneficiato  
992 dell'incremento della domanda di servizi di connessione informatica a distanza, in forte crescita a causa del  
993 diffuso ricorso a modalità lavorative in "smart-working".

994 Anche le attività economiche appartenenti al settore del turismo, dei viaggi e dei trasporti delle persone  
995 risultano fortemente impattate dalla necessità di mantenere un "distanziamento sociale". Non sono  
996 significativamente impattati invece i trasporti di merci.

997 L'elenco dei settori maggiormente impattati contiene, inevitabilmente, tutte le attività connesse  
998 all'intrattenimento, al cinema e al teatro che, già fortemente provate dagli effetti del *lockdown*, si troveranno  
999 a dovere gestire una difficile fase di ripartenza, con ingressi contingentati e distanziamento tra gli spettatori.

1000 La società di rating S&P ha pubblicato il 27 maggio 2020<sup>9</sup> per 25 settori di attività la percentuale di emittenti  
1001 che hanno subito un *downgrade* (in termini di riduzione di uno o più *notch*, oppure di *creditwatch* con  
1002 implicazioni negative oppure di *outlook* negativo) a causa della crisi indotta dal Covid 19 e della caduta del  
1003 prezzo del petrolio. Dall'inizio della crisi S&P ha preso 1738 azioni di *downgrade* (di cui 471 nell'area EMEA).  
1004 Il Grafico 1 seguente mostra che per 12 settori la frequenza di *downgrade* è stata pari o superiore al 40%. I  
1005 settori più colpiti sono (in ordine decrescente):

- 1006 • Automotive;
- 1007 • Trasporti
- 1008 • Beni d'investimento
- 1009 • Media e intrattenimento
- 1010 • Retail
- 1011 • Energia
- 1012 • Prodotti di consumo;
- 1013 • Banche
- 1014 • Alberghiero
- 1015 • Intermediari finanziari non bancari
- 1016 • Real Estate
- 1017 • Chimico

1018 Per ciò che più riguarda il mercato italiano, in base a recenti studi degli analisti<sup>(10)</sup>, risulta particolarmente  
1019 colpito il settore manifatturiero, sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta, registrando un calo  
1020 dei livelli di attività che è stimato nell'ordine del 14,7% in media d'anno. A questa contrazione seguirà un  
1021 recupero parziale nel 2021 (+5,3%).

1022 In questo contesto, l'unico settore in controtendenza risulta essere quello farmaceutico, in crescita attesa  
1023 del 4,2% nel 2020, mentre altri settori economici sono caratterizzati da prospettive all'insegna di una  
1024 flessione, che si ritiene moderata per il *food&beverage* (-4,4%) e largo consumo (-10,1%) e più intensa per il  
1025 *fashion* (-18,6%), la meccanica (-18,8%), gli elettrodomestici (-22,1%) e l'*automotive* (-25,9%), questi ultimi  
1026 fortemente penalizzati dal blocco degli acquisti di famiglie e imprese, sia in Italia sia sui mercati internazionali.

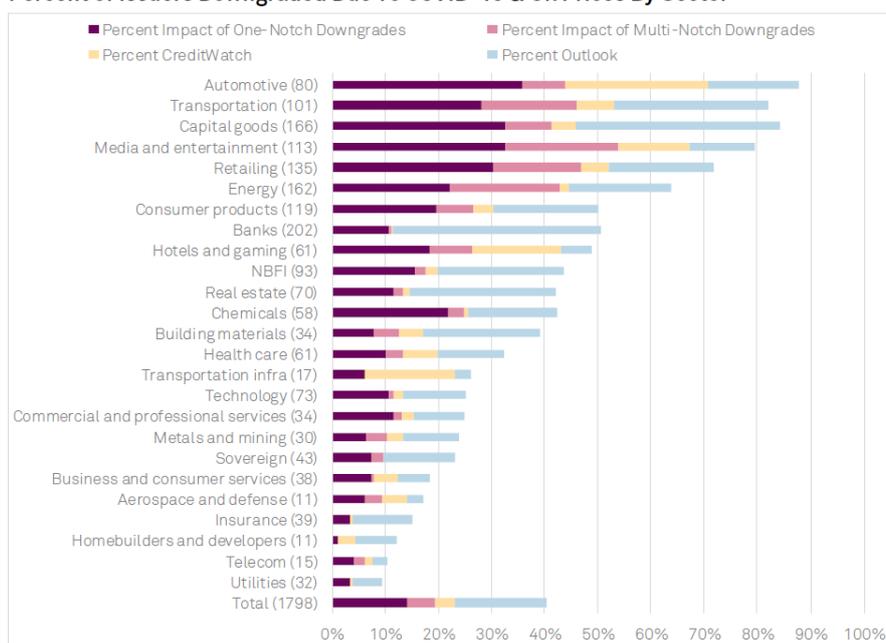
---

<sup>9</sup> S&P Global Ratings "Covid – 19 weekly digest, may 27, 2020

<sup>10</sup> Prometeia e Intesa Sanpaolo, "Rapporto analisi dei settori industriali" – maggio 2020.

1027 Grafico 1

Percent of Issuers Downgraded Due To COVID-19 & Oil Prices By Sector



Fonte S&P

2

1028

1029 4. Come hanno reagito i mercati finanziari?

1030

1031 Per evitare danni economici permanenti irreversibili e contrastare la spirale al ribasso dei prezzi delle attività  
1032 finanziarie, governi ed autorità monetarie sono intervenuti mettendo in atto massicce politiche economiche  
1033 espansive. A titolo illustrativo, la Banca Centrale Europea (ECB) ha risposto alla pandemia di coronavirus con un  
1034 programma di acquisti di attività finanziarie per Euro 1.350 miliardi (*i.e. Pandemic Emergency Purchase Programme*  
1035 o PEPP) con un'estensione almeno fino a giugno 2021. Oltreoceano, nel mese di marzo la *Federal Reserve* ha ridotto  
1036 di 150 bps i tassi d'interesse, nonché lanciato un nuovo programma di acquisto di titoli di Stato e *Mortgage-Backed-*  
1037 *Securities (MBS)* da USD 700 miliardi.

1038 In tale contesto, i mercati azionari - che avevano registrato i minimi nella seconda parte del mese di marzo - hanno  
1039 mostrato un parziale recupero rispetto ai livelli *ante Covid-19*, seppur con significative differenze tra i paesi. A livello  
1040 di indici di borsa delle principali economie mature la perdita minima tra inizio anno ed il 29 maggio 2020 è stata  
1041 registrata sul mercato azionario statunitense (-5,5%), mentre la perdita massima in Spagna (-26,2%) come illustrato  
1042 al Grafico 2.

1043

1044

1045

1046

1047

1048

1049

1050

1051

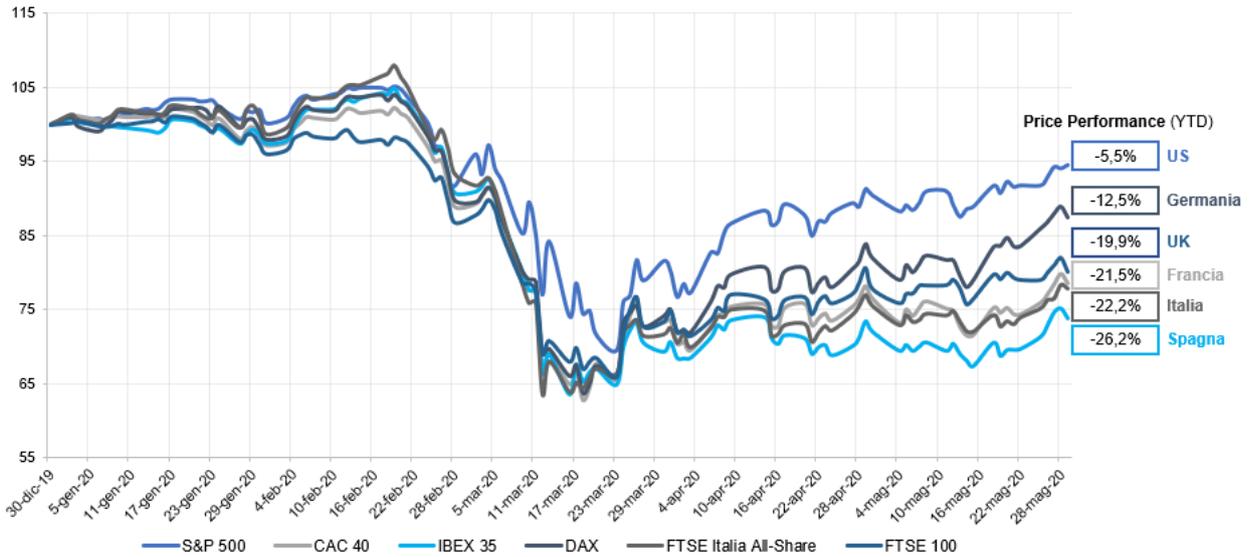
1052

1053

1054  
1055  
1056

**Grafico 2: Dinamica degli indici di borsa delle principali economie mature a confronto (30.12.2019 - 29.05.2020)**

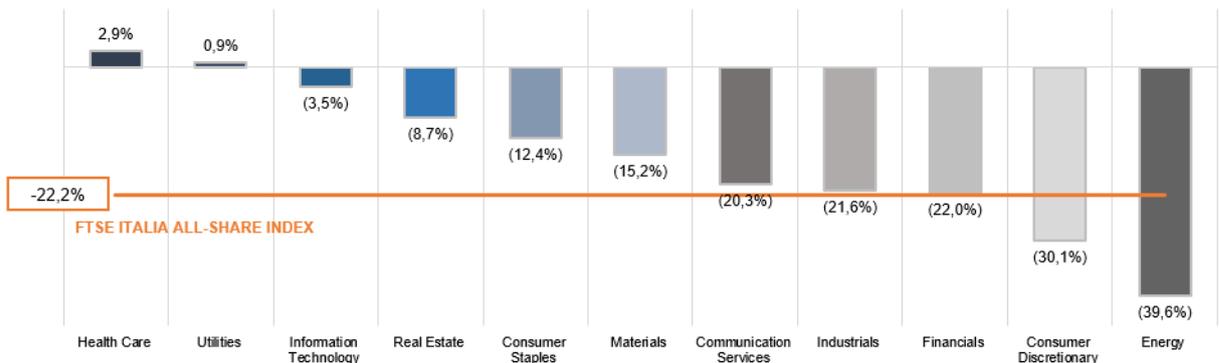
Base 100 al 30 dicembre 2019, fonte: S&P Capital IQ Platform



1057 Il mercato di borsa domestico ha fatto registrare una perdita di circa il 22%, con dinamiche simili tra le principali  
 1058 *asset classes* (i.e *Small-Cap*, *Mid-Cap* e *Large-Cap*), ma distribuite in modo eterogeneo se aggregate per *industry* di  
 1059 appartenenza. Delle 220 società quotate ed appartenenti al FTSE Italia All-Share solo il 14% ha mostrato un  
 1060 incremento della capitalizzazione di borsa (aggiustata per eventuali aumenti di capitale e dividendi) tra inizio anno  
 1061 e il 29 maggio 2020. Nella stessa data circa il 34% dei *constituents* hanno registrato flessioni superiori al 30% YTD  
 1062 (che assommano al 53% se si considerano anche quei titoli azionari con perdite superiori al 20% e l'85% se si  
 1063 conteggiano tutte quelle società con una variazione negativa dei valori di mercato). Relativamente alle *performance*  
 1064 settoriali dal Grafico 3 si evince che i titoli maggiormente colpiti sono stati quelli energetici, finanziari ed industriali,  
 1065 ad indicazione di come il *buy-side* del mercato abbia apprezzato come strutturale l'attuale crisi.

**Grafico 3: Price Performance settoriali dei titoli azionari delle società quotate italiane (30.12.2019 - 29.05.2020)**

Campione: 220 società quotate appartenenti al FTSE Italia All-Share, a parità di perimetro. A livello di Sector (GICS®), a ciascun titolo è stata attribuita la stessa ponderazione (*equally weighted portfolios*), fonte: S&P Capital IQ Platform



1069  
1070

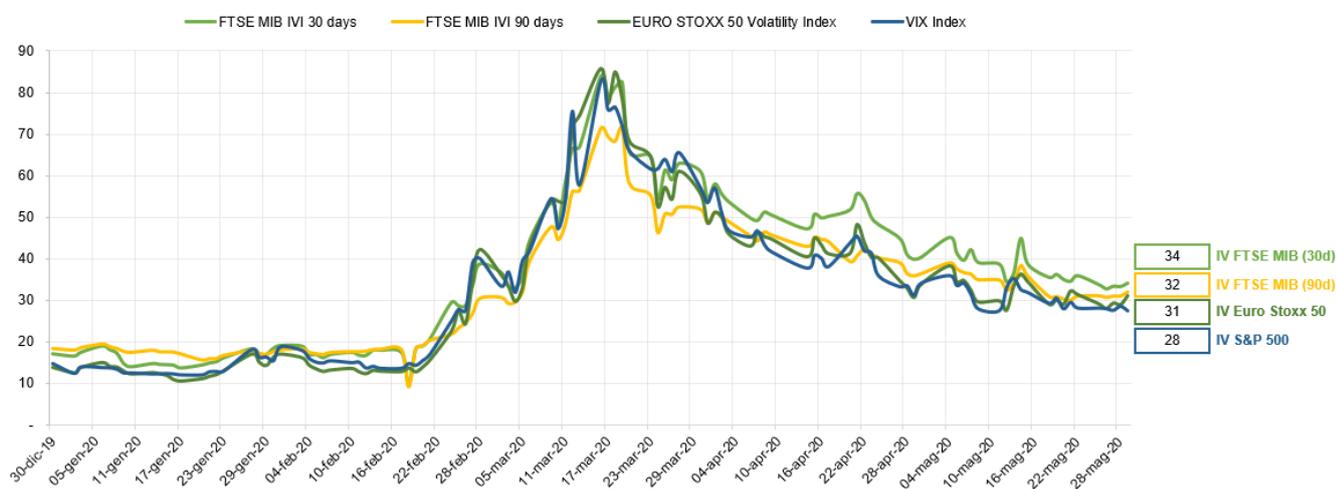
1071 Si è indicato che i listini azionari hanno registrato recuperi dopo i minimi registrati nel mese di marzo. A tal proposito  
 1072 è interessante evidenziare che nei due mesi successivi alle rilevazioni minime osservate (comprese tra il 12 ed il 23  
 1073 marzo), gli indici azionari sopra menzionati hanno registrato guadagni non trascurabili, riportando i mercati in

1074 prossimità del c.d. “bull territory”<sup>11</sup> secondo la *rule of thumb* del 20%, fatta eccezione della Spagna che ha mostrato  
1075 maggiori difficoltà di recupero. L’indice azionario domestico (FTSE Italia All-Share), a titolo illustrativo, dal minimo  
1076 registrato in data 12 marzo ha realizzato un *price return* di circa il +22,5% al 29 maggio 2020.

1077 Tutto ciò premesso, nonostante la spirale negativa della flessione dei corsi azionari sia stata in parte calmierata, i  
1078 prezzi delle attività finanziarie appaiono lontani dall’essere stabilizzati, come osservabile dalle metriche di volatilità  
1079 implicite nelle opzioni sui principali indici azionari. Gli indici FTSE MIB *Implied Volatility* (IVI) che misurano le  
1080 volatilità implicite nelle opzioni sull’indice azionario delle *blue-chips* quotate sul mercato domestico, seppur più che  
1081 dimezzati rispetto ai massimi registrati tra il 16 ed il 19 marzo, al 29 maggio 2020 risultano ancora attestarsi a livelli  
1082 di poco inferiori al doppio rispetto a quelli rilevati ad inizio anno. Dal Grafico 4 è possibile osservare che dinamiche  
1083 molto simili si registrano anche nelle volatilità implicite sugli indici azionari delle *blue-chips* europee (Euro STOXX  
1084 50 Volatility Index) ed americane (VIX Index).

1085 **Grafico 4: Volatilità implicita nell’indice azionario italiano, europeo e statunitense (30.12.2019 - 29.05.2020)**

1086 fonte: S&P Capital IQ Platform, Borsa Italiana ed altri autorevoli *data providers*



1087 Con l’acuirsi della crisi sanitaria ed economica il mercato azionario domestico ha mostrato ridotta liquidità. Il Grafico  
1088 5 analizza l’evoluzione della liquidità del FTSE Italia All-Share sulla base di un indicatore di natura “fondamentale”,  
1089 quale il *bid-ask spread*, dal 30 dicembre 2019 al 29 maggio 2020 (a parità di perimetro, sulla base di rilevazioni di  
1090 prezzo settimanali e *spreads* relativizzati al prezzo ufficiale). Dal grafico è possibile osservare che nelle condizioni di  
1091 “massimo disordine” dei mercati finanziari (*i.e.* seconda parte del mese di marzo) i *bid-ask spreads* sono più che  
1092 raddoppiati rispetto a quelli osservati al 30 dicembre 2019. Al 29 maggio 2020 - seppur si siano parzialmente  
1093 assestati - i *bid-ask spreads* sottendo ancora premi di illiquidità superiori rispetto a quelli registrati ad inizio anno.  
1094

1095

1096

1097

1098

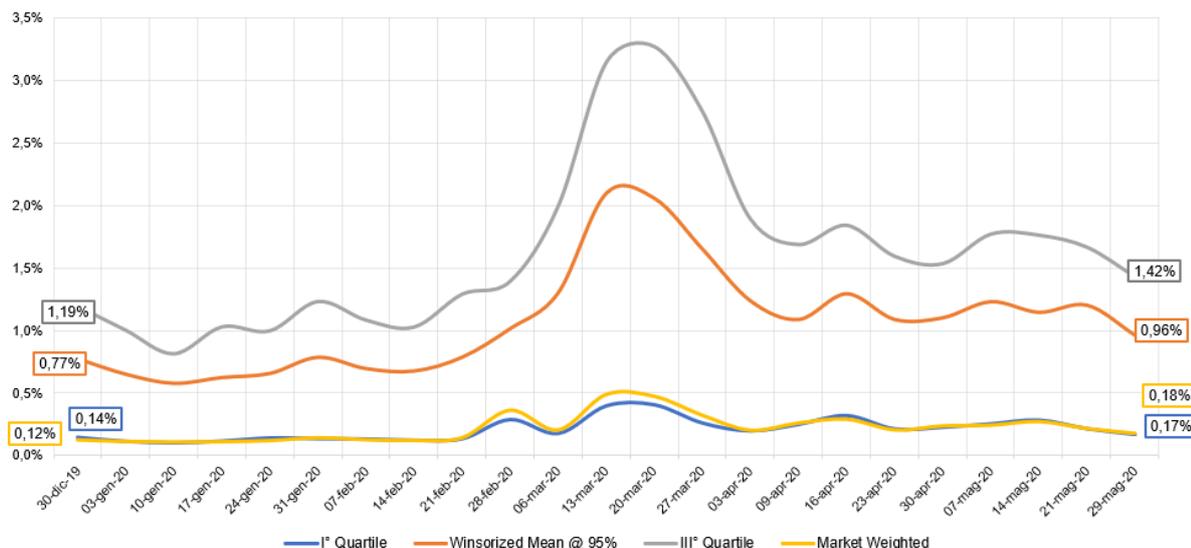
1099

<sup>11</sup> Sulla base della c.d. *rule of thumb* che considera territorio “bull market”, in presenza di un recupero dei corsi azionari superiore al 20% dai minimi registrati.

1100  
1101

**Grafico 5: Dinamica dei bid-ask spreads delle società appartenenti al FTSE Italia All-Share (30.12.2019 - 29.05.2020)**

fonte: S&P Capital IQ Platform, Market Weighted corrisponde al bid-ask medio ponderato del FTSE Italia All-Share, con pesi assunti pari alle market caps relative dei constituents



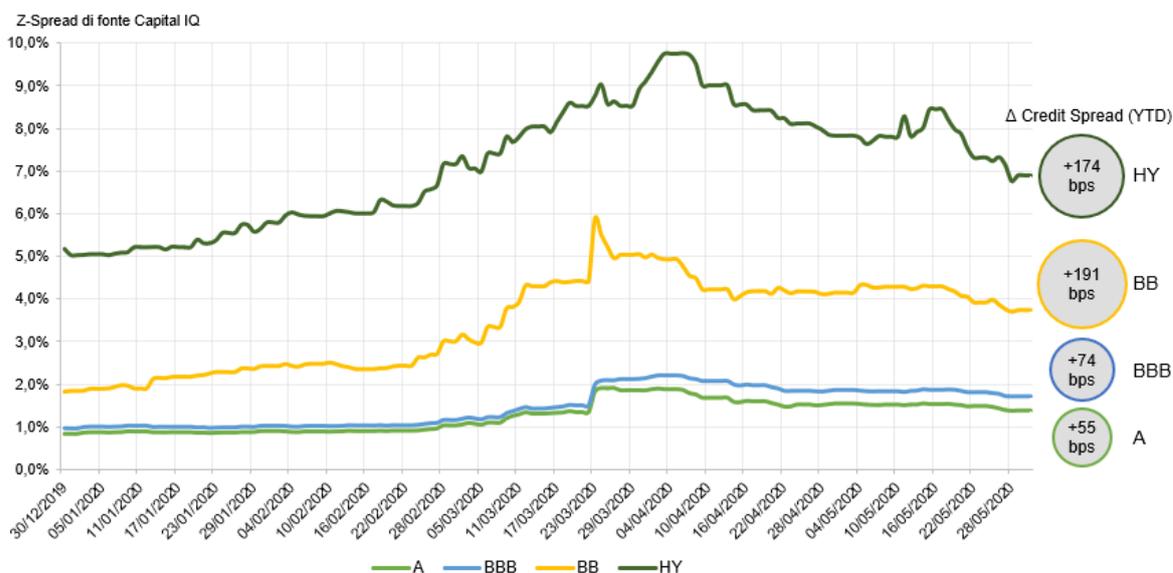
1102

1103 L'incertezza di scenario si è accompagnata anche ad un aumento dei *credit spreads* impliciti nei *corporate bonds*  
 1104 decennali emessi da società europee (non finanziarie) *investment* e *speculative grade*. Gli spread presentano al 29  
 1105 maggio 2019 livelli quasi doppi rispetto a quelli registrati ad inizio anno, come illustrato nel Grafico 6. Inoltre, nel  
 1106 periodo in esame il differenziale tra i rendimenti a scadenza decennali dei *corporate bonds investment grade* (IG) e  
 1107 quelli *speculative grade* (HY) è aumentato di circa +120 bps rispetto ad inizio anno (con un "picco" di circa +360 bps,  
 1108 registrato nella prima settimana di aprile).

1109  
1110

**Grafico 6: Evoluzione dei credit spread di emittenti corporate europei con rating A, BBB, BB e HY e tenor decennale**

Fonte: S&P Capital IQ Platform, orizzonte temporale delle osservazioni: 30 dicembre 2019 – 29 maggio 2019, valuta: Euro



1111 Nel contempo, nonostante una generalizzata contrazione dei tassi privi di rischio dell'area euro (sia  
 1112 governativi che interbancari) conseguente alle massive politiche monetarie espansive e fenomeni di *flight-*  
 1113 *to-quality*, i rendimenti a scadenza dei titoli di stato italiani con scadenza decennale hanno subito un  
 1114 innalzamento di circa +13 bps al 29 maggio 2019 (rispetto ad inizio anno). Il differenziale di rendimento

rispetto al *benchmark* decennale tedesco, seppur abbia registrato un rientro rispetto a massimi osservati il 17 marzo (+290 *bps*)<sup>12</sup>, al 29 maggio 2019 risulta pari a 194 *bps* rispetto ai 156 *bps* di inizio anno. Si rileva, inoltre, che in data 28 aprile 2020 l'Italia ha subito un *downgrade* da parte di *Fitch* da BBB a BBB- (ovvero ad una *notch* sopra il livello "junk").

Infine, è opportuno rilevare che la presunzione di *impairment* delle società quotate italiane, misurata dalla differenza fra il Patrimonio Netto contabile e la Capitalizzazione di Borsa, ha raggiunto al 29 maggio 2020 i 195 miliardi di euro, poco meno del doppio rispetto a quella osservata al 31 dicembre 2019 (~ 105 miliardi di euro) come illustrato nel Grafico 7. All'interno del FTSE Italia All-Share il 28% delle società presenta una Capitalizzazione di Borsa non solo inferiore al Patrimonio Netto contabile, ma anche a "sconto" rispetto al Patrimonio Netto contabile tangibile. Infine, si rileva che la percentuale di società quotate italiane - con un multiplo P/BV inferiore all'unità - è cresciuta di 12 punti percentuali tra il 31 dicembre 2019 ed il 29 maggio 2020.

1127

1128  
1129  
1130  
1131  
1132

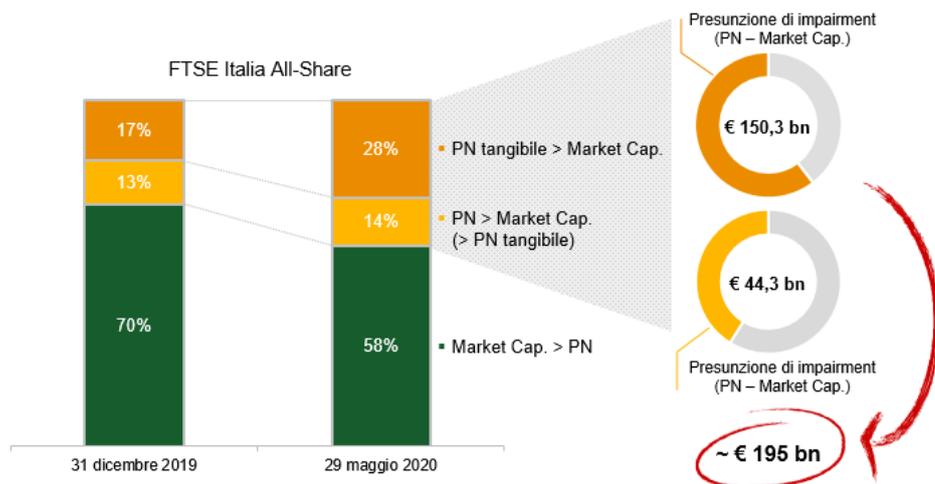
### Grafico 7: Prezzi di Mercato e Valori di Bilancio per le società italiane

Fonte: S&P Capital IQ Platform, Campione: 220 società quotate (FTSE Italia All-Share)

Note

PN (Patrimonio Netto Contabile) = FY2019 o l'ultimo disponibile per il 31 dicembre 2019 e il 1Q '20 o l'ultimo disponibile per il 29 maggio 2020

PN tangibile = PN - intangibles iscritti in Stato Patrimoniale (incluso avviamento)



1133

Le condizioni d'ambiente sopra illustrate, l'incertezza sull'evoluzione della pandemia, il rischio di mis-allocazione delle ingenti risorse erogate a sostegno dell'economia delineano un contesto caratterizzato da diffusi segnali esogeni di perdita di valore delle attività che pervadono tutti i *business* (i.e. natura sistemica della crisi).

### 5. Perché e come vanno aggiornate le procedure di *impairment test*

Il Documento Banca d'Italia/Consob/Isvap n. 4 del 3 marzo 2010 -Tavolo di coordinamento fra Banca d'Italia, Consob ed Isvap in materia di applicazione degli IAS/IFRS emanato a valle della crisi finanziaria 2008-2009 con riguardo agli *impairment test* recitava:

"Queste Autorità ribadiscono la necessità che nella redazione delle relazioni finanziarie venga prestata la massima attenzione al pieno rispetto delle prescrizioni del Principio IAS 36 in merito (i) sia alla procedura di *impairment test* adottata (ii) sia alle informazioni fornite nelle note al bilancio.

<sup>12</sup> Nelle fasi di massima turbolenza dei mercati finanziari sono stati rilevati livelli di differenziale di circa +320 *bps* nelle negoziazioni infragiornaliere (fonte: Banca d'Italia, Bollettino Economico n. 2 - 2020).

1144 (...) In merito al primo profilo e con riferimento al calcolo del valore d'uso, dall'esame dei bilanci 2008 è  
1145 emerso che alcune società non disponevano, al momento delle valutazioni, di piani aziendali aggiornati che  
1146 tenessero in debito conto le complesse modifiche degli scenari di mercato indotte dalla crisi.

1147 In assenza di previsioni pluriennali, alcune società hanno ritenuto possibile determinare il valore d'uso  
1148 dell'avviamento sulla base di proiezioni di medio periodo ottenute estrapolando – sulla base di tassi di crescita  
1149 normalizzati – i dati del solo budget 2009. Altre società hanno ritenuto di stimare il valore recuperabile delle  
1150 attività (fair value, dedotti i costi di vendita) utilizzando metodi quali i multipli di borsa ovvero i multipli di  
1151 transazioni.

1152 Tali impostazioni, solo se supportate da adeguate evidenze, possono essere ritenute conformi al dettato del  
1153 principio IAS 36.

1154 In generale e soprattutto in assenza di idonei piani aziendali, si ritiene necessario che la rispondenza della  
1155 procedura di impairment test alle prescrizioni dello IAS 36 formi oggetto di formale e consapevole  
1156 approvazione da parte dell'organo di amministrazione, responsabile della redazione dei bilanci della società.  
1157 L'approvazione della procedura d'impairment da parte degli amministratori deve avvenire in via autonoma e  
1158 anticipata rispetto al momento dell'approvazione delle relazioni finanziarie.

1159 Ulteriore aspetto che occorre sottolineare è la necessità che gli amministratori svolgano adeguate  
1160 considerazioni in ordine all'esistenza di segnali esogeni di perdita di valore, quali, ad esempio, quelli espressi  
1161 dal mercato finanziario, come la presenza di una capitalizzazione di mercato della società significativamente  
1162 inferiore al patrimonio netto contabile. In tale ambito gli amministratori devono ricercare le ragioni delle  
1163 eventuali differenze che potrebbero emergere tra le valutazioni "esterne" e il risultato al quale giunge la  
1164 procedura di impairment. Tale analisi - richiesta dallo IAS 36, par. 12, lettera (d) – deve essere compiutamente  
1165 documentata nell'ambito di tale procedura".

1166  
1167 Dall'emissione del Documento congiunto delle tre Autorità (2010) ad oggi, le società quotate si sono dotate  
1168 di procedure di impairment che nella maggior parte dei casi rivedono ed approvano con cadenza annuale.  
1169 L'esigenza di compiere un impairment test "straordinario" infrannuale a seguito della pandemia da Covid 19  
1170 comporterà, per la maggior parte degli emittenti che si ritrovano in questa situazione, di dover modificare la  
1171 procedura di impairment anche se approvata in occasione dell'impairment test al 31.12.2019 a causa,  
1172 principalmente, della limitatezza dei supporti informativi esterni. Ciò può comportare modifiche  
1173 nell'architettura dell'impianto valutativo rispetto al precedente impairment test (ad esempio al 31.12.2019  
1174 l'impairment test è stato compiuto sulla base della stima del valore d'uso basato su un piano aziendale  
1175 pluriennale, che ora nel contesto post Covid non è più attuale, ma l'entità non dispone ancora di un nuovo  
1176 piano). E' molto probabile che in questi casi si debba aggiornare la procedura di impairment test. Il Consiglio  
1177 di Amministrazione deve essere consapevole delle limitazioni informative e delle modalità con cui è  
1178 rispettato il disposto dello IAS 36 nel nuovo contesto.

1179 Le principali ragioni alla base della revisione della procedura consistono:

- 1180 a) nell'elevata incertezza che riguarda l'impairment test post Covid (che richiede soluzioni che vanno  
1181 esplicitate in procedura);
- 1182 b) nella circostanza che le informazioni disponibili possono essere limitate (ad esempio assenza di  
1183 piano e/o di previsioni a medio termine);
- 1184 c) nel fatto che le presunzioni di impairment possono riguardare anche attività diverse dall'avviamento  
1185 o attività intangibili a vita indefinita (per le quali bisogna prevedere un sistema di analisi di possibili  
1186 riduzioni di valore, oppure un impairment test nonostante si tratti di attività soggette ad  
1187 ammortamento) .

1188 Di seguito si illustrano le principali motivazioni per cui si ritiene che per la maggior parte degli emittenti la  
1189 crisi da pandemia COVID 19 richieda di rivedere la procedura:

- 1190 a) Elevata Incertezza
  - 1191 • tutte le variabili di mercato sono estremamente volatili;

- 1192 • non è chiaro come l'incertezza influenzerà i comportamenti di fornitori, clienti e concorrenti;  
1193 • non è facilmente identificabile una chiara evoluzione di scenario;  
1194 • non sono note le azioni dei concorrenti;  
1195 • esistono rischi di dipendenza da clienti/fornitori/istituti di credito;  
1196 • l'impresa è stata colpita dalla crisi in una fase in cui sta realizzando un piano di investimenti;  
1197 • l'analisi di *sensitivity* di poche variabili è inadeguata ad esprimere l'esposizione al rischio,  
1198 perché presuppone una costanza delle altre variabili che non cattura l'effetto di portafoglio  
1199 complessivo;  
1200 • non esistono transazioni comparabili che possano essere assunte a riferimento per il *fair*  
1201 *value*, in quanto le poche transazioni riguardano soggetti costretti a vendere;  
1202 • la particolare natura della crisi (crisi da offerta) è destinata a manifestare effetti più intensi  
1203 nel breve termine che non nel lungo termine;  
1204 • i drivers di valore del business possono essere diversi;  
1205
- b) Informazioni limitate. Possono riguardare:
- 1207 • l'assenza di previsioni macroeconomiche di lungo termine (oltre il 2021);
  - 1208 • l'assenza di un piano discusso con i responsabili delle aree/funzioni che debbono assicurare  
1209 il raggiungimento degli obiettivi (piano top-down, senza supporti bottom-up, costruito sulla  
1210 base di logiche estrapolative e/o di mera elasticità alle variabili macro) ;
  - 1211 • l'assenza di un piano pluriennale *tout court* e formulazione solo di un budget o di un semplice  
1212 riaggiornamento del budget ante Covid;
  - 1213 • la disponibilità di sole proiezioni di conto economico di sintesi, senza gli sviluppi patrimoniali  
1214 e la dinamica delle fonti e degli impieghi;
  - 1215 • l'indisponibilità al confronto dei responsabili delle funzioni chiave, in quanto impegnati nelle  
1216 emergenze operative;
  - 1217 • l'assenza di adeguati supporti (in quanto le evidenze storiche non sono utili) relativamente  
1218 alle variabili chiave del piano
- c) Presunzioni di *impairment* relative ad attività generalmente escluse dalla procedura di  
1220 *impairment*. Possono riguardare l'assenza di riferimenti nella procedura di *impairment* annuale  
1221 delle verifiche da compiere relativamente alle attività a vita definita o alle partecipazioni non  
1222 consolidate. In particolare:
- 1224 • le categorie di attività intangibili a vita definita (brevetti, tecnologia, *customer list*,  
1225 trademark, ecc.) per le quali occorrerebbe verificare ad ogni chiusura di bilancio la vita  
1226 utile residua e i fattori di presunzione di *impairment*;
  - 1227 • le attività immobilizzate materiali per le quali siano previste destinazioni d'uso differenti,  
1228 o utilizzi a capacità ridotta, ecc.
  - 1229 • le partecipazioni valutate al costo o con il metodo del patrimonio netto.

1230 Le procedure non devono limitarsi a ripetere il contenuto del principio, ma devono essere il risultato di un  
1231 percorso di analisi.

1232 Nel già citato Documento OIV -NEDCommunity in tema di *impairment test* si identificavano una fase  
1233 antecedente alla definizione della procedura di *impairment test* e la fase di definizione della procedura vera  
1234 e propria, identificandone finalità e scopo come segue:

1235 "1. Fase delle analisi che precedono la definizione della procedura di impairment.

1236 Questa fase si compone di tre principali attività:

- 1237 a) *risk assessment*;  
1238 b) *architettura del processo valutativo*;  
1239 c) *risorse dedicate e mandato*.

1240 *La finalità di questa fase di analisi consiste nel prendere coscienza della rilevanza e della criticità*  
1241 *dell'impairment test nello specifico contesto ed individuare di conseguenza:*

- 1242 • *l'impianto valutativo più appropriato*;  
1243 • *il grado più appropriato di profondità di analisi, di documentazione di supporto e di*  
1244 *competenze da mobilitare*;  
1245 • *gli elementi probativi (negativi e positivi) acquisibili*.

1246 *Si tratta di identificare una soglia rispetto ai principali profili di criticità oltre la quale la procedura è chiamata*  
1247 *a definire cosa si ritiene opportuno fare (presidi e rimedi)".*

1248 1. *Fase della definizione della procedura di impairment.*

1249 *La finalità di questa fase consiste nell'identificare i presidi e di rimedi alle criticità dell'impairment test emerse*  
1250 *nella fase precedente, quali un'informazione incompleta (per via, ad esempio, dell'assenza di piani aggiornati;*  
1251 *previsioni formulate con finalità non coerenti con l'impairment test, quali piani che riflettono i benefici di*  
1252 *investimenti di espansione e di azioni di ristrutturazione in cui l'impresa non si è ancora impegnata) o non*  
1253 *coerente con le indicazioni di fonte esterna (in quanto, ad esempio, non trovano riscontro nel consenso di*  
1254 *mercato) o soggetta ad importanti limiti relativamente alla verificabilità degli input (per esempio, per*  
1255 *l'assenza di un track record di risultati storici cui poter far riferimento, di benchmark/peer o di previsioni di*  
1256 *consenso); presunzioni di management bias (ovvero segnali di assenza di neutralità nella base informativa –*  
1257 *quali, ad esempio, la modalità e la finalità con cui è costruito il piano: solo top-down senza confronto con i*  
1258 *responsabili delle funzioni/unità di business, scarsa documentazione di supporto utilizzata, ecc. - conseguenze*  
1259 *dei risultati dell'impairment test in capo al management – quali, ad esempio, più facile sostituzione del*  
1260 *management in caso di impairment loss, più favorevoli performance future per il nuovo management in caso*  
1261 *di impairment loss, ecc.); stime complesse per via della presenza di un numero elevato di variabili chiave e di*  
1262 *key assumption o di evidenze contrarie o di un ridotto margine (cushion) fra valore recuperabile e valore*  
1263 *contabile. La procedura finisce, dunque, per definire il sistema di controllo dei rischi di errata impostazione*  
1264 *dell'impairment test e di errata stima del valore recuperabile, definendo il supporto in termini di*  
1265 *documentazione da raccogliere e produrre, di competenze da mobilitare e di analisi da svolgere. In breve, la*  
1266 *procedura definisce quale e quanta analisi sia appropriata nello specifico contesto considerato il rischio di*  
1267 *impairment."*

1268 *E' importante che la revisione della procedura spieghi pertanto le ragioni per cui si ritiene o non si ritiene di*  
1269 *modificare l'impianto valutativo più appropriato. La procedura dovrebbe concorrere a definire il grado di*  
1270 *dettaglio dell'analisi. Al riguardo è necessario adottare un principio di proporzionalità. Maggiore era la*  
1271 *differenza (positiva) fra valore recuperabile e valore di carico dell'attività o della CGU (o del gruppo di CGU)*  
1272 *o dell'entità nel suo complesso, maggiori sono le evidenze esterne di valore di mercato superiore al valore*  
1273 *contabile (ad esempio market cap superiore al patrimonio netto contabile), minori sono più in generale le*  
1274 *presunzioni di impairment minore dettaglio sarà richiesto all'analisi. Viceversa sarà necessario disporre di*  
1275 *una base informativa il più possibile ampia in grado di corroborare attraverso il maggior numero possibile di*  
1276 *fonti esterne l'informazione utilizzata alla base dell'impairment test.*

1277 *La procedura deve definire con precisione il ruolo dell'eventuale esperto esterno ed in particolare quali delle*  
1278 *seguenti attività è affidata all'esperto:*

- 1279 a) *la ricognizione dei fattori di presunzione di impairment*;  
1280 b) *la raccolta dell'informazione esterna*;

- 1281 c) la verifica della coerenza dell'informazione interna con il *test di impairment*;
- 1282 d) la costruzione dell'architettura dell'impianto valutativo e la scelta del metodo/i di valutazione;
- 1283 e) la identificazione delle CGU/attività da *testare*;
- 1284 f) la costruzione del valore contabile dell'attività, della CGU, del gruppo di CGU, coerente con il valore
- 1285 recuperabile;
- 1286 g) la stima del valore recuperabile;
- 1287 h) la effettuazione di *test* di ragionevolezza.

1288 Le attività eventualmente affidate all'esperto esterno dovrebbero essere riflesse nella lettera di incarico o  
1289 comunque la lettera di incarico dovrebbe fare riferimento alla procedura di *impairment* che definisce le  
1290 attività svolte dall'esperto rispetto alle attività svolte dall'entità.

1291 Le attività svolte dell'eventuale esperto esterno e dall'entità devono essere ben chiarite anche alla società di  
1292 revisione ed agli organi di controllo.

1293 L'esperto in relazione alla circostanza che abbia ricevuto l'incarico di svolgere un parere valutativo o una  
1294 valutazione piena ai sensi dei PIV (PIV I.4.3), dove la principale differenza fra i due incarichi risiede  
1295 nell'esercizio critico di analisi dell'informazione consegnata e nella valutazione di ragionevolezza  
1296 dell'informazione prospettica che deve essere svolta nel caso di valutazione piena e non è svolta nel caso di  
1297 parere valutativo.

1298 In presenza di potenziale *management bias* l'incarico affidato all'esperto esterno dovrebbe assumere la  
1299 forma di valutazione piena

1300 Quando le limitazioni poste al mandato dell'esperto (che possono riguarda l'informazione messa a  
1301 disposizione, i tempi per lo svolgimento dell'incarico, l'indisponibilità del management ad un confronto, ecc.)  
1302 sono tali da impedire di esprimere un giudizio di valore responsabilmente informato, l'esperto dovrebbe  
1303 richiedere una modifica del mandato stesso o non accettare l'incarico. Un giudizio responsabilmente  
1304 informato non può basarsi su informazione meno che persuasiva, semplicemente perché ritenuta  
1305 dall'esperto *unbiased* o comunque sterilizzabile per gli elementi di *bias* che la caratterizzano.

1306

## 1307 Parte seconda: i vincoli degli IAS/IFRS

### 1308 6. I vincoli alla stima del valore d'uso

1309 Lo IAS 36 definisce un percorso convenzionale per la determinazione del valore recuperabile, inteso come “il  
1310 maggiore tra il *fair value* (valore equo) di un'attività o di un'unità generatrice di flussi finanziari dedotti i costi  
1311 di vendita e il proprio valore d'uso” (IAS 36.18).

1312 Il valore recuperabile, nella configurazione di valore d'uso e di *fair value* al netto dei costi di vendita,  
1313 rappresenta un valore convenzionale in quanto stimato sulla base di disposizioni valutative che devono  
1314 essere seguite per addivenire al risultato richiesto.

1315 Lo IAS 36 dispone che la stima del valore d'uso comporti:

- 1316 - la stima dei flussi finanziari che derivano dall'uso continuativo dell'attività e dalla sua dismissione  
1317 finale; e
- 1318 - l'applicazione di un tasso di attualizzazione appropriato ai flussi finanziari futuri (IAS 36, par. 31).

1319 Il valore d'uso viene stimato seguendo taluni vincoli alla determinazione dei flussi e del tasso di  
1320 attualizzazione, orientati a rendere determinabile con una modalità maggiormente “oggettiva” il risultato  
1321 finale e, quindi, ad evitare che i flussi che risultano alla base del piano siano costruiti su basi eccessivamente  
1322 discrezionali.

1323 Le principali limitazioni per la determinazione del valore d'uso possono essere individuate nella previsione di  
1324 specifiche disposizioni in materia di:

- 1325 - adozione dei flussi stimati in condizioni operative;
- 1326 - esclusione dei flussi finanziari di natura finanziaria e fiscale;
- 1327 - orizzonte temporale del piano ed eventuale modalità di misurazione dei risultati eccedenti il periodo  
1328 di determinazione analitica dei flussi;
- 1329 - determinazione del tasso di attualizzazione.

1330 Con riferimento ai flussi, lo IASB dispone che i flussi debbano essere articolati sul più recente  
1331 budget/previsione approvato dalla direzione aziendale. Ciò detto, il piano deve essere sviluppato in una  
1332 prospettiva aziendale di invarianza strategica e gestionale (*as is where is*). Nel caso in cui, quindi, il piano,  
1333 incorpori flussi in entrata e in uscita correlati a investimenti, ristrutturazioni future od ottimizzazioni, si rende  
1334 necessario rivedere il piano in modo tale da ricondurre lo stesso alle condizioni indicate dallo IAS 36.

1335 Nello specifico, lo IAS 36 specifica che sono esclusi dalla determinazione del valore d'uso i flussi connessi a  
1336 ristrutturazioni in cui l'azienda non si è ancora impegnata. Laddove, quindi, l'impresa si sia impegnata in una  
1337 ristrutturazione, occorre considerare i flussi in uscita connessi alla realizzazione della ristrutturazione  
1338 medesima, e, in seguito al completamento della ristrutturazione, i flussi positivi derivanti dalle ottimizzazioni  
1339 ricavate sulla base dei più recenti budget/previsioni.

1340 L'esperto deve riporre particolare attenzione sulle azioni che l'impresa intende attivare per reagire alla crisi.  
1341 Come il management intende rispondere alla crisi e quali iniziative stia programmando rappresentano gli  
1342 elementi da cui dipende lo sviluppo non inerziale delle performance d'impresa. Lo IAS 36.44 richiede che la  
1343 stima del valore d'uso abbia a riferimento le condizioni correnti dell'impresa e quindi esclude gli effetti di  
1344 future ristrutturazioni. Lo IAS 37.70 esplicita alcuni esempi di future ristrutturazioni :

- 1345 e) *sale or termination of a line of business,*
- 1346 f) *the closure of business locations in a country or region or the relocation of*  
1347 *business activities from one country or region to another;*
- 1348 g) *changes in management structure, for example, eliminating a layer of*  
1349 *management; and;*

1350 h) *fundamental reorganizations that have a material effect on the nature and*  
1351 *focus of the entity's operations;*

1352 Occorre valutare se le azioni in risposta allo scenario della crisi ricadono in questa categoria; ovvero se sono  
1353 adattamenti dell'impresa al nuovo ambiente post Covid (il c.d. "*new normal*") e se le azioni siano  
1354 unilateralmente prese dall'impresa (vale a dire sotto il suo controllo), se tali condizioni sono soddisfatte  
1355 possono essere considerate nella stima del valore d'uso.

1356 I flussi finanziari, nonostante il valore d'uso rappresenti un valore *entity specific*, oltre ad essere ragionevoli  
1357 e dimostrabili, devono dare prevalenza alle evidenze esterne. Tale condizione evidenzia anche la necessità  
1358 che le ipotesi concernenti le proiezioni dei flussi trovino corrispondenza con le risultanze passate e con le  
1359 condizioni esistenti che, stante la situazione attuale, non potranno non tenere in considerazione gli scenari  
1360 futuri legati all'emergenza pandemica. Essendo il piano di riferimento del valore d'uso legato alle ragionevoli  
1361 previsioni di medio e lungo periodo, l'impresa necessita di considerare anche la resilienza della stessa alla  
1362 pandemia, ipotizzando l'eventuale impatto che l'emergenza può avere sia nel breve periodo sia, appunto,  
1363 nel medio e lungo termine. A tale scopo si pone la necessità di dover preliminarmente stimare, oltre alla  
1364 durata presunta dei riflessi che l'emergenza può avere sul settore e più specificamente sull'impresa, anche il  
1365 periodo di ritorno alla normalità, l'impatto delle manovre di supporto e gli eventuali effetti permanenti.

1366 In questa prospettiva, sono indicate una serie di limitazioni da considerarsi prescrittive come:

- 1367 - l'inclusione delle spese di manutenzione ordinaria, quale anche la sostituzione di attività  
1368 (investimenti di rinnovo) di una *cash generating unit* che presentano una vita utile economica  
1369 inferiore al periodo temporale considerato. In tale prospettiva, risulta necessario anche considerare  
1370 eventuali mutamenti di politica aziendale sulla citata vita utile economica degli elementi strumentali  
1371 in uso;
- 1372 - l'inclusione di flussi finanziari in uscita per rendere un elemento pronto per l'utilizzo o la vendita.

1373 Inoltre i flussi finanziari non devono includere flussi finanziari di natura finanziaria e se vengono utilizzati tassi  
1374 di sconto pre-tax vanno esclusi anche i flussi finanziari legati a pagamenti o rimborsi fiscali.

1375 Lo IAS 36 indica che la determinazione analitica dei flussi non possa coprire un orizzonte temporale eccedente  
1376 i cinque anni. Nel caso in cui la direzione aziendale decida di adottare proiezioni lungo un periodo temporale  
1377 più ampio, deve:

- 1378 - giustificare la scelta sulla base delle circostanze specifiche che hanno motivato tale decisione (per  
1379 esempio, presenza di specifiche concessioni o licenze);
- 1380 - disporre di un budget/previsioni che superi il periodo temporale quinquennale in cui siano proiezioni  
1381 che sono ritenute attendibili anche giustificando tale soluzione sulla base di essere in grado, alla luce  
1382 di esperienze passate, di determinare i flussi per un periodo ultra-quinquennale con accuratezza;
- 1383 - adottare, a meno di specifica e motivata circostanza (per esempio, in ragione dei modelli di ciclo di  
1384 vita della vita del prodotto o di particolari episodi normativi o politici), un tasso di crescita stabile o  
1385 in diminuzione (anche negativo). Più specificamente, lo IAS 36 indica che, salvo giustificazioni che  
1386 possano motivare un tasso superiore "*il tasso di crescita non debba eccedere il tasso medio di crescita*  
1387 *a lungo termine della produzione, dei settori industriali, del Paese o dei Paesi in cui l'entità opera, o*  
1388 *del mercato nel quale il bene utilizzato è inserito*" (IAS 36, par. 33, lett. c).

1389 Il tasso di attualizzazione deve riflettere le valutazioni correnti di mercato:

- 1390 - del valore temporale del denaro;
- 1391 - dei rischi specifici dell'attività.

1392 Il tasso viene approssimato a "*il tasso implicito utilizzato per attività similari nelle contrattazioni*  
1393 *correntemente presenti nel mercato o attraverso il costo medio ponderato del capitale di un'entità quotata*  
1394 *che ha una singola attività (o un portafoglio di attività) simile all'attività considerata in termini di servizio e*

1395 *rischi*". Non sono poste limitazioni all'utilizzo di specifici indici, anche se rileva evidenziare che nella prassi  
1396 assai ampio è il riconoscimento del (*post-tax*) wacc come riferimento per la determinazione del tasso di  
1397 attualizzazione.

1398

## 1399 7. I vincoli alla stima del *fair value*

1400 Lo IAS 36 fornisce alcune limitate considerazioni in merito alla determinazione del *fair value* al netto dei costi  
1401 di vendita, rinviando di fatto alle previsioni di carattere più generale contenute nell'IFRS 13, *Valutazione del*  
1402 *fair value*.

1403 Il *fair value* non è, a differenza del valore d'uso, un valore *entity-specific*, e riflette il valore attribuito da  
1404 partecipante al mercato ad una attività, rappresentando di fatto il prezzo che sarebbe realizzabile dalla  
1405 cessione dell'attività (*exit price*) in una transazione regolare alla data di misurazione sul mercato principale.

1406 Il *fair value* dovrebbe approssimare il prezzo ricavabile dalla vendita dell'attività in una transazione nelle  
1407 condizioni correnti di mercato.

1408 Non sono previste limitazioni in merito alle metodologie applicabili, anche se queste devono essere  
1409 inquadrare in uno degli approcci richiamati dall'IFRS 13: *income approach*; *cost approach*; e, *market*  
1410 *approach*.

1411 L'impresa deve fare riferimento alle migliori evidenze prodotte dal mercato. Essendo l'emergenza pandemica  
1412 un fatto che interessa l'esercizio 2020, le determinazioni quantitative devono, quindi, saper cogliere le  
1413 eventuali oscillazioni, se esistenti per lo più aventi segno negativo, che sono emerse a seguito dei riflessi  
1414 derivanti dall'emergenza pandemica.

1415 Le migliori evidenze sono desunte da accordi vincolanti di vendita stabiliti in libere transizioni al netto dei  
1416 costi di vendita.

1417 L'IFRS 13 considera che sia possibile stimare il *fair value* anche in assenza di quotazione di un'attività identica  
1418 in un mercato attivo (*mark-to-market*). In questi casi il *fair value* deve essere stimato (*mark-to model*). Al  
1419 riguardo l'IFRS 13.3 recita: "*When a price for an identical asset or liability is not observable, an entity*  
1420 *measures fair value using another valuation technique that maximises the use of relevant observable inputs*  
1421 *and minimises the use of unobservable inputs. Because fair value is a market-based measurement, it is*  
1422 *measured using the assumptions that market participants would use when pricing the asset or liability,*  
1423 *including assumptions about risk. As a result, an entity's intention to hold an asset or to settle or otherwise*  
1424 *fulfil a liability is not relevant when measuring fair value.*"

1425 Il principio osserva anche che, in assenza di evidenze specifiche del mercato, la determinazione del *fair value*  
1426 potrebbe non essere effettuabile, non essendo disponibili le informazioni necessarie per effettuare stime  
1427 attendibili del prezzo a cui avrebbe luogo una transazione libera tra operatori di mercato.

1428 L'emergenza attuale, peraltro, evidenzia come non sia sempre agevole individuare un mercato attivo per  
1429 beni simili ed in ogni caso, occorre identificare che le transazioni esaminate non siano originate da  
1430 operazioni effettuate tra soggetti desiderose di dismettere il bene in condizioni che non approssimano le  
1431 vendite libere; laddove ciò si verificasse, infatti, il valore individuato rappresenterebbe una liquidazione  
1432 forzata piuttosto che un *fair value*.

1433 A questi fini, resta valido quanto già affermato nel documento OIV in tema di *impairment nelle fasi di crisi*  
1434 *finanziaria e reale* del 2012, in cui si indicava che:

1435 "*La stima del fair value non può che adottare in questi casi la prospettiva di un ipotetico partecipante ad un*  
1436 *ipotetico mercato, assumendo così un elevato grado di astrazione. La soluzione suggerita quando si decide*  
1437 *di utilizzare il criterio del reddito per la stima del fair value di consiste nel muovere comunque dal piano*  
1438 *operativo formulato dal management e di procedere poi a rettificare il piano: (a) sterilizzando le special*

1439 *assumptions che possono caratterizzare il piano operativo del management, ma che i partecipanti al mercato*  
1440 *non assumerebbero in quanto eccessivamente ambiziose; (b) inserendo gli oneri che un partecipante al*  
1441 *mercato dovrebbe sostenere per garantire l’HBU della CGU; (c) inserendo le prudenze che le condizioni di*  
1442 *carenza di liquidità suggeriscono in merito alla stima dei fabbisogni di cassa operativi dell’entità; (d)*  
1443 *inserendo i benefici che un partecipante al mercato potrebbe trarre dall’uso della CGU o del gruppo di CGU*  
1444 *unitamente ad altre attività. Poiché i flussi prospettici così ricostruiti si caratterizzano per una elevata*  
1445 *incertezza occorre poi considerarne il rischio di realizzazione alternativamente riducendo i flussi di piano per*  
1446 *esprimere flussi medi attesi o incrementando il tasso di attualizzazione di un adeguato premio per il rischio”*  
1447 *(OIV DP 2012, LG7).*

1448 Il *fair value* risente oltre che della variazione dei fondamentali anche delle condizioni di mercato. In  
1449 particolare per alcune attività il mercato di riferimento potrebbe essere completamente illiquido (privo di  
1450 transazioni) e/o le poche transazioni possono riguardare soggetti costretti a vendere (*forced sales o quick*  
1451 *sales*) e non esprimono quindi prezzi fattibili. Questa circostanza comporta due principali conseguenze:

- 1452 a) la stima del *fair value* deve considerare la illiquidità del mercato della specifica attività. Ciò significa  
1453 che in assenza di transazioni o in presenza di transazioni non espressive di prezzi fattibili, quando  
1454 l’esperto deve ricorrere all’*income approach* è opportuno che consideri l’illiquidità dell’attività o  
1455 attraverso una stima autonoma dello sconto per la mancanza di liquidità da applicare al valore  
1456 reddituale o attraverso un tasso di sconto (rendimento richiesto dal mercato) superiore al costo del  
1457 capitale (in quanto l’investitore nella specifica attività considera oltre al rischio dei flussi di risultato  
1458 attesi anche il rischio di volatilità di prezzo dell’attività);
- 1459 b) il *fair value* può risultare più volatile del valor d’uso in quanto riflette oltre alle variazioni nei  
1460 fondamentali anche le variazioni nelle condizioni di mercato in termini di liquidità.

1461 Il valore d’uso, essendo un valore specifico dell’impresa, risente di una serie di fattori che non possono  
1462 trovare rispondenza nella valutazione al *fair value* effettuata nella logica dei partecipanti al mercato.

1463 Lo IAS 36, par 53(A) richiama una serie di elementi, quali:

- 1464 - valore aggiunto derivato dal raggruppamento di attività (quale la creazione di un portafoglio di  
1465 immobili in diverse localizzazioni);
- 1466 - sinergie tra l’attività da valutare e altre attività;
- 1467 - i diritti o le restrizioni legali riguardanti specificatamente solo l’attuale proprietario dell’attività; e
- 1468 - i benefici o gli aggravii fiscali riguardanti specificatamente l’attuale proprietario dell’attività.

1469 Nel contempo, il *fair value*, riflettendo le prospettive e le operazioni che possono essere poste in essere da  
1470 un partecipante al mercato per mantenere l’*high and best use* dell’attività, incorporano il risultato di una  
1471 serie di assunzioni estranee al valore d’uso, che possono andare dalla misurazione delle sinergie disponibili  
1472 agli operatori di mercato alle risultanze derivanti da investimenti e ristrutturazioni.

1473 In assenza delle informazioni necessarie per la stima del *fair value*, l’esperto dovrebbe far ricorso alla stima  
1474 del valore d’uso.

1475

## 1476 8. *L’impairment test dell’avviamento (di primo e secondo livello)*

1477 Il processo di *impairment test* dell’avviamento implica decisioni di natura discrezionale da compiersi nel  
1478 rispetto del quadro normativo, dei principi contabili e dei principi di valutazione. Aspetti discrezionali  
1479 riguardano la fase di impostazione del processo quando si definiscono le CGU e vi si alloca l’avviamento, la  
1480 fase estimativa del valore recuperabile, e la fase finale tramite le verifiche di ragionevolezza delle stime.

1481 L’impianto deve essere rivisto se emergono eventi esterni che creano un deterioramento delle condizioni  
1482 economiche generali, come appunto nel caso di una pandemia. Il peggioramento delle condizioni operative

1483 e/o di accesso alle fonti di finanziamento impatta sulla situazione attuale e sul quadro evolutivo, indicando  
1484 rilevanti possibilità che l'avviamento possa essersi indebolito (IAS 36.12).

1485 L'impostazione e la governance del processo coinvolgono direttamente gli organi amministrativi, gli organi  
1486 di controllo e il management, è dunque loro la competenza sulle modifiche da apportare a seguito di un  
1487 *triggering event*. Gli esperti di valutazione (interni o esterni) sono invece coinvolti direttamente nel  
1488 procedimento valutativo e devono effettuare il confronto tra valore contabile e valore recuperabile  
1489 dell'avviamento alla luce degli effetti dell'evento esterno rilevante.

1490 In particolare, per il valore d'uso possono emergere segnali che vi è, o vi sarà, un impatto sui flussi di cassa  
1491 in relazione a maggiori fabbisogni per l'acquisizione o utilizzo dell'attività oppure a minori benefici legati  
1492 all'utilizzo attuale o futuro dell'attività (IAS 36.14). Nel caso di avviamento questo significa che la CGU (o il  
1493 gruppo di CGU cui l'avviamento è allocato) richiede più investimenti per mantenere la redditività o che  
1494 comunque la sua capacità di generare flussi di cassa operativi è diminuita rispetto a quanto precedentemente  
1495 previsto dal piano. In questa circostanza il management deve provvedere la sua migliore stima dei flussi di  
1496 cassa futuri, aggiornando tempestivamente il budget e/o il piano (IAS 36, par. 33).

#### 1497 *Effetti sulla riorganizzazione delle CGU*

1498 L'identificazione delle CGU, o dei gruppi di CGU, deve essere mantenuta costante a meno che non emerga  
1499 un cambiamento significativo. Gli effetti immediati del Covid-19 - l'interruzione della catena di fornitura, la  
1500 sospensione dell'attività produttiva e la conseguente perdita di clienti, il drastico calo della domanda –  
1501 possono portare a revisioni dei profili strategici in atto. In funzione del settore, della posizione competitiva  
1502 all'interno del settore, dell'esposizione ad altre categorie di rischio (es. tassi di cambio), il management può  
1503 decidere di non perseguire più lo sviluppo di una o più unità di business, ovvero può decidere di modificare  
1504 il criterio aggregativo (ad es. per prodotti vs per mercati).

1505 Nel caso che le unità di business vengano ridefinite significativamente, ne consegue una riorganizzazione  
1506 delle CGU su cui allocare l'avviamento. L'entità dovrebbe in ogni caso evitare di riportare le CGU ad un livello  
1507 di definizione troppo alto, attraverso processi di accorpamento che violano il principio della minima  
1508 elementarità e indipendenza della CGU (IAS 36.68).

1509 Vi possono essere casi in cui l'entità si sia limitata ad identificare il gruppo di CGU cui è allocato l'avviamento,  
1510 ma non le singole CGU (spesso il gruppo di CGU cui è allocato l'avviamento coincide con il limite massimo del  
1511 segmento operativo). Come è noto ai sensi dello IAS 36.22 l'*impairment test* delle singole attività che non  
1512 generano flussi di cassa in entrata largamente indipendenti da quelli di altre attività o gruppi di attività deve  
1513 essere compiuto a livello di CGU. Se l'entità non ha mai dovuto affrontare una situazione di presunzione di  
1514 *impairment* delle attività materiali ed immateriali a vita indefinita così pervasiva può verificarsi il caso che  
1515 l'entità non abbia definito e mappato tutte le CGU. In questi casi occorre particolare attenzione a verificare  
1516 come le CGU siano identificate, nel rispetto del principio secondo il quale la CGU è il più piccolo gruppo di  
1517 attività che genera flussi di cassa in entrata largamente indipendenti dai cash flow generati dalle altre attività.

1518 Se la riorganizzazione delle CGU ha già avuto luogo alla data di riferimento dell'*impairment*, occorre  
1519 effettuare il *test* nella nuova prospettiva. Se il piano aziendale prevede invece una futura riorganizzazione  
1520 delle CGU, di essa non si può tenere conto ed occorre rendere omogenea la "vista" del piano con quella delle  
1521 CGU alla data di riferimento dell'*impairment test*.

1522 Ancorché non richiesto dallo IAS 36, è frequente che quando si proceda ad una riallocazione del *goodwill*  
1523 alle CGU accorpando più CGU in un gruppo più ampio o separando CGU dal gruppo di cui facevano parte) la  
1524 società di revisione richieda di svolgere un *impairment test* sia con la precedente "vista" (CGU ante  
1525 riorganizzazione) sia con la nuova "vista" (CGU post riorganizzazione) al fine di verificare che la modifica di  
1526 CGU non sia stata motivata dalla volontà di superare l'*impairment test* dell'avviamento (ad esempio

1527 aggregando al gruppo CGU prive di avviamento contabile ma con elevato avviamento economico, così da  
1528 accrescere l'*headroom* fra valore recuperabile e *carrying amount* del gruppo di CGU). In contesti di crisi la  
1529 doppia vista dell'*impairment test* può essere molto complessa, in quanto la riorganizzazione – se genuina –  
1530 è volta a reagire alla crisi e quindi a modificare il modello di business dell'entità, proprio per evitare di  
1531 incorrere nel rischio di perdite di valore. La modifica del gruppo di CU cui è allocato l'avviamento – se genuina  
1532 - non scaturisce dall'esigenza di "nascondere" errori gestionali del passato, ma dall'esigenza di meglio  
1533 affrontare il futuro. In questi casi l'esperto può limitarsi a valutare il gruppo di CGU post riorganizzazione,  
1534 dopo aver svolto un'analisi convincente sulla genuinità della riorganizzazione.

1535 In caso di aggregazione di più CGU, l'esperto di valutazione è chiamato ad una particolare attenzione, infatti  
1536 l'allocazione dell'avviamento deve essere realizzata seguendo un criterio del valore simile a quello utilizzato  
1537 quando una entità dismette un'unità generatrice di flussi finanziari (IAS 36.87). Dunque, è consigliabile che  
1538 l'esperto valuti singolarmente le CGU che vengono aggregate fra loro, tenendo opportunamente conto anche  
1539 delle possibili sinergie economiche che hanno indotto la riorganizzazione.

1540 *La stima del FV dell'avviamento con il mark-to-market*

1541 Il *fair value* esprime il prezzo che potrebbe essere ricavato dalla vendita dell'attività o della CGU o del gruppo  
1542 di CGU sul mercato alla data della valutazione. Il *fair value* della CGU o del gruppo di CGU cui è allocato  
1543 l'avviamento può essere ricavato direttamente dai prezzi di mercato (*market approach*) solo in situazioni  
1544 circoscritte, come ad esempio quando l'entità ha un unico gruppo di CGU cui è allocato l'avviamento ed è  
1545 quotata. Anche in questi casi la coincidenza fra la capitalizzazione di borsa ed il *fair value* si fonda su alcune  
1546 assunzioni che non sono necessariamente verificate, specialmente in condizioni di crisi. In particolare la  
1547 coincidenza presuppone che:

- 1548 a) non vi sia asimmetria informativa fra mercato finanziario ed entità. Normalmente alla data della  
1549 valutazione (ad esempio il 30 giugno 2020) il mercato finanziario non conosce ancora i dati di  
1550 consuntivo che formeranno il rendiconto semestrale. Questa circostanza in condizioni ordinarie può  
1551 essere considerata di poco rilievo, ma in condizioni di crisi assume particolare rilievo in quanto la  
1552 capitalizzazione di borsa può sovra o sottostimare il *fair value*;
- 1553 b) la quotazione del titolo si riferisce ad un'unità di valutazione diversa dalla CGU o dal gruppo di CGU  
1554 nella prospettiva del soggetto che ne detiene il controllo. Per questa ragione – ad eccezione dei casi  
1555 in cui il controllo dell'entità è contendibile – la capitalizzazione di borsa può differire dal *fair value*  
1556 per quattro principali elementi:
- 1557 i. l'eventuale premio di controllo;
  - 1558 ii. la differente prospettiva di investimento di lungo termine nel caso del soggetto di  
1559 controllo e/o di breve termine nel caso dell'azionista di minoranza;
  - 1560 iii. la diversa liquidità delle azioni di minoranza rispetto alla CGU o al gruppo di CGU sul  
1561 mercato del controllo;
  - 1562 iv. la diversa struttura finanziaria di riferimento, rappresentata per l'azionista di  
1563 minoranza dalla struttura finanziaria as is e per l'azionista di controllo dalla struttura  
1564 finanziaria target.

1565 Per queste ragioni l'uso del *market approach* ai fini dell'*impairment test* dell'avviamento, in fasi di crisi può  
1566 presentare delle problematiche. Analogamente può essere difficile applicare multipli di transazioni  
1567 comparabili (per l'assenza di transazioni) o di società comparabili (per la medesima ragione secondo cui la  
1568 capitalizzazione di borsa può essere un indicatore distorto del *fair value*. Gli altri modelli valutativi si basano  
1569 sui flussi di risultato (*income approach*) o sul costo di rimpiazzo nello stato d'uso corrente (*cost approach*) dai  
1570 quali è ricavato l'ipotetico prezzo di cessione al netto dei costi di vendita della CGU. Nell'uso di un modello  
1571 di stima l'esperto deve massimizzare l'uso di input osservabili minimizzare l'uso di input non osservabili (IFRS  
1572 13.67).

1573 Qualunque sia il criterio e/o l'approccio adottato è utile che l'esperto effettui una riconciliazione del divario  
1574 tra capitalizzazione di borsa e valore recuperabile (valore d'uso e/o *fair value*), individuandone le cause.

1575 Nella riconciliazione tra prezzo di mercato e *fair value*, l'esperto deve comunque considerare gli effetti  
1576 contrastanti degli assunti su cui si basa la stima del *fair value*, ossia che:

- 1577 • oggetto di vendita è la CGU e non il singolo titolo;
- 1578 • le sinergie specifiche non sono incluse nel *fair value*;
- 1579 • Tutti i progressi reddituali e le possibili riduzioni dei rischi realizzabili dai partecipanti al mercato  
1580 (*HBU*), al netto dei relativi costi per realizzarli, sono inclusi;
- 1581 • le asimmetrie informative si assume siano disvelate durante il periodo di commercializzazione  
1582 (antecedente alla data di stima del *fair value*).

1583 *Costi corporate e corporate asset ed impairment test dell'avviamento di secondo livello*

1584 Dopo aver confrontato il valore recuperabile delle CGU con il rispettivo valore contabile (*impairment* di I  
1585 livello), quando vi siano attività o costi non allocati (né allocabili) alle CG, occorre effettuare il confronto tra  
1586 il valore recuperabile dell'entità nel suo complesso e il suo valore contabile (*impairment* di II livello). La  
1587 ragione di ciò va ricercata nel fatto che in assenza di prezzi di trasferimento per i servizi forniti dalla struttura  
1588 *corporate* i flussi di risultato delle CGU incorporino anche una quota destinata a remunerare i servizi  
1589 *corporate*.

1590 9. *L'impairment test delle altre attività.*

1591 *L'impianto generale dell'impairment test delle altre attività*

1592 Le immobilizzazioni materiali, quali impianti, macchinari e attrezzature, così come le immobilizzazioni  
1593 immateriali devono essere sottoposte al *test* di *impairment*: separatamente, se suscettibili di generare flussi  
1594 di cassa autonomi, a livello di CGU se non sono in grado di generare flussi di cassa autonomi (IAS 36.22). Per  
1595 i beni a vita utile definita l'*impairment test* deve essere effettuato solo in presenza di indicatori di eventuali  
1596 perdite di valore, mentre per i beni a vita indefinita l'*impairment test* deve essere effettuato con cadenza  
1597 almeno annuale (IAS 36.11).

1598 Le entità possono avere attività da sottoporre comunque ad *impairment test*, anche se non si qualificano  
1599 come immobilizzazioni e non sono attività finanziarie. Anche queste attività dovrebbero essere sottoposte a  
1600 *impairment test* se subiscono gli effetti del Covid-19, in particolar modo se derivano da transazioni con  
1601 operatori esterni, la cui affidabilità è adesso compromessa. Ad esempio, l'entità potrebbe avere dei crediti  
1602 per pagamenti anticipati senza che la controparte possa garantire la fornitura dei beni o l'erogazione dei  
1603 servizi né il rimborso del pagamento.

1604 L'*impairment test* delle attività diverse dall'avviamento deve precedere l'*impairment test* dell'avviamento, in  
1605 quanto il valore eventualmente svalutato delle attività concorre a formare il valore contabile della CGU o del  
1606 gruppo di CGU cui è allocato l'avviamento da porre a confronto con il valore recuperabile. In particolare  
1607 l'*impairment test* sulle attività deve essere effettuato con questo ordine di priorità (IAS 36.97):

- 1608 • singole attività;
- 1609 • CGU a cui è stato allocato l'avviamento;
- 1610 • gruppi di GCU a cui è stato allocato l'avviamento.

1611 *Il valore recuperabile delle attività diverse dall'avviamento*

1612 Anche per le attività diverse dall'avviamento l'*impairment test* comporta il confronto tra il valore  
1613 recuperabile delle attività e il loro valore contabile. Qualora il valore recuperabile sia inferiore al valore

1614 contabile dell'attività si dovrà procedere alla riduzione del valore contabile al livello del valore recuperabile  
1615 (IAS 36.59). Qualora la quantità stimata della perdita di valore sia superiore al valore contabile del bene a cui  
1616 si riferisce, l'azienda dovrà contabilizzare una passività soltanto se questo è richiesto da un altro principio  
1617 contabile (IAS 36 par. 62).

1618 L'entità, al momento della redazione del bilancio, deve verificare se il valore recuperabile dell'attività  
1619 giustifica in tutto o in parte la sussistenza della perdita di valore rilevata negli esercizi precedenti. Se viene  
1620 verificata l'esistenza di un recupero di valore dell'attività, si deve rettificare la perdita di valore rilevata in  
1621 precedenza ed incrementare il valore contabile del bene fino ad un valore non superiore a quello che l'attività  
1622 avrebbe avuto contabilmente se la perdita non fosse stata rilevata (IAS 36.117).

1623 La perdita da *impairment* di un'attività diversa dall'avviamento può essere ripristinata se vengono meno le  
1624 condizioni che hanno portato alla svalutazione. Questa circostanza spiega perché la perdita di valore  
1625 dell'attività che e deve essere rilevata ai sensi degli IAS/IFRS non sia necessariamente una perdita  
1626 permanente, ma possa essere anche una perdita temporanea. Questa circostanza assume particolare rilievo  
1627 per le implicazioni che una sua non corretta applicazione può comportare in capo all'entità che concepisse  
1628 di dover registrare esclusivamente le perdite durevoli di valore delle attività diverse dall'avviamento. Infatti  
1629 in questo caso si genererebbero i seguenti effetti:

- 1630 a) il valore delle attività diverse dall'avviamento verrebbe mantenuto pari al loro valore contabile ante  
1631 *impairment*;
- 1632 b) in presenza di una riduzione del valore recuperabile della CGU o del gruppo di CGU cui tali attività  
1633 appartengono, si potrebbe generare una *impairment loss* dell'avviamento.

1634 Alla fine l'entità rileverebbe una *impairment loss* che tuttavia non sarebbe ripristinabile, come invece avrebbe  
1635 potuto essere qualora fosse stata correttamente imputata alle attività e non invece fatta risalire sino  
1636 all'avviamento.

1637 Nel caso di attività che sono utilizzate trasversalmente da più CGU (ad esempio il brand o la tecnologia)  
1638 occorre fare attenzione a non cadere in errori di misurazione del valore recuperabile della CGU. Infatti se si  
1639 considerasse il valore attuale dei flussi di risultato che la CGU genera anche grazie all'attività immateriale  
1640 (brand o tecnologia) senza considerare alternativamente:

- 1641 a) un costo figurativo per l'uso dell'attività immateriale;
- 1642 b) un maggiore valore contabile della CGU per via dell'allocazione di una quota parte del valore  
1643 dell'attività intangibile di cui fa uso;

1644 si finirebbe rispettivamente per sovrastimare il valore recuperabile della CGU o per sottostimare il valore  
1645 contabile della CGU con l'effetto di sottostimare l'eventuale perdita da *impairment*.

1646 E' infine importante sottolineare che la crisi da pandemia può aver modificato l'HBU di un'attività, rendendo  
1647 il suo uso corrente non più in grado di massimizzare i benefici per l'entità che la possiede. Ciò può favorire il  
1648 ricorso al *fair value* (come misura di valore recuperabile) o viceversa può richiedere ne caso del valore d'uso  
1649 se una diversa destinazione d'uso dell'attività consista in una ristrutturazione che viola il disposto dello IAS  
1650 36. Anche in questo caso bisogna distinguere i casi in cui il modificato HBU è definito dalla crisi da pandemia,  
1651 dai casi in cui siano il risultato di azioni volte a correggere errori gestionali del passato.

1652 *Il tasso di attualizzazione impiegato per l'impairment test delle altre attività*

1653 I tassi di sconto devono riflettere il rischio relativo ai flussi generati dalla specifica attività, considerando che  
1654 essa può avere, come nel caso dei beni immateriali, un rischio maggiore di quello generale dell'entità  
1655 (misurato dal wacc).

1656 Anche per l'*impairment test* delle altre attività, come detto precedentemente per le CGU, il tasso di  
1657 attualizzazione non deve riflettere i rischi per i quali i flussi di cassa futuri sono già stati adeguati, altrimenti  
1658 tali rischi sono duplicati (IAS 36. Par. A18). Nondimeno, può accadere che gli investitori di mercato possono  
1659 richiedere rendimenti più elevati per accettare rischi non interamente "*entity-specific*" (ad esempio rischi  
1660 relativi a un particolare settore industriale), data la maggiore incertezza nelle proiezioni del flusso di cassa  
1661 interessate da Covid-19.

1662 *Disclosure relativa all'impairment test delle altre attività*

1663 Anche per le attività diverse dall'avviamento occorre indicare come una perdita di valore si è originata e con  
1664 quali modalità l'azienda ne ha determinato l'ammontare (IAS 36.126-133). I requisiti di *disclosure* riguardano  
1665 la rilevazione degli oneri derivanti dagli *impairment losses*, includendo le assunzioni significative utilizzate nel  
1666 calcolare l'*impairment*, gli eventi e le circostanze che hanno portato alla rilevazione della perdita di valore, la  
1667 natura dell'*asset* considerato.

1668 In una situazione di pandemia devono essere considerati nel dettaglio i seguenti aspetti:

- 1669 • Quali attività sono state interessate dalla perdita di valore e perché;
- 1670 • Quanti scenari ha preso in considerazione il management nel determinare il valore recuperabile;
- 1671 • Quali ipotesi sono state fatte in ciascuno degli scenari e in che modo gli scenari differiscono l'uno  
1672 dall'altro;
- 1673 • Quali sono le ponderazioni delle probabilità assegnate a ciascuno scenario e come sono state  
1674 determinate;
- 1675 • Come sono stati determinati i tassi di attualizzazione.

1676 I requisiti di informativa dello IAS 36 si applicano anche in caso di storno di una perdita per riduzione di valore,  
1677 che può verificarsi in periodi successivi.

1678

## 1679 Parte terza: L'analisi fondamentale

1680

### 1681 10. L'esperienza delle precedenti crisi globali. La risposta delle imprese

#### 1682 10.1. Le crisi globali a partire dagli anni'70

1683 Le crisi aziendali sono un elemento insopprimibile nella vita economica, con le quali le imprese, le autorità  
1684 pubbliche e le diverse categorie di portatori di interessi devono imparare a confrontarsi. La loro origine può  
1685 essere dovuta:

- 1686 a) a crisi economiche generali, che colpiscono l'intero sistema economico, anche con effetti  
1687 interconnessi (*crisi sistemiche*) e talora estesi all'economia globale;
- 1688 b) a crisi economiche settoriali, che colpiscono direttamente solo le imprese appartenenti a  
1689 particolari comparti dell'economia;
- 1690 c) a cause aziendali specifiche, che si sovrappongono alle altre e che possono manifestarsi  
1691 anche in presenza di una congiuntura non negativa.

1692 Nell'attuale contesto interessano soprattutto le crisi del primo tipo (i cui effetti possono peraltro essere resi  
1693 più complessi da circostanze di settore o di azienda). In proposito è utile ricordare che dopo la lunga fase di  
1694 espansione del periodo 1945-1970 l'economia italiana è stata colpita da più "ondate" di crisi, sia pure con  
1695 fisionomie diverse. Di seguito sono riassunti i loro tratti distintivi.

1696 1) Lo "*shock petrolifero*" del 1973, conseguente alla *Guerra del Kippur*, causò una fortissima  
1697 inflazione (sino al 19%, in Italia, nel 1974) e costrinse le imprese a pesanti ristrutturazioni alla  
1698 ricerca di una maggiore efficienza gestionale. A questo sforzo in molti casi si accompagnò un  
1699 ritorno al "*core business*", correggendo gli eccessi di diversificazione compiuti nel periodo di  
1700 sviluppo post-bellico.

1701 Un secondo "*shock petrolifero*" si manifestò poi nel 1980, in seguito alla rivoluzione iraniana.  
1702 In entrambi i casi si trattò di crisi "da offerta", causate peraltro da restrizioni relative ad un  
1703 fattore strategico: il petrolio.

1704 2) La lunga espansione del periodo 1983-1990 fu interrotta nel 1992 dall'uscita della lira italiana  
1705 (e della sterlina britannica) dal serpente monetario europeo, accompagnata da una pesante  
1706 svalutazione, che generò conseguenze diffuse. Il forte innalzamento dei tassi bancari (in Italia  
1707 fu superato il 17%) mise in difficoltà tutti i grandi prenditori di credito. Sul piano generale la  
1708 crisi condusse a importanti ristrutturazioni per la ricerca della competitività, in un quadro  
1709 caratterizzato da una crescente globalizzazione.

1710 3) Nel 2000-2001 lo scoppio della bolla speculativa delle "*Dot-Com*", inizialmente di natura  
1711 finanziaria, ebbe in seguito effetti anche sull'economia reale. In Europa, dopo l'introduzione  
1712 dell'euro si verificò un aumento dei prezzi accompagnato da un ristagno della produttività. Il  
1713 fenomeno fu più sensibile in Italia, ove produsse una perdita di competitività nei confronti  
1714 della Germania e di altri paesi, che determinò l'esigenza di operare altre ristrutturazioni.

1715 4) Nel 2007-2008 l'alto costo delle materie prime e lo scoppio della bolla speculativa  
1716 immobiliare negli Stati Uniti causarono una crisi con effetti sia finanziari (caduta delle borse  
1717 e dissesti bancari) sia reali (caduta delle esportazioni e degli investimenti; recessione  
1718 globale). Dopo una temporanea ripresa, nel 2010, in alcuni Paesi europei, tra cui l'Italia,

1719 sopravvenne una crisi del debito pubblico, che provocò un rialzo dei tassi e rilevanti problemi  
1720 di equilibrio per le banche, di nuovo con ricadute negative sul sistema produttivo che sono  
1721 proseguite negli anni successivi.

1722 Le aziende manifatturiere che superarono la crisi tipicamente difesero la propria  
1723 competitività attraverso la riduzione dei costi, il miglioramento quantitativo dei prodotti,  
1724 l'ampliamento della gamma offerta e il contenimento dei prezzi. In parte fu intensificato  
1725 anche lo sforzo di *marketing*, per rispondere alla maggiore dinamica della domanda estera.  
1726 In effetti, risentirono maggiormente della crisi le imprese più orientate al mercato interno.

1727 La risposta tipica alle crisi, almeno nell'area manifatturiera, sono dunque state le ristrutturazioni, sia pure  
1728 con diverso orientamento. Ciò è confermato anche dall'esame delle condotte di alcune grandi gruppi.

1729 Va notato che anche nelle "normali" fluttuazioni congiunturali (brevi), alle quali sono particolarmente  
1730 esposte le imprese dei settori ciclici, si osservano comportamenti tipici. La percezione dell'inizio della fase  
1731 avversa comporta la pronta riduzione del volume di attività per renderlo coerente con il nuovo livello della  
1732 domanda, tenendo sotto stretto controllo il capitale circolante. Se quest'ultimo è convenientemente ridotto,  
1733 l'inizio del deterioramento dei risultati economici dovrebbe essere accompagnato dalla generazione di  
1734 liquidità prodotta appunto dallo smobilizzo del circolante. Con la ripresa migliorano i conti economici, ma si  
1735 manifesta il fabbisogno finanziario per la ricostituzione delle scorte e delle altre componenti del capitale  
1736 circolante.

1737 La durezza della crisi, per la singola impresa, dipende dalle sue caratteristiche di elasticità e di flessibilità.  
1738 Sono colpite maggiormente le imprese con strutture produttive rigide, caratterizzate da elevati costi fissi che  
1739 non è possibile sfruttare pienamente, rispetto a quelle che possono avvalersi della comprimibilità dei costi  
1740 variabili. Reagiscono meglio alla congiuntura le imprese maggiormente flessibili, che possono dirigere almeno  
1741 parte della loro attività verso produzioni o mercati diversi, sfruttando le opportunità ancora disponibili.

1742

## 1743 10.2 I tipici momenti della risposta delle imprese

1744 Quando un'impresa si rende conto di trovarsi innanzi ad una crisi, normalmente reagisce attraverso una  
1745 sequenza di fasi ideali:

- 1746 a) la fase conoscitiva e di analisi, che si propone essenzialmente di individuare l'origine e la  
1747 direzione della crisi, di verificare l'esistenza delle condizioni per uno sforzo di rilancio, di  
1748 indicare le linee generali degli interventi da compiere e i possibili risultati;
- 1749 b) la fase di emergenza, caratterizzata dalle misure di stabilizzazione immediata, dai  
1750 provvedimenti organizzativi urgenti e dall'acquisizione del sostegno degli *stakeholder*;
- 1751 c) la fase di cambiamento strategico, che comprende la riformulazione della strategia, la  
1752 riforma dei processi aziendali critici, il cambiamento organizzativo; in concomitanza deve  
1753 essere programmata l'evoluzione del quadro finanziario dell'impresa;
- 1754 d) la fase di attuazione del cambiamento, con la ripresa della creazione di valore.

1755 Questa suddivisione risponde a esigenze logiche e tecniche, perché diversi sono i problemi da affrontare e  
1756 diversi sono gli strumenti disponibili. Sul piano pratico, tuttavia, è necessario che le diverse fasi si integrino e  
1757 quando possibile si sovrappongano temporalmente per dare speditezza e incisività all'azione. In particolare,  
1758 è utile che alcune misure per la "messa in sicurezza" dell'impresa siano adottate non appena possibile, anche  
1759 nel corso della fase diagnostica, e che lo studio dei processi di cambiamento strategico inizi precocemente,  
1760 quando è in corso la stabilizzazione del sistema aziendale. E fin dal principio sono da individuare le azioni in

1761 quel momento possibili per produrre risultati: il compito che diverrà preminente nella fase attuativa. La  
1762 gestione del processo deve perciò essere integrata.

1763 Nella *fase conoscitiva e di analisi* è necessario raccogliere, in tempi generalmente brevi per l'urgenza richiesta  
1764 da alcune misure immediate, gli elementi per comporre un quadro complessivo della situazione aziendale,  
1765 ancora impreciso nei dettagli ma sufficientemente chiaro per cogliere gli aspetti fondamentali. Il compito  
1766 può essere difficile, anche perché una visione d'insieme può non essersi ancora formata nell'impresa.

1767 Il primo passo consiste nell'accertamento delle dimensioni della crisi e della capacità di tenuta dell'impresa.  
1768 Nei casi più gravi è particolarmente delicata la verifica della sua consistenza patrimoniale, poiché le condizioni  
1769 in atto possono richiedere la svalutazione di attivi e il rafforzamento di alcuni accantonamenti. Un giudizio  
1770 sommario sulla possibile evoluzione della crisi, accompagnato dall'individuazione delle aree di pronto  
1771 intervento, è necessario per valutare le prospettive economiche e finanziarie a breve termine, al fine di  
1772 accertarsi che si mantengano le condizioni di continuità aziendale e che possano realizzarsi anche le  
1773 condizioni finanziarie per permettere uno sforzo di rilancio.

1774 E' necessario formulare poi una prima configurazione delle misure per la stabilizzazione dell'impresa e degli  
1775 interventi che caratterizzeranno la successiva ristrutturazione. Ciò ai fini di un giudizio sommario di fattibilità,  
1776 considerando le condizioni tecniche, economiche e finanziarie dell'impresa, la qualità del *management* e la  
1777 possibile adesione al programma degli *stakeholder* il cui appoggio è essenziale.

1778 Importanti sono anche le possibili conclusioni del processo di ristrutturazione. Il risultato pieno è  
1779 rappresentato dalla stabile ripresa della creazione di valore dell'impresa, con un assetto operativo e  
1780 finanziario anche modificato, ma non troppo lontano da quello originario. In altri casi possono essere  
1781 prospettate solo soluzioni più circoscritte e talora penalizzanti.

1782 La *fase di emergenza* è caratterizzata dall'adozione di eventuali misure organizzative urgenti, dalla delicata  
1783 gestione dei rapporti con gli *stakeholder* e soprattutto dagli interventi per la "messa in sicurezza"  
1784 dell'impresa.

1785 Le misure del primo tipo possono riguardare la revisione della *governance* e del *management*, come pure  
1786 l'affiancamento da parte di specialisti esterni nelle diverse aree (esperti contabili, consulenti legali, esperti  
1787 finanziari, consulenti di *management*).

1788 Nei rapporti con gli *stakeholder* (banche, fornitori, clienti, personale, sindacati e istituzioni) il primo obiettivo  
1789 è quello della conservazione (qualche volta del ricupero) della fiducia. Nella fase di emergenza deve essere  
1790 ottenuta in generale una stabilizzazione dei rapporti in essere, in attesa di poter rappresentare ai diversi  
1791 interlocutori una precisa linea di condotta; se necessario un piano sul quale confrontarsi.

1792 Stabilizzare l'impresa significa impedire il suo ulteriore scivolamento lungo il piano inclinato della crisi,  
1793 riportandola sotto controllo. Quando la gestione torna sotto controllo si ricompongono i processi aziendali,  
1794 la cui regolarità è spesso compromessa dalle discontinuità prodotte dalla crisi. L'impresa che torna sotto  
1795 controllo riprende la capacità di programmare e di assumere impegni credibili nei confronti dei terzi.

1796 Le misure per la "messa in sicurezza" dell'impresa tipicamente comprendono:

- 1797 1) gli interventi per il presidio delle liquidità a breve termine;
- 1798 2) la gestione dei rapporti con i fornitori e con i clienti critici;
- 1799 3) la gestione dei rapporti con le banche, per ottenere l'accompagnamento finanziario  
1800 indispensabile alla continuità della gestione;
- 1801 4) le azioni immediate per migliorare la redditività e i flussi monetari, che tipicamente  
1802 comprendono la selezione ed il ridimensionamento (anche temporaneo) delle attività,

1803 l'utilizzo degli ammortizzamenti sociali, il recupero di efficienza nei flussi operativi, la  
1804 compressione dei costi di struttura;

1805 5) il rafforzamento dei controlli sulla gestione (anche per assicurare l'appropriatezza degli atti  
1806 compiuti).

1807 Al centro della successiva *fase di cambiamento strategico* vi è l'elaborazione (o l'aggiornamento) del piano  
1808 industriale e del connesso piano finanziario. I due piani sono spesso trattati come entità distinte, perché  
1809 affrontano temi diversi, che richiedono competenze differenti. È evidente tuttavia che costituiscono due  
1810 metà di una stessa sfera, che devono comporsi in unità: il piano finanziario deve sostenere il piano industriale  
1811 e deve accogliere i flussi da questo prodotti per la gestione dei rapporti con i creditori. E alla fine della  
1812 ristrutturazione il piano finanziario deve lasciare l'impresa con l'assetto necessario alla continuazione della  
1813 sua attività nel tempo.

1814 Il piano industriale tipicamente comprende: (1) la formulazione di una nuova strategia mirata; (2) un piano  
1815 di azione finalizzato al miglioramento dei processi aziendali critici; (3) il disegno dei cambiamenti organizzativi  
1816 da introdurre, in coerenza con le esigenze della strategia e dei nuovi indirizzi operativi.

1817 Il piano finanziario disciplina tutti i flussi associati al percorso di ristrutturazione, con l'obiettivo di: (1)  
1818 mostrare la sostenibilità del piano industriale; (2) gestire i rapporti con i creditori; (3) lasciare l'impresa con  
1819 una struttura finanziaria idonea.

1820 Ai fini della riformulazione della strategia aziendale in linea di principio tutti i noti modelli di analisi strategica  
1821 sono validi. Tuttavia in un contesto di crisi le scelte sono spesso più vincolate, in primo luogo per la scarsità  
1822 di risorse. Le imprese più fragili devono poi da evitare l'assunzione di nuovi rischi, sicché le scelte spesso  
1823 privilegiano le iniziative che comportano un'alea limitata (e limitati impieghi di capitale). Inoltre la delicatezza  
1824 delle condizioni aziendali rende necessario un bilanciamento particolare fra risultati a breve ed a medio-lungo  
1825 termine, così come fra flussi di reddito e flussi di cassa. Superata la fase di emergenza i vincoli diventano  
1826 meno stringenti, ma possono continuare a sussistere.

1827 Spesso la strategia segue un percorso di *focalizzazione*, cioè di concentrazione selettiva degli sforzi verso le  
1828 aree nelle quali l'impresa gode di un maggiore vantaggio competitivo, perché le iniziative così caratterizzate  
1829 offrono risultati relativamente più sicuri, in tempi ravvicinati e con investimenti più contenuti.

1830 A livello di *corporate strategy* come sempre la scelta è orientata dal confronto fra appetibilità del *business* e  
1831 capacità di competere in tale arena. Spesso si ridefinisce il *core business* e si avviano alla dismissione le  
1832 rimanenti attività. Oppure si formulano scelte di diverticalizzazione o di focalizzazione di tipo geografico.

1833 A livello di *business strategy* la selezione riguarda in primo luogo i segmenti prodotto-mercato da coltivare,  
1834 talora con una riduzione selettiva delle linee di prodotti o delle categorie di clienti serviti. Nel medio termine  
1835 può intervenire una nuova selezione in base a volumi, tassi di crescita, margini, rapidità di risposta,  
1836 stagionalità, lunghezza del ciclo produttivo e fabbisogno di circolante. Quanto alle modalità per esercitare  
1837 l'azione competitiva, molto dipende da tipo di vantaggio da attivare, di costo o di differenziazione. Ne  
1838 consegue poi la definizione del modo di gestire le diverse fasi della catena del valore.

1839 Il miglioramento dei processi critici è un importante anello di congiunzione fra la strategia e l'azione  
1840 operativa. Sinteticamente possono essere delineate tre grandi aree di intervento: (1) i processi di *marketing*  
1841 e di vendita; (2) i processi relativi alla logistica e alla produzione; (3) i processi di informazione e controllo.

1842 Per tutte le categorie di processi le variabili con le quali confrontarsi sono tre:

1843 1) il miglioramento dei costi, da realizzare ad esempio attraverso la semplificazione dei  
1844 processi, l'incremento dell'efficienza, l'esternalizzazione delle attività che non creano valore;

1845 2) il miglioramento delle qualità, intesa come conformità allo standard desiderato; l'obiettivo  
1846 può essere raggiunto ad esempio rivedendo gli *input* immessi nel processo (come gli  
1847 acquisti), rafforzando i controlli al momento dell'immissione, individuando ed eliminando  
1848 ogni causa di difformità nell'esecuzione;

1849 3) il miglioramento dei tempi di risposta, ad esempio riducendo le fasi dei processi e la  
1850 consistenza di quanto è in corso di trattamento (come le rimanenze in fase di lavorazione).

1851 Il piano industriale si completa con il nuovo disegno della struttura organizzativa, per condurre a termine la  
1852 trasformazione (dopo le misure già adottate in via immediata) in coerenza con la strategia prescelta e con la  
1853 nuova articolazione delle attività. In particolare va valutato il contributo che può derivarne dal  
1854 decentramento e dalla responsabilizzazione alla ricerca dell'efficienza, come pure dallo snellimento dei  
1855 processi ed all'incremento della flessibilità e dell'elasticità aziendale di fronte ai cambiamenti esterni.

1856 Il piano industriale deve infine essere articolato in coerenti piani di azione per singola area di responsabilità,  
1857 ove siano precisati obiettivi, strumenti, tempi e risultati.

1858 Il piano finanziario, come si è detto, disciplina tutti i flussi di risorse che accompagnano il processo di  
1859 ristrutturazione, anche per effetto di misure straordinarie.

1860 Varare piani lucidi e coerenti in ogni loro parte costitutiva è un po' come approvare una buona legge: i risultati  
1861 pratici dipenderanno dalla qualità della successiva attuazione. Si tratta evidentemente di una fase critica per  
1862 tutti coloro che sono impegnati, o comunque coinvolti, nel processo di ristrutturazione. L'enfasi è ora posta  
1863 sulla capacità di realizzazione, anziché sulla capacità di elaborazione progettuale.

1864 Le difficoltà dipendono dalla misura delle discontinuità da introdurre, dalle risorse disponibili,  
1865 dall'atteggiamento delle componenti aziendali verso il cambiamento, dalla *leadership* esercitata. Soprattutto  
1866 è necessario coniugare la saldezza degli obiettivi e l'incisività dell'azione con la duttilità necessaria per  
1867 fronteggiare tutte le cause di variabilità che possono presentarsi. Qualsiasi impresa rivede anche più volte  
1868 nel corso dell'esercizio il suo *budget*, per identificare gli sconti dalle previsioni e per approntare le  
1869 necessarie misure correttive. E anche i piani pluriennali sono regolarmente aggiornati. In presenza di una  
1870 crisi, tuttavia, le cause di variabilità sono più numerose e i loro effetti possono essere molto più pesanti. Le  
1871 turbative possono essere dovute a sviluppi inattesi, ad ipotesi di lavoro non più attuali, a misure errate o  
1872 inefficaci, a realizzazioni non corrette, a risultati comunque inferiori alle aspettative.

1873 Gli elementi critici per un efficace processo attuativo sono: (1) il realismo degli obiettivi, bilanciando  
1874 opportunamente la necessaria tensione verso l'alto con la fattibilità; (2) la responsabilizzazione, identificando  
1875 chiaramente chi deve rispondere dei risultati ai vari livelli (e traendone le conseguenze in termini di premi-  
1876 punizioni); (3) la corretta e tempestiva misurazione dei risultati; (4) la compartecipazione al comune sforzo  
1877 di tutte le componenti aziendali, da sollecitare anche con opportuni strumenti di incentivazione.

1878 Quando un'impresa si trova in un contesto di crisi i normali meccanismi di controllo di gestione devono essere  
1879 rafforzati. Soprattutto si rendono necessari dei rapporti informativi ravvicinati che consentano di tenere sotto  
1880 controllo gli elementi "sensibili" del piano. In particolare: (1) le vendite e i margini lordi; (2) i fattori critici di  
1881 *performance*; (3) la posizione finanziaria netta e il livello del circolante; (4) lo stato di avanzamento dei  
1882 progetti speciali e degli accordi eventualmente raggiunti con gli *stakeholder*. Con questi meccanismi l'azione  
1883 è stimolata al raggiungimento dei risultati attesi.

1884 Queste considerazioni permettono di comprendere come una crisi sistemica e globale comporti per  
1885 un'impresa affrontare diverse fasi che vanno dalla diagnosi dello stato di crisi, alla gestione dell'emergenza,  
1886 alla individuazione delle soluzioni ed alla loro implementazione. Ciascuna fase richiede tempo e soprattutto  
1887 scandisce differenti priorità per il management. La conseguenza è che la maggior parte delle imprese al 30

1888 giugno 2020, si troverà in una fase in cui non ha ancora messo a punto un nuovo piano strategico ed è oinvece  
1889 concentrata nella gestione dell'emergenza. Questa circostanza assume particolare rilievo in quanto pone  
1890 l'esperto di fronte ad una base informativa ancora limitata, spesso disponendo solo di un budget aggiornato  
1891 e non di un piano, oppure di proiezioni fondate su scenari molto incerti.

## 1892 11. L'esigenza di un approccio olistico

1893 L'*impairment test* nell'attuale fase di crisi dovrebbe dare evidenza de:

- 1894 a) gli effetti che la crisi si prevede genererà nel breve termine (prossimi 12-24 mesi) sui risultati d'impresa;  
1895 b) le manovre di contenimento degli effetti negativi sui flussi di cassa che l'impresa è in grado di mettere in  
1896 atto (slittamento degli investimenti, controllo del circolante, soluzioni di flessibilità operativa) per ridurre  
1897 l'esposizione agli effetti negativi della crisi;  
1898 c) le ragioni per cui si ritiene che la capacità di reddito di medio/lungo termine sia o non sia compromessa.

1899 La causa di questa crisi – come è stato messo in luce in precedenza - non è tipo finanziario, non nasce dallo  
1900 scoppio di una bolla da sopravvalutazione delle attività reali e/o finanziarie. In questo contesto l'*impairment*  
1901 *test* deve fondarsi principalmente sull'analisi fondamentale ed escludere le fonti di volatilità di natura non  
1902 fondamentale. Con tutta probabilità la maggior parte delle imprese farà riferimento, quando possibile al  
1903 valore d'uso come configurazione di valore recuperabile.

1904 L'analisi fondamentale riguarda tre diversi profili dell'impresa:

- 1905 (i) esposizione (effetti della crisi nei prossimi 12-24 mesi);  
1906 (ii) vulnerabilità (capacità dell'impresa di resistere alle tensioni dei prossimi 24-60 mesi);  
1907 (iii) resilienza (capacità di mantenere la capacità di reddito nel medio/lungo termine).

1908 Anche di fronte ad una esposizione elevata alla crisi (per il settore di attività, per l'area geografica servita,  
1909 ecc.) che si traduce in perdite di reddito e di flussi di cassa anche importanti, se non vi sono elementi di  
1910 vulnerabilità gravi (per via della capacità dell'impresa di resistere alle tensioni finanziarie ed economiche) e  
1911 si mantiene buona la resilienza delle performance dell'impresa nel medio e lungo termine, gli effetti della  
1912 crisi possono essere confinati al peggioramento delle performance di breve termine (12-24 mesi).

1913 L'*impairment test* non è un esercizio di previsione del futuro, ma la verifica se è più probabile che no che il  
1914 valore recuperabile delle attività (o delle CGU) da *testare* sia superiore al suo valore contabile. Ciò sulla base  
1915 della migliore informazione a disposizione e attribuendo maggiore peso all'informazione esterna.

1916 L'*impairment test* in un contesto di elevata incertezza deve innanzitutto dare prova di buona fede da parte  
1917 degli amministratori e degli esperti di cui l'entità si avvale per la stima del valore recuperabile. Si agisce in  
1918 buona fede quando si rivede l'appropriatezza dei metodi di stima utilizzati.

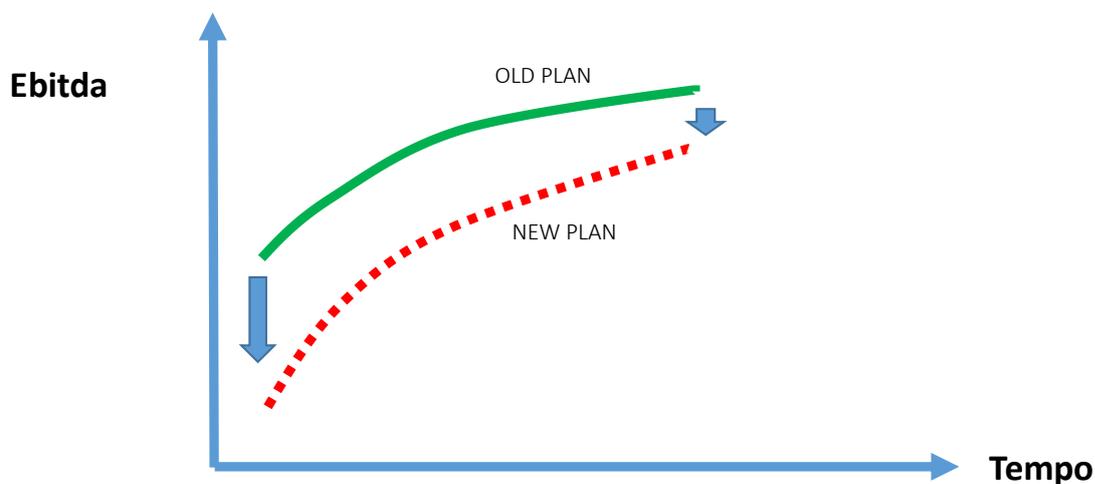
1919 Nello specifico contesto di crisi ciò richiede di tarare le tecniche di valutazione sui tre profili di analisi  
1920 fondamentale in precedenza descritti: l'esposizione; la vulnerabilità e la resilienza alla crisi.

1921 Per comprendere meglio i tre profili di analisi si è costruito il grafico seguente che illustra la dinamica prevista  
1922 dell'Ebitda di un piano d'impresa formulato antecedentemente la crisi COVID (*Old Plan*, rappresentato dalla  
1923 linea continua) a confronto con la previsione di un nuovo piano post Covid (*New Plan*, rappresentato dalla  
1924 linea tratteggiata del grafico). Il nuovo Piano a seguito della crisi prevede una riduzione di Ebitda più  
1925 consistente nel breve ed una riduzione più contenuta nell'ultimo anno di piano.

1926

1927

1928 **Grafico 8. Ebitda previsto sulla base del piano ante Covid (Old Plan) e post Covid (New Plan)**



1929

1930 Il management dell'impresa nel formulare il nuovo piano ha adottato un approccio per fasi che ha visto  
1931 dapprima la proiezione dei risultati sulla base di una logica estrapolativa e successivamente ha individuato  
1932 le azioni ed i rimedi adottabili per migliorare le performance attese da semplice sviluppo inerziale. Il Grafico  
1933 2 illustra questo approccio ed evidenzia tre diverse condizioni di impresa:

- 1934 a) l'impresa "as is" (che rappresenta, in termini di performance, la situazione corrente dell'impresa a  
1935 seguito della crisi);  
1936 b) l'impresa inerziale (che riflette la situazione attesa dell'impresa in termini di performance in assenza  
1937 di azioni correttive e/o di rimedi);  
1938 c) l'impresa "to be" (che rappresenta la situazione futura dell'impresa a seguito delle azioni correttive  
1939 e/o di rimedi)

1940 Il grafico illustra il caso di un'impresa duramente colpita dalla crisi, ma con buone possibilità di recupero  
1941 attraverso le azioni correttive /o i rimedi individuati dal management. Infatti è proprio grazie alla possibilità  
1942 di intervenire con azioni ritenute efficaci che l'impresa stima di poter parzialmente recuperare la perdita di  
1943 Ebitda in arco piano. Circostanza che comporta che la differenza di valore "as is" fra vecchio e nuovo piano  
1944 sia maggiore della stessa differenza di valore "to be" (a fine piano). Il grafico illustra anche come la perdita  
1945 di Ebitda che si avrebbe in ipotesi di assenza di interventi (sviluppo inerziale) comporterebbe una perdita più  
1946 che proporzionale rispetto alla perdita di Ebitda.

1947

1948

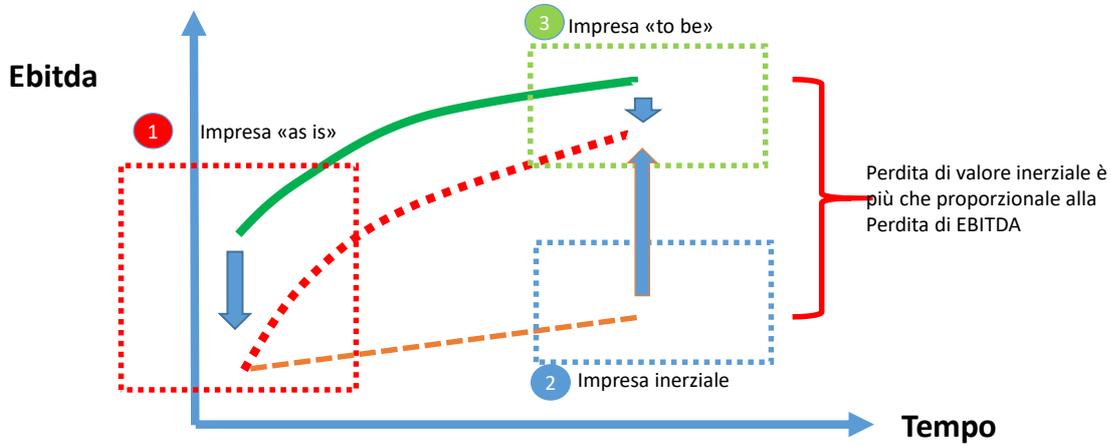
1949

1950

1951

1952

1953 **Grafico 9. Lo sviluppo delle previsioni e le tre condizioni d'impresa (as is, inerziale e to be)**

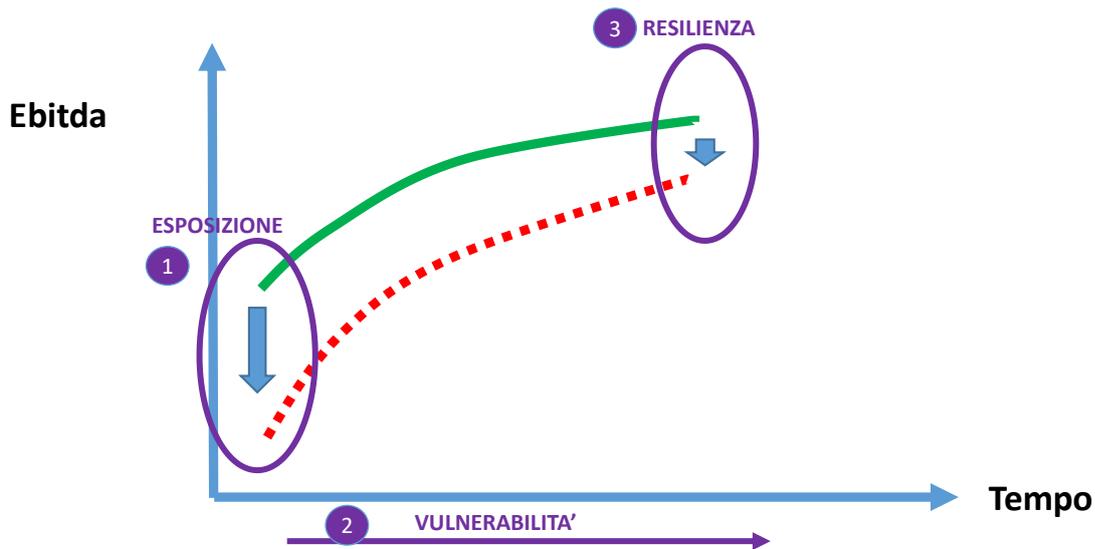


1954

1955 Il grafico successivo identifica invece i tre profili di analisi in precedenza citati (esposizione, vulnerabilità e  
 1956 resilienza) rispetto al confronto fra *Old Plan* e *New Plan*.

1957 Il profilo dell'*esposizione* riguarda il breve termine, mentre il profilo della *vulnerabilità* riguarda il percorso di  
 1958 trasformazione dell'impresa dalla condizione "as is" alla condizione "to be". Il profilo della *resilienza* riguarda  
 1959 infine l'impresa "to be" a fine piano.

1960 **Grafico 10 Esposizione, Vulnerabilità e resilienza**

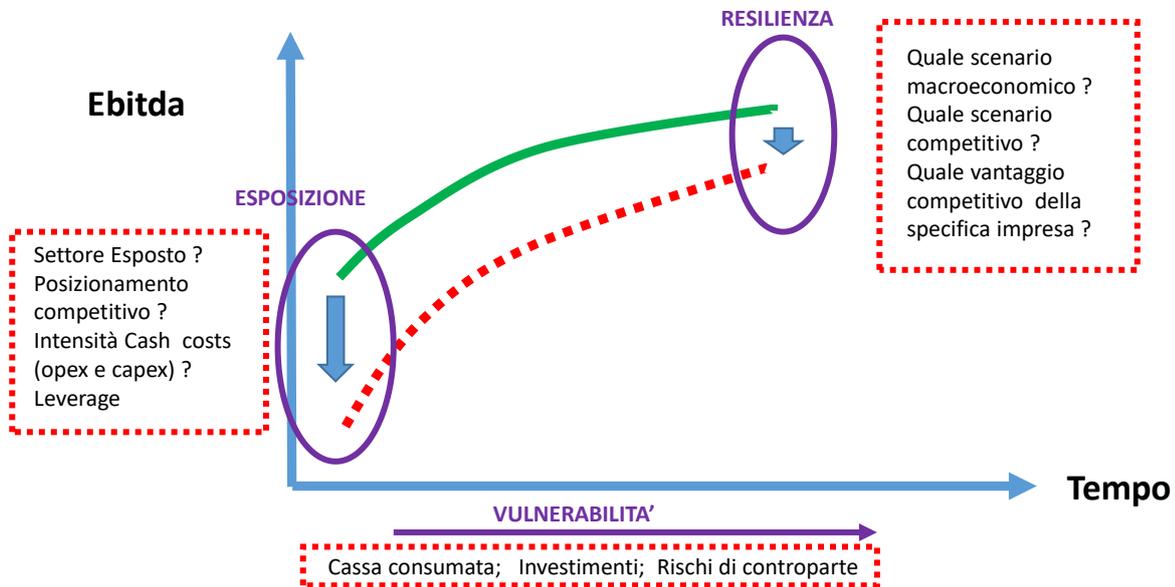


1961

1962 Nel grafico che segue sono riportati gli elementi da considerare nell'analisi di ciascuno dei tre profili  
 1963 considerati.

1964

1965 **Grafico 11. Gli elementi alla base dell'analisi dell'esposizione, della vulnerabilità e della resilienza**



1966

1967

1968 Di seguito è illustrato come potrebbe essere svolta l'analisi dei tre profili descritti.

1969

## 1970 12. Esposizione alla crisi

1971 L'esposizione alla crisi può essere concepita come l'incrocio di due differenti profili di analisi, che riguardano  
1972 rispettivamente la perdita di ricavi nel breve termine (prossimi 12/24 mesi) e le conseguenze della perdita di  
1973 ricavi sui risultati d'impresa (effetto leva combinata: operativa e finanziaria).

1974 Ciò sulla base del presupposto che nel breve termine qualunque impresa abbia limitate capacità di reazione,  
1975 in termini sia di recupero di ricavi sia di compressione dei costi.

1976 L'esposizione definisce l'elasticità dei risultati d'impresa alle condizioni avverse generate dalla crisi.

1977 I profili principali di analisi sono descritti nel grafico seguente.

1978

1979

1980

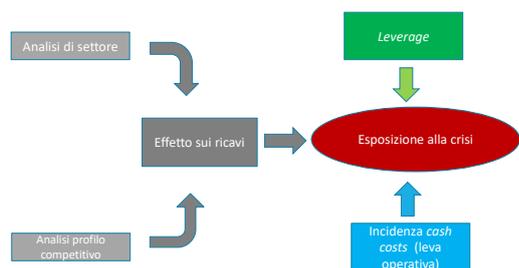
1981

1982

1983

1984

1985 **Grafico 12. I principali profili di analisi dell'esposizione alla crisi**



1986

1987 Grazie all'incrocio della analisi dell'esposizione del settore alla crisi da pandemia Covid 19 ed all'analisi del  
1988 posizionamento competitivo dell'impresa si possono rappresentare gli effetti sui ricavi.

1989 Una schematizzazione dell'effetto dei due profili sui ricavi può essere ricavata anche a ritroso muovendo  
1990 dalla stima della perdita di ricavi stimati dalla società. Un esempio è riportato di seguito sulla base di una  
1991 semplice matrice 3x3.

1992 **Grafico 13 Matrice perdita di ricavi e profilo competitivo**

**Perdita di ricavi 2020**

		<b>Settore</b>		
		<i>Poco esposto</i>	<i>Mediamente esposto</i>	<i>Molto esposto</i>
<b>Profilo competitivo dell'impresa</b>	<i>Forte</i>	Non materiale	Contenuto	Medio
	<i>Medio</i>	Non materiale	Medio	Forte
	<i>Debole</i>	Contenuto	Forte	Forte

1993

1994 Dove la perdita dei ricavi rispetto al Budget/Old Plan potrebbe essere giudicata:

- 1995 • Forte, quando superiore al 30%;
- 1996 • Media, se compresa fra il 10% ed il 30%;
- 1997 • Contenuta, se compresa fra il 3% ed il 10%;
- 1998 • Non materiale, se inferiore al 3%.

1999 Così ad esempio un'impresa che prevedesse una perdita dei ricavi del 35% (Forte) potrebbe essere  
2000 un'impresa che opera in un settore molto esposto alla crisi (con un posizionamento competitivo debole o  
2001 medio) oppure un'impresa operante in un settore mediamente esposto, con un posizionamento competitivo  
2002 debole.

2003 Analogamente conosciuta la variazione attesa sul reddito netto indotta dalla flessione dei ricavi, si può risalire  
2004 all'effetto leva combinata (leva operativa x leva finanziaria).

2005 Il Grafico che segue ricostruisce l'effetto di leva combinata attraverso una matrice 3x3.

2006

2007 **Grafico 14. Effetto di leva combinata**

**Effetto moltiplicativo sull'utile netto 2020**  
**Margine di contribuzione/ [Margine di contribuzione - Cash costs]**

		<i>Basso</i>	<i>Medio</i>	<i>Alto</i>
Leverage (= cash Ebit/utile netto)	<i>Basso</i>	Non critico	Contenuto	Medio
	<i>Medio</i>	Contenuto	Medio	Elevato
	<i>Elevato</i>	Medio	Elevato	Elevato

2008

2009 Dove l'effetto di leva combinata potrebbe essere:

- 2010 • Elevato, sopra a 6x
- 2011 • Medio, compreso fra 3x e 6x
- 2012 • Contenuto, compreso fra 1,5x e 3x
- 2013 • Non critico, inferiore a 1,5x

2014 Sulla base di analisi di questo tipo si è in grado di comprendere le cause della esposizione dei ricavi e dei  
 2015 redditi d'impresa alla crisi da pandemia Covid 19.

2016 **13. Vulnerabilità**

2017 L'analisi della vulnerabilità riguarda la capacità dell'impresa di resistere alla durata ed all'intensità della crisi.  
 2018 I centri di ricerca macroeconomici non formulano previsioni a medio/lungo termine per la difficoltà di  
 2019 prevedere l'evoluzione della crisi. In particolare si contrappongono molte diverse possibili evoluzioni della  
 2020 crisi normalmente sintetizzate dalla dinamica attesa del PIL che, espressa graficamente, ricorda le forme di  
 2021 alcune lettere: "V" (forte recessione seguita da una ripresa altrettanto rapida del PIL), "U" (forte recessione  
 2022 seguita da una fase di stagnazione e da una successiva ripresa del PIL), "L" (forte recessione seguita da un  
 2023 periodo di lunga stagnazione), "W" (forte recessione seguita da rapida ripresa interrotta da una nuova fase  
 2024 recessiva).

2025 L'incertezza relativa alla crisi non riguarda dunque solo l'intensità della flessione della domanda, ma anche e  
 2026 soprattutto i tempi necessari al recupero dei livelli di performance precedenti alla pandemia. Pertanto è  
 2027 necessario individuare gli scenari limite al di sotto dei quali l'impresa non sarebbe in grado di sostenere  
 2028 condizioni di equilibrio economico e finanziario.

2029 I profili di analisi riguardano dunque da un lato la *vulnerabilità economica* e dall'altro la *vulnerabilità*  
 2030 *finanziaria*.

2031 La vulnerabilità economica riguarda i seguenti profili:

- 2032 a) la capacità di reddito dell'impresa in un contesto post crisi;
- 2033 b) la possibilità di esternalizzare attività in precedenza svolte internamente;
- 2034 c) la possibilità di intervenire sulla struttura dei costi (fissi vs. variabili);

2035 La vulnerabilità finanziaria riguarda invece i seguenti profili:

- 2036 a) la capacità di sostenere una probabile dilatazione del capitale circolante;
- 2037 b) la possibilità (o meno) di rinviare investimenti in capitale fisso senza compromettere il profilo  
 2038 competitivo;
- 2039 c) la capacità di non violare i *covenants*;

2040 d) la capacità di far fronte a scadenze del debito con l'accensione di nuovi finanziamenti in virtù di una  
2041 evoluzione del rating che renda credibile tale rifinanziamento.

2042 Con riguardo a quest'ultimo aspetto (evoluzione del rating) è necessario fare riferimento a tecniche di stima  
2043 di rating sintetici. Si tratta di analisi di regressione che identificano i *ratio* (e più in generale le metriche) –  
2044 variabili indipendenti - in grado di ricostruire il rating (variabile dipendente) di società operanti nello stesso  
2045 settore che hanno emesso obbligazioni di cui è noto il rating. Un esempio di variabili dipendenti è il seguente:

- 2046 • Logaritmo naturale del Totale attività, usato come *proxy* della dimensione d'impresa
- 2047 • Debito finanziario lordo/Totale attività, usato come *proxy* del *leverage*
- 2048 • EBIT/Debito finanziario netto, usato come *proxy* della solvibilità;
- 2049 • ROI (= Ebit/Totale attività operative) , usato come *proxy* della performance operativa;
- 2050 • ROS (= Ebit/Ricavi), usato come *proxy* della redditività delle vendite
- 2051 • Ecc.

2052 Le variabili rilevanti variano naturalmente da settore a settore e le variabili del precedente elenco sono solo  
2053 esemplificative. Solo un'analisi di regressione è in grado di individuare le variabili statisticamente  
2054 significative.

## 2055 14. Resilienza

2056 L'analisi di resilienza costituisce senza dubbio l'analisi su cui regge in gran parte l'esito dell'*impairment test*.  
2057 L'analisi di resilienza riguarda la capacità di reddito dell'impresa oltre il periodo di previsione esplicita, ovvero  
2058 la capacità su cui si fonda la stima del valore terminale nell'utilizzo di criteri reddituali o finanziari. Se  
2059 normalmente per un'impresa medio rappresentativa il valore è spiegato in misura compresa fra il 70% e  
2060 l'80% dal valore terminale, in periodo di crisi - a causa del minore contributo dei flussi di cassa (o di reddito)  
2061 del periodo di previsione esplicita - tale peso è destinato ad aumentare. In alcuni casi il valore terminale  
2062 potrebbe addirittura giungere a spiegare più del 100% del valore d'impresa, per via del fatto che la somma  
2063 dei flussi di risultato nel periodo di previsione esplicita è negativa.

2064 Per questa ragione, in un contesto di crisi in cui sono incerti i tempi di durata della fase recessiva, è opportuno  
2065 effettuare una stima della capacità di reddito a regime che si ritiene l'impresa potrà recuperare, post crisi, a  
2066 prescindere dai tempi necessari al raggiungimento di quella condizione, seguendo due principali profili di  
2067 indagine:

- 2068 • l'evoluzione attesa dello scenario competitivo;
- 2069 • la trasformazione dell'impresa "*to be*" rispetto all'impresa "*as is*".

2070 L'analisi dello scenario competitivo può seguire molti approcci diversi. Tenzialmente i principali profili  
2071 riguardano (grafico 6) :

- 2072 a) Fornitori (potere contrattuale; sopravvivenza della *supply chain*)
- 2073 b) Beni sostituti (minaccia di nuovi beni sostituti per via di una presumibile evoluzione strutturale  
2074 della domanda);
- 2075 c) Concorrenza (Reazione della concorrenza al nuovo contesto, Nuovi entranti; concentrazioni di  
2076 concorrenti);
- 2077 d) Clienti (sopravvivenza; potere contrattuale, evoluzione della domanda).

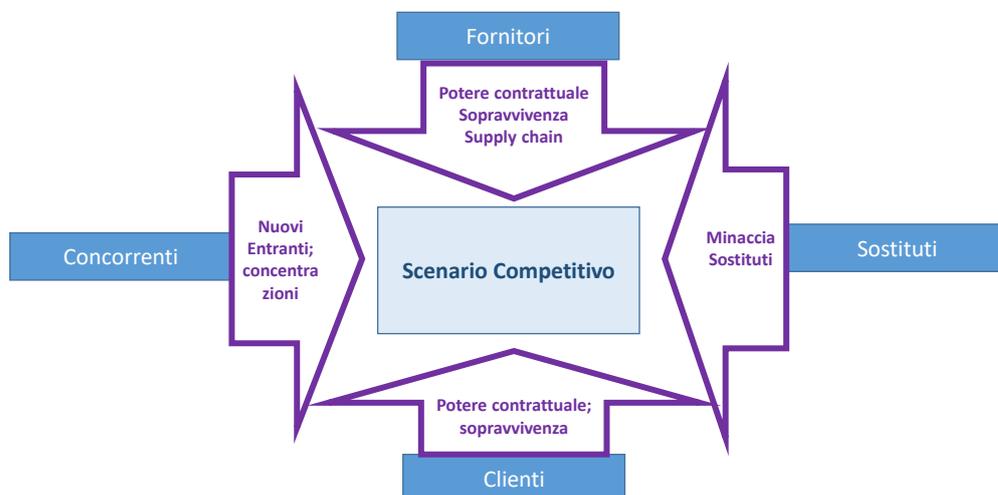
2078 Il *test di impairment* dovrebbe essere in grado di fornire una opinione motivata e corroborata da elementi  
2079 quantitativi o qualitativi su questi quattro profili, giungendo ad un giudizio di sintesi relativamente allo  
2080 scenario competitivo atteso a termine.

2081

2082

2083

2084 **Grafico 15. Gli elementi da considerare nell'analisi dello scenario competitivo**



2085

2086 L'analisi della esigenza di trasformazione dell'impresa "to be" rispetto all'impresa "as is" riguarda invece  
2087 l'individuazione delle condizioni necessarie affinché l'impresa possa mantenere il proprio posizionamento  
2088 nel nuovo contesto competitivo. Tendenzialmente i profili rilevanti attengono a (grafico 7):

- 2089 • Modello di business (la crisi ne ha accelerato l'obsolescenza?)
- 2090 • Investimenti (quali investimenti non sono rinviabili senza compromettere la capacità competitiva  
2091 dell'impresa?)
- 2092 • Intangibili (quali sono i beni o le risorse intangibili in grado di garantire il mantenimento del  
2093 vantaggio competitivo?)
- 2094 • Value drivers (i *drivers* di valore di lungo termine sono destinati a modificarsi ?)

2095

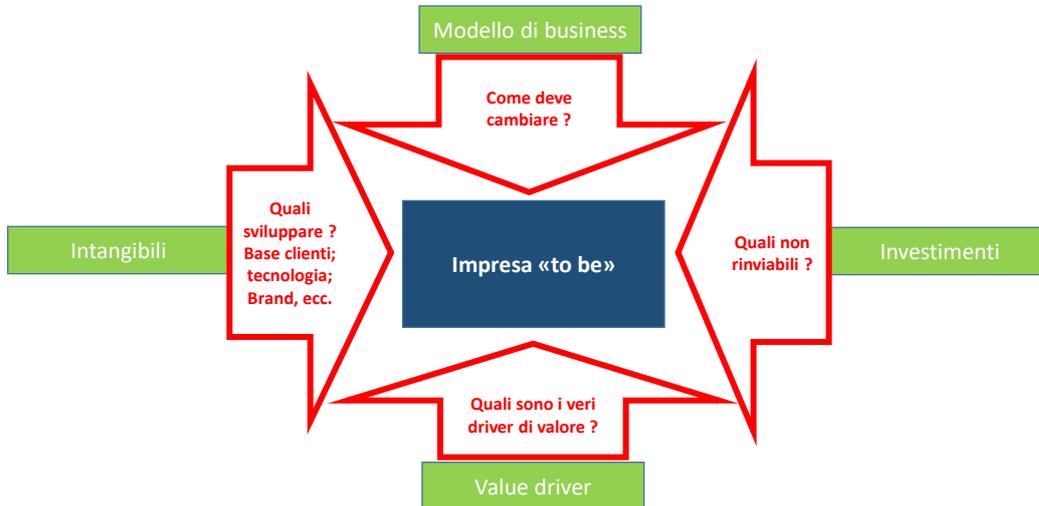
2096 All'analisi di resilienza è legata la stima del valore terminale della CGU o del gruppo di CGU cui è allocato  
2097 l'avviamento. Vi possono essere casi in cui i profili di esposizione alla crisi e di resilienza alla crisi fanno  
2098 emergere alcune problematiche che l'impresa dovrà risolvere per potersi adeguare al nuovo contesto (c.d.  
2099 *new normal*).

2100 Un esempio può essere utile. Se si prevede che un impianto nel periodo di previsione esplicita lavorerà al  
2101 70% della sua capacità produttiva a causa della flessione intervenuta nella domanda, ai fini di *impairment*  
2102 *test* dell'impianto si deve tenere conto di tale minore capacità e dei conseguenti minori margini che si  
2103 prevedono lungo la vita dell'impianto. In sede di stima del valore della CGU o del Gruppo di CGU cui l'impianto  
2104 fa parte ed al quale è allocato avviamento - dopo l'eventuale registrazione dell'*impairment loss* sull'impianto  
2105 - deve essere tenuto in considerazione che la CGU (o il Gruppo di CGU), al termine della vita utile  
2106 dell'impianto, dovrà riadeguare la propria capacità produttiva alla nuova (ridotta) domanda con relativo  
2107 *downsizing* delle attività e delle risorse impiegate.

2108

2109

2110 **Grafico 15. Gli elementi da considerare per rappresentare l'esigenza di trasformazione dell'impresa dalla**  
 2111 **condizione *as is* alla condizione *to be*.**



2112

2113 Dall'incrocio dei due profili di analisi (scenario competitivo ed esigenza di trasformazione dell'impresa *to be*  
 2114 rispetto all'impresa *as is*) si ricava il grado di resilienza della capacità di reddito dell'impresa nel lungo  
 2115 termine. E' resiliente l'impresa che si ritiene capace di recuperare o addirittura accrescere la capacità di  
 2116 reddito in uscita di piano ante-Covid; mentre è a rischio di perdita di posizionamento competitivo l'impresa  
 2117 che si ritiene non sarà in grado di recuperare quella capacità di reddito.

## 2118 15. L'evidenza esterna (il consenso degli analisti)

2119 Le imprese quotate sono seguite da *equity analysts* che esprimono previsioni sulla dinamica attesa d'impresa.  
 2120 Questa circostanza assume particolare rilievo a fini di *impairment test*, in quanto lo IAS 36.33 lettera a impone  
 2121 di attribuire maggiore peso all'informazione prospettica di natura esterna. Normalmente, per le società  
 2122 quotate, che dispongono di una buona copertura di analisti, il consenso (media o mediana) degli analisti (in  
 2123 termini di ricavi attesi, Ebitda attesi, ecc.) costituisce un riferimento imprescindibile.

2124 Tuttavia il contesto di crisi può limitare l'uso dell'informazione esterna, per molte diverse ragioni, fra le quali:

- 2125 • l'asimmetria informativa (fra analisti esterni e impresa);
- 2126 • l'estensione delle previsioni di consenso che difficilmente superano i tre anni, mentre i piani utilizzati  
 2127 a fini di *impairment test* possono estendersi sino a cinque anni;
- 2128 • l'adozione da parte degli analisti di una mera logica estrapolativa che non considera le azioni ed i  
 2129 rimedi che l'impresa può porre in atto.

2130 L'esperto deve esprimersi sulle ragioni per cui ritiene (o meno) affidabile il consenso degli analisti ed  
 2131 individuare quali altre fonti di informazione esterna sono state utilizzate per assolvere al dettato dello IAS  
 2132 36.33 lettera a.

## 2133 Parte quarta: I tassi di sconto ed i multipli

### 2134 16. Perché i tassi impliciti negli indici di borsa possono essere indicatori distorti

2135 I tassi impliciti vengono stimati sulla base dei prezzi registrati dai titoli nei mercati borsistici e delle previsioni  
2136 economico-finanziarie attese dagli analisti per gli stessi titoli (il c.d. *consensus* degli analisti sulle previsioni).

2137 Nella complessa situazione post Covid, tale approccio presenta diversi limiti che possono essere così riassunti:

- 2138 • i prezzi dei titoli risentono di fattori contingenti quali la limitata liquidità del mercato,  
2139 connessa alle difficoltà degli investitori a comprendere gli effetti di una situazione così  
2140 complessa sul business delle società quotate, nel breve e nel lungo termine.
- 2141 • le previsioni degli analisti sono prevalentemente non aggiornate per gli effetti del Covid19,  
2142 non essendo spesso ancora disponibili le comunicazioni al mercato da parte degli emittenti  
2143 sugli effetti sul proprio business.
- 2144 • la limitata affidabilità dei dati sui prezzi di mercato e l'incoerenza sul livello di aggiornamento  
2145 delle previsioni degli analisti, possono portare a delle distorsioni sulla stima dei tassi impliciti  
2146 ed in particolare ad una sovrastima degli stessi (per effetto della depressione dei prezzi dei  
2147 titoli e la sovrastima delle previsioni non ancora aggiornate).

### 2148 17 Il rischio di *double counting* (rischio dei flussi e rischio dei tassi)

2149 La pandemia relativa al Covid19 è destinata a generare effetti immediati e possibili effetti differiti,  
2150 fortemente variabili da settore a settore. Le imprese sono chiamate, per esigenze di business, a riflettere tali  
2151 effetti nel proprio *business plan* (Business Plan post Covid).

2153 Le difficoltà previsionali connesse alla difficile previsione degli effetti nel business, di un fenomeno ancora in  
2154 corso di definizione, rendono auspicabile analisi multiscenario (sia attraverso scenari discreti sia attraverso  
2155 analisi Montecarlo).

2156 Se si adottano business plan post Covid , occorre verificare se gli effetti negativi del fenomeno Covid19 siano  
2157 già correttamente riflessi nelle previsioni dei flussi di cassa. In quel caso non sono necessari premi per il  
2158 rischio nei tassi di sconto. Eventuali aggiustamenti in aumento del costo del capitale, oltre a presentare delle  
2159 oggettive complessità nella stima (come meglio descritto di seguito), rischierebbero di generare un effetto di  
2160 "*double counting*" del premio per il rischio.

2161 Tuttavia possono esserci delle situazioni in cui l'esercizio di *Impairment* debba essere condotto quando  
2162 ancora il business plan non è stato ancora aggiornato per tener conto degli effetti del Covid19. In tal caso  
2163 appare comunque opportuno effettuare degli aggiustamenti del piano per tener conto del fenomeno in  
2164 questione, eventualmente con un'analisi multiscenario (come meglio descritto di seguito), al fine di poter  
2165 verificare la tenuta dei valori anche post Covid19.

### 2166 18. L'approccio ai tassi: quando è perché il valore attuale del terminale dovrebbe 2167 modificarsi

2168 Ogni aggiustamento effettuato sui tassi rappresenta una stima del rischio che si presuppone abbia un impatto  
2169 per una durata infinita.

2170 Il fenomeno del Covid, per quanto rilevante e con possibili effetti duraturi nel tempo, non avrà  
2171 necessariamente una durata infinita. Questa considerazione di ordine generale permette di comprendere  
2172 perché in linea generale i rischi connessi alla crisi dovrebbero essere meglio catturati da un'attenta analisi  
2173 dei flussi di risultato prospettici.

2174 Per altro eventuali aggiustamenti sul tasso non potrebbero che essere effettuati in modo arbitrario,  
2175 non essendo disponibili in teoria modelli capaci di riflettere fattori di rischio contingenti e  
2176 straordinari. Qualunque aggiustamento del tasso richiede comunque adeguati supporti e una  
2177 spiegazione delle ragioni per cui non si sia ritenuto opportuno considerare il rischio nei flussi di  
2178 risultato attesi.

2179 Gli effetti a medio termine del fenomeno dovrebbero essere già riflessi nel piano (con eventuali analisi multi-  
2180 scenario per le variabili di maggiore complessità previsionale), per tutta la durata del periodo esplicito.  
2181 Eventuali effetti duraturi e persistenti sulla capacità di generare cash flow dell'azienda oggetto di analisi,  
2182 dovrebbero poter essere riflessi sul cash flow normalizzato e sul livello di *growth rate* adottati nella stima del  
2183 valore terminale.

2184 Eventuali effetti contingenti, ma con un orizzonte temporale che supera la durata del periodo esplicito,  
2185 potranno essere quantificati puntualmente a parte e sommati al valore terminale che dovrà essere scontato  
2186 solo dall'anno di raggiungimento del cash flow normalizzato preso a riferimento. In altri termini, in tale  
2187 circostanza, oltre al periodo di previsione esplicita, si potrà considerare anche la "coda" degli effetti della crisi  
2188 per il periodo necessario a raggiungere il livello di cash flow normalizzato proiettabile all'infinito, da valutare  
2189 in modo separato e da utilizzare come componente di aggiustamento del valore terminale calcolato con il  
2190 cash flow normalizzato.

2191

## 2192 19. Effetto sui beta e sull'ERP

2193 La stima del beta e dell'ERP risentono dei fattori contingenti già citati per la stima dei tassi impliciti e come  
2194 tale può essere caratterizzato da un limitato livello di affidabilità, ai fini della stima del costo del capitale che  
2195 rappresenta un parametro da adottare nel lungo termine.

2196 In particolare, la limitata liquidità del mercato (i.e. numero degli scambi sul mercato) e la forte volatilità dei  
2197 prezzi dei titoli nel periodo a ridosso del fenomeno, tende a sconsigliare l'utilizzo di medie di breve termine.

2198 Al fine di mitigare gli effetti di tali fenomeni idiosincrici, può essere invece consigliabile fare riferimento a  
2199 delle stime di più lungo termine (e.g. oltre 24 mesi per i beta e serie storiche o *consensus* per gli ERP).

2200 Le scelte compiute con riguardo al tasso di sconto devono rispondere al dettato dei principi:

- 2201 • IAS 36.55 lettera b) sulla base del quale il tasso di sconto deve riflettere il rischio specifico dell'attività  
2202 per il quale i futuri cash flows non siano già stati aggiustati;
- 2203 • IAS 36.56 secondo cui il tasso di sconto deve riflettere il rendimento che gli investitori  
2204 richiederebbero ad un investimento di pari rischio in grado di generare cash flows equivalenti e con  
2205 la medesima distribuzione temporale.

## 2206 20. Premio per il Rischio paese

2207 Con riferimento al rischio paese esso può essere adeguatamente riflesso nel risk free rate (approccio  
2208 unconditional) o nell'ERP (approccio conditional) o nel beta<sup>13</sup> (in relazione all'indice di borsa di riferimento).

2209 Il fenomeno del Covid19 può impattare sul rischio paese per i relativi effetti economici e per la capacità del  
2210 paese a superare tale effetti negativi.

---

<sup>13</sup> Poiché il beta è una misura di rischio relativo, rispetto al mercato di riferimento, l'uso di un beta riferito ad un indice di borsa domestico non cattura il rischio paese, mentre l'uso di un beta riferito ad un indice sovranazionale (ad es. eurostoxx 600) cattura il premio per il rischio paese.

2211 In quanto impattante sull'economia del paese, i parametri presi alla base per stima del rischio paese  
2212 dovrebbero già riflettere tali effetti negativi (e.g. *spread* del rendimento dei titoli stato rispetto a quello di  
2213 paese ad economia forte).

2214 Come nella fase pre-Covid19, sussiste la difficoltà di quantificare adeguatamente il rischio paese in una  
2215 situazione, da un lato, di intervento straordinario a supporto delle economie più deboli (il c.d. "*quantitative*  
2216 *easing*"), dall'altro, di una propensione degli investitori a favorire attività più sicure ( c.d. *flight to quality*),  
2217 che possono determinare delle asimmetrie tra rendimenti dei titoli di Stato e l'effettivo rischio paese.

2218 Le tecniche di aggiustamento già adottate nella fase pre-Covid19 (e.g. l'utilizzo di *risk free rate adjusted* per  
2219 il rischio paese) dovrebbero essere già in grado, ove adeguatamente applicate, di riflettere gli ulteriori  
2220 peggioramenti connessi al fenomeno del Covid19.

2221 Sempre come nella fase pre-Covid19, si sottolinea l'importanza di evitare implicite duplicazioni nella stima  
2222 del rischio paese, come avverrebbe qualora si adottassero ERP che implicitamente già riflettono il rischio  
2223 paese ed il contemporaneo riferimento ad tassi privi di rischio aggiustati per il rischio paese e/o dall'utilizzo  
2224 di beta calcolati rispetto a rendimenti medi di mercato di aree ad economia solida (che pertanto già  
2225 incorporano il rischio paese).

## 2226 21. Quando e perché usare coefficienti alpha

2227 I coefficienti *alpha* sono rappresentativi di un rischio specifico non adeguatamente colto dal modello di stima  
2228 utilizzato ai fini della stima del costo del capitale (CAPM). Le ragioni per applicare coefficienti *alpha* sono  
2229 generalmente riconducibili a due principali situazioni:

- 2230 a) I flussi di piano si riferiscono ad un scenario più probabile, che tuttavia non è lo scenario medio atteso  
2231 (si tratta di flussi *conditional*, ovvero flussi condizionati al verificarsi di uno specifico scenario, al  
2232 contrario dei flussi mesi attesi che sono invece flussi *unconditional*, non condizionati al verificarsi di  
2233 uno specifico scenario);  
2234 b) Il piano pur esprimendo flussi medi attesi si caratterizza per molte discontinuità gestionali che  
2235 rappresentano vere e proprie sfide per il management, con conseguente rischio di *execution* del  
2236 piano stesso.

2237 Secondo la teoria prevalente, il rischio specifico, in quanto eliminabile con la diversificazione, non andrebbe  
2238 remunerato e nella stima del costo del capitale, si dovrebbe riflettere solo il rischio sistematico. Al contempo  
2239 il costo del capitale rappresenta il tasso di sconto appropriato per flussi di risultato *unconditional*.

2240 Il fenomeno del Covid19 è un fenomeno straordinario che può determinare effetti sistematici di diversa  
2241 entità sui diversi settori. In quanto tali, ove persistenti, tali effetti dovrebbero già essere riflessi nei principali  
2242 parametri (rf, beta, ERP, Kd..) presi a riferimento per la stima del costo del capitale.

2243 Eventuali effetti specifici, sulla singola azienda, dovrebbero essere riflessi nel piano ed in specie se si adotta  
2244 un'analisi multiscenario i flussi dovrebbero essere *unconditional*.

2245 Non appare opportuno pertanto prevedere l'utilizzo di coefficienti alfa per riflettere gli effetti del fenomeno  
2246 Covid.

2247 L'utilizzo di tali coefficienti dovrebbe eventualmente limitarsi a quanto già effettuato nella prassi nel periodo  
2248 Pre-Covid19. In particolare dovrebbe limitarsi ad aggiustamenti per riflettere situazioni di rischio specifico  
2249 non adeguatamente riflesse nelle previsioni economico finanziarie (quali ad esempio la capacità di  
2250 realizzazione del piano; il c.d. "*execution risk premium*") già considerate nel periodo pre-Covid a causa della  
2251 particolare fase di vita dell'impresa (che non ha raggiunto ancora una situazione stabilizzata in alcune o in  
2252 tutte le aree di business presidiate).

2253 Solo nei casi in cui i piani a disposizione per il *test di impairment* non riflettono ancora gli effetti del Covid19  
2254 o comunque non sono espressivi di flussi *unconditional* e per qualche motivo non siano praticabili  
2255 aggiustamenti al piano per rendere i flussi *unconditional*, si dovrà considerare un coefficiente alfa. La misura  
2256 del coefficiente dovrà essere adeguatamente argomentata. In particolare è utile che l'esperto mostri quale  
2257 sarebbe stato il taglio lineare dei flussi di piano che porterebbe allo stesso risultato dell'applicazione del  
2258 coefficiente alpha.

2259

## 2260 22. I limiti dei multipli di società comparabili e di transazioni comparabili

2261 L'applicazione dei metodi dei multipli (di società comparabili o di transazioni comparabili), trovano la  
2262 principale difficoltà applicativa nella individuazione e nella selezione di società adeguatamente comparabili  
2263 e/o nella individuazione di transazioni recenti di società comparabili.

2264 L'utilizzo di transazioni simili ma relative al periodo pre-Covid19 è sconsigliato, in linea generale, sin quanto  
2265 esprime valutazioni riferite ad un contesto differente.

2266 Gli effetti della pandemia da Covid19 ha determinato in molti settori discontinuità alle quali le società sono  
2267 chiamate a reagire modificando o adattando il proprio modello di business con possibili effetti significativi  
2268 sul valore dell'impresa e dei multipli (a parità di risultati post Covid, società con modelli di business da  
2269 rivedere sono destinate a registrare una flessione dei multipli, mentre società per le quali il modello di  
2270 business non richiede adattamenti possono al limite registrare multipli più elevati, in quanto il valore  
2271 d'impresa è funzione dei risultati attesi normalizzati e non dei risultati di breve termine).

2272 Tuttavia l'utilizzo dei multipli di transazioni simili ante Covid, opportunamente "calibrati" può trovare  
2273 applicazione grazie ad aggiustamenti nei fattori di calibrazione, con opportune analisi a supporto, per tener  
2274 conto del fenomeno dell'impatto della pandemia da Covid19 sulla sostenibilità dei risultati e del modello di  
2275 business.

2276 Anche l'utilizzo dei multipli di borsa (società quotate comparabili), per i già citati fenomeni sui mercati  
2277 conseguenti al fenomeno del Covid19 (limitata liquidità del mercato - i.e. numero degli scambi sul mercato)  
2278 e la forte volatilità dei prezzi dei titoli nel periodo a ridosso del fenomeno, tende a sconsigliare l'utilizzo di  
2279 multipli di borsa basati su medie di breve termine. L'allungamento del periodo di osservazione, se da un lato  
2280 mitiga gli effetti straordinari connessi al fenomeno del Covid19, non consente di riflettere gli eventuali riflessi  
2281 sul modello di business della società oggetto di analisi che potrebbero essere definitivi.

2282 Eventuali aggiustamenti (sconti) applicati sui multipli per cercare di riflettere gli effetti del fenomeno in  
2283 questione, sono sconsigliabili se i risultati presi a riferimento per il calcolo del valore, già riflettono gli effetti  
2284 del Covid19, in quanto non solo possono essere fonte di "double counting", ma addirittura muovere il  
2285 multiplo aggiustato in direzione opposta rispetto a quella corretta (se il multiplo assume a denominatore i  
2286 risultati 2020 ed il valore considera la capacità di recupero delle imprese nel settore nel medio termine; è  
2287 probabile che i risultati 2020 sia scesi più dei prezzi e di conseguenza i multipli siano saliti, non scesi nel  
2288 periodo post Covid).

2289 Si consiglia pertanto un utilizzo secondario del metodo dei multipli. Ove applicato in quanto ritenuto  
2290 significativo o per via dell'assenza di altre informazioni (quale potrebbe essere il caso dell'impairment test di  
2291 una partecipazione di collegamento o di una joint venture, in assenza di informazione prospettica aggiornata)  
2292 si dovrebbe fornire adeguata informativa tesa a dimostrare/comprovare la significatività del multiplo e/o  
2293 l'impossibilità di applicare criteri di valutazione alternativi.

2294

## 2295 Parte quinta: Le valutazioni fondate sui flussi di risultato attesi

### 2296 23 . Principi generali.

2297 Le valutazioni fondate sui flussi di risultati attesi si svolgono di norma sui *budget* e sui piani industriali  
2298 elaborati dal *management*. In condizioni ideali, il *management scenario* dovrebbe posizionarsi nella parte  
2299 centrale di una distribuzione simmetrica dei risultati riferibili a scenari più positivi e a scenari più negativi  
2300 (flussi *unconditional*).

2301 Nelle condizioni ideali delineate il *management scenario* tende a coincidere anche con lo scenario più  
2302 probabile. Le *assumption* che stanno a fondamento del *management scenario* dovrebbero - come richiedono  
2303 i PIV – non essere in contraddizione con le informazioni desumibili da fonti *esterne* di mercato. In altri termini  
2304 le proiezioni del management non dovrebbero discostarsi, senza giustificati motivi, dai dati desumibili da  
2305 fonti quali analisi di settore realizzate da istituzioni di elevato standing, dalle proiezioni di consenso degli  
2306 analisti finanziari e via dicendo.

2307 Se ciò non si verifica, quale ad esempio è il caso di piani aziendali particolarmente aggressivi in rapporto alle  
2308 indicazioni desumibili dal mercato e dai *competitor*, può rendersi necessario rettificare il tasso base di  
2309 attualizzazione dei flussi in funzione del rischio del piano.

2310 Per le ragioni già segnalate in precedenza la possibilità di effettuare riscontri di carattere esterno delle  
2311 *assumption* e delle proiezioni a fondamento dei piani aziendali nell'attuale contesto è limitata dalle possibili  
2312 distorsioni che interessano le informazioni desumibili dai mercati finanziari e dalle altre fonti in genere  
2313 utilizzate (dati di consenso, stime di banche dati specializzate e via dicendo). In particolare si segnala che le  
2314 previsioni di consenso degli analisti generalmente non si spingono oltre il triennio e che le previsioni degli  
2315 enti di ricerca che forniscono previsioni macroeconomiche o settoriali difficilmente offrono previsioni oltre il  
2316 2021. In questo contesto, atteso che gli effetti della crisi richiederanno per molte imprese più di 24/36 mesi  
2317 per essere riassorbiti, è lecito ipotizzare che la maggior parte delle imprese procederà ad estendere il periodo  
2318 di previsione esplicita sino al limite massimo di cinque anni. La conseguenza è che le previsioni aziendali non  
2319 avranno riscontri di fonte esterna almeno per gli esercizi (+ 4 e +5). Per questa ragione come è stato illustrato  
2320 nella parte dedicata all'analisi fondamentale è necessario adottare un approccio strutturato che consideri i  
2321 rischi di vulnerabilità dell'impresa oltre i 12/24 mesi e la resilienza dell'impresa stessa. Individuata la  
2322 situazione "*to be*" è possibile ricavare i flussi di piano per gli esercizi per i quali non vi è copertura degli analisti  
2323 e/o dei centri di ricerca in forma lineare raccordando i flussi dell'ultimo esercizio per il quale esiste il consenso  
2324 e/o le previsioni di fonte terza con i risultati dell'impresa "*to be*".

2325

### 2326 24. Come trattare l'attuale contesto di incertezza.

2327 In considerazione del differente impatto della crisi sui diversi settori, i suoi effetti potranno manifestarsi o in  
2328 termini di appiattimento di una curva di distribuzione dei risultati attesi che si mantiene però nella sostanza  
2329 simmetrica o attraverso veri e propri fenomeni di discontinuità. Tali considerazioni valgono sia per proiezioni  
2330 che si riferiscono al breve e medio termine sia per le proiezioni di lungo termine rilevanti per il calcolo del  
2331 *terminal value*.

2332 Posto che, come già detto la pandemia rappresenta un fenomeno con effetti immediati e possibili effetti  
2333 differiti, fortemente variabili da settore a settore, l'analisi multiscenario viene generalmente considerata  
2334 quale approccio che possa favorire la *disclosure* al mercato degli effetti economici della crisi nel breve e nel  
2335 lungo termine.

2336

2337 **25. Alcune indicazioni di metodo**

2338 In presenza di possibili discontinuità, le proiezioni relative agli scenari alternativi configurabili devono essere  
2339 necessariamente ricondotte ad un unico scenario atteso adottando opportuni indici di probabilità.  
2340 Alternativamente, i valori ottenuti attualizzando i flussi riferibili ad ognuno degli scenari alternativi dovranno  
2341 essere ponderati per le rispettive probabilità.

2342 Nella generalità dei casi, la soluzione più agevolmente praticabile, tenuto conto anche dell'esigenza di  
2343 semplificare la comunicazione al mercato è costituita probabilmente, anche in caso di fenomeni di  
2344 discontinuità, dalla configurazione di uno scenario medio che il *management* giudica rappresentativo.

2345 In presenza di correlazioni tra i *value driver* responsabili della evoluzione dei flussi di risultato futuri attesi,  
2346 possono essere utilizzati con efficacia metodi di analisi basati sulla simulazione multivariata e tra questi in  
2347 particolare il Metodo Montecarlo.

2348 Tuttavia le caratteristiche della crisi in divenire, che avrà impatti molto differenziati sui diversi settori, non  
2349 consente di suggerire un approccio dotato di validità generale.

2350 I più elevati rischi valutativi si presentano nei settori nei quali l'incertezza da Covid 19 tende ad estendersi su  
2351 un ampio orizzonte temporale o nei settori per i quali è difficile stimare il tempo necessario a recuperare  
2352 condizioni di normalità.

2353 Nelle predette situazioni, l'orizzonte di previsione esplicita dei flussi di risultato non dovrebbe estendersi  
2354 oltre i cinque anni. Qualora l'incertezza specifica da Covid 19, risultasse non risolta nel periodo di proiezione  
2355 esplicita dei flussi, dovrebbe essere trattata, alternativamente, attraverso la rettifica del tasso di  
2356 capitalizzazione utilizzato ai fini del calcolo del *terminal value* oppure riflessa nel cash flow normalizzato in  
2357 base al quale si procede al calcolo del *terminal value* (evitando i problemi di *double counting* già discussi nella  
2358 parte precedente).

2359

2360 Parte sesta: *Test* di ragionevolezza dei risultati e riconciliazione fra Valore  
2361 d'uso, *Fair value* e capitalizzazione di borsa

## 2362 26. *Test* di ragionevolezza dei risultati

2363 Nell'attuale contesto di elevata incertezza nonché di accentuato rischio di comportamenti opportunistici  
2364 (moral hazard), l'Organo Amministrativo è chiamato a fornire gli elementi qualitativi e quantitativi per  
2365 giudicare ragionevoli i risultati dell'*impairment test*, a fronte di eventuali evidenze di fonte esterna  
2366 "contrarie".

2367 In particolare, al manifestarsi di diffusi segnali esogeni di perdita di valore delle attività, quali quelli illustrati  
2368 al paragrafo 4 dell'appendice, l'Organo Amministrativo deve essere in grado di apprezzare le ragioni per cui  
2369 in presenza:

- 2370 i. di una variazione negativa intervenuta nella capitalizzazione di borsa dall'ultimo *test* di recuperabilità  
2371 (al lordo degli aumenti di capitale a pagamento ed al netto delle distribuzioni di dividendi nel  
2372 frattempo intervenuti) e/o
- 2373 ii. di una differenza negativa, eventualmente anche protratta nel tempo, fra la capitalizzazione di borsa  
2374 ed il Patrimonio Netto contabile

2375 il Valore Recuperabile risulti comunque superiore al valore contabile di riferimento.

2376 Relativamente al punto *sub i)* e alla luce delle generalizzate flessioni dei corsi azionari a seguito  
2377 dell'insorgenza della pandemia di coronavirus, è noto che i mercati finanziari possano manifestare fenomeni  
2378 di *overreaction* a contesti di crisi anticipandone e amplificandone gli effetti nel breve periodo. Tuttavia, è  
2379 difficile che pur in siffati contesti - quando si consideri un adeguato orizzonte temporale - il *buy-side* del  
2380 mercato erri nell'indicare il segno della variazione di valore subito dai titoli azionari; come noto, i mercati  
2381 finanziari più frequentemente sbagliano l'intensità, ma non la direzione della variazione dei valori. Per tale  
2382 ragione il punto *sub i)* rappresenta un valido riferimento ai fini della valutazione della ragionevolezza dei  
2383 risultati dell'*impairment test*.

2384 Ciò detto le attuali condizioni di "eccezionalità" hanno mostrato uno straordinario incremento della volatilità  
2385 dei corsi azionari che equivale ad un'elevata incertezza sulle possibilità di recupero dei livelli *ante shock*  
2386 Covid-19. Tuttavia, ciò non comporta un giudizio "automatico" di non recuperabilità; l'*impairment test* è  
2387 infatti una verifica se "è più probabile che no" che il Valore Recuperabile sia superiore al valore contabile.  
2388 Diversamente, se il mercato fosse convinto, per certo, che i titoli non hanno più la possibilità di recuperare  
2389 la quotazione del passato, anche la volatilità si ridurrebbe di conseguenza.

2390 Quale verifica di robustezza del processo di *reasonableness check* si ritiene inoltre opportuno un confronto  
2391 con la dinamica dei prezzi obiettivo (*target price*) formulati dal *sell-side* del mercato, dopo aver verificato (*i*)  
2392 la disponibilità di *target prices* aggiornati e (*ii*) l'assenza di un'accentuata asimmetria informativa tra il  
2393 *management* e gli *equity analysts* (sono state effettuate delle comunicazioni al mercato da parte delle società  
2394 o dai principali *comps*? qual è il livello di *disclosure* contenuta all'interno delle relazioni infrannuali trimestrali,  
2395 ove pubblicate?). A tal proposito si suggerisce, in chiave operativa:

- 2396 ▪ di selezionare un'estensione temporale della conferma dei prezzi di consenso non eccessivamente  
2397 protratta (e.g. 30, 45 o 60 giorni),
- 2398 ▪ di verificare sia la numerosità che la dispersione dei contributi disponibili (i.e. *deviazione standard*,  
2399 rapporto tra il *target price* massimo e quello minimo, etc) eventualmente ponderata per la qualità  
2400 della ricerca svolta dall'*equity analyst*,

2401       ▪ di selezionare eventualmente l'*upper-end* del *range* dei prezzi obiettivo (terzo quartile, *second best*,  
2402       *etc*) se i fatti e le circostanze conducono a considerare che i *target price* più elevati nell'attuale crisi  
2403       siano quelli formulati dando più peso alle valutazioni di natura "fondamentale", rispetto a quelle  
2404       relative fondate sui moltiplicatori di borsa.

2405 Per quanto concerne il punto *sub ii*), come già noto, il tavolo di coordinamento fra Banca d'Italia, Consob e  
2406 Isvap in materia di applicazione degli IAS/IFRS evidenziò nel 2010 la necessità che gli amministratori  
2407 ricerchino "*le ragioni delle eventuali differenze che potrebbero emergere tra le valutazioni "esterne" e il*  
2408 *risultato al quale giunge la procedura di impairment*"<sup>14</sup> e che "*questi devono fornire un'adeguata informativa*  
2409 *sulle ragioni di tali differenze nonché sulla ragionevolezza, coerenza ed attendibilità delle valutazioni*  
2410 *svolta*"<sup>15</sup>. Si rimanda al § 28 per un'eshaustiva trattazione circa i profili di riconciliazione fra il Valore  
2411 Recuperabile e la Capitalizzazione di Borsa.

2412 Altri *reasonableness check* formulabili anche per le società non quotate, seppur tenendo adeguatamente in  
2413 considerazioni fatti, circostanze e i limiti/*warnings* ampliamenti trattati al § 22, potrebbero riguardare il  
2414 confronto dei multipli impliciti nella stima del valore recuperabile con (elenco non esaustivo):

- 2415       ▪ i multipli di società quotate comparabili *pure players*,
- 2416       ▪ i multipli utilizzati dagli *equity analysts* nelle valutazioni per somma di parti di società comparabili  
2417       diversificate,
- 2418       ▪ i multipli di transazione (gli *economics* impliciti nei *deal prices* riflettono le condizioni correnti di  
2419       mercato?).

2420 Come accennato in precedenza, con riguardo ai prezzi di borsa che rappresentano uno dei principali *key*  
2421 *inputs* delle analisi di ragionevolezza sopra menzionate, potrebbe sorgere il dubbio che nell'attuale fase di  
2422 turbolenza dei mercati finanziari siano venute a meno le "condizioni ordinate di scambio" e che pertanto i  
2423 mercati - attraverso i prezzi - non esprimono più indicazioni ragionevoli di valore. Tuttavia, nonostante  
2424 l'accentuata volatilità sembrerebbe che non siano venute a meno le condizioni ordinate di scambio<sup>16</sup> (*i.e.* i  
2425 mercati sono attivi). Sulla base di queste considerazioni i prezzi di borsa non possono essere ignorati, ma  
2426 occorre che siano adeguatamente apprezzati e pesati, mediante medie dei corsi azionari in luogo che  
2427 rilevazioni *spot* ed analisi di *sensitivity*. A tal proposito si riporta lo *speech* di Robert G. Fox III, *Professional*  
2428 *Accounting Fellows* dell'*Office of the Chief Accountant* della SEC del dicembre 2008, ma particolarmente  
2429 attuale date le correnti condizioni di contesto "*especially in volatile markets, and other unique circumstances,*  
2430 *it may not always be reasonable to look at a single day's market capitalization*"<sup>17</sup> e "*would be more*  
2431 *reasonable to look at market capitalization over a reasonable period of time leading up to the date at which*  
2432 *you are testing for potential impairment. However, I would also note that it would not be reasonable for a*  
2433 *registrant to simply ignore recent declines in their stock price*"<sup>18</sup>.

2434 In alternativa, anche come consigliato dai Principi Italiani di Valutazione<sup>19</sup>, in presenza di mercati perturbati  
2435 si potrebbe far riferimento ai *target prices*, anziché a prezzi "fatti", a condizione che siano rispettate le  
2436 condizioni sopra menzionate. Ciò tuttavia non garantisce che le stime del *sell-side* del mercato riescano ad

---

<sup>14</sup> Documento Banca d'Italia/Consob/Isvap n. 4 del 3 marzo 2010, Tavolo di coordinamento fra Banca d'Italia, Consob ed Isvap in materia di applicazione degli IAS/IFRS.

<sup>15</sup> Si veda nota 4.

<sup>16</sup> Fatta eventualmente eccezione alle settimane della seconda parte del mese di marzo 2020 (*i.e.* prezzi espressi in "condizioni di massimo disordine" come illustrato al § 4).

<sup>17</sup> *Speech* dello SEC Staff "*Remarks before the 2008 AICPA National Conference on Current SEC and PCAOB Developments*", di Robert G. Fox III, *Professional Accounting Fellow, Office of the Chief Accountant U.S. Securities and Exchange Commission*, Washington, D.C. (8 dicembre 2008). <https://www.sec.gov/news/speech/2008/spch120808rgf.htm>

<sup>18</sup> Si veda nota 6.

<sup>19</sup> Commento alla Parte III.1.38 dei Principi Italiani di Valutazione.

2437 anticipare l'auspicato recupero della razionalità da parte del mercato. Inoltre, i prezzi obiettivo potrebbero  
2438 anticipare eventuali condizioni future non coerenti con quelle correnti.

2439 In secondo luogo, ai fini del *sanity check* di ragionevolezza è opportuno tener conto di talune criticità  
2440 nell'ambito dell'applicazione del *market approach* mediante il metodo delle società quotata comparabili  
2441 (*guideline company method*) nell'attuale contesto di mercato<sup>20</sup>, quali (elenco non esaustivo):

2442     ▪ per effetto dell'utilizzo di grandezze contabili prospettive al denominatore (multipli *leading*)  
2443     potrebbe emergere il rischio o di una sottostima delle previsioni di risultato soprattutto di breve  
2444     periodo (eccessivo pessimismo, asimmetria informativa, *etc*) oppure di una sovrastima per l'assenza  
2445     di un *consensus* aggiornato;

2446     ▪ per effetto dell'utilizzo di grandezze contabili storiche *tout court* o rettificata al denominatore  
2447     (multipli *trailing*) è noto il rischio di una ridotta *value relevance*, rispetto all'attuale contesto  
2448     economico (di rischio e di aspettative di crescita);

2449     ▪ il numeratore dei multipli *asset-side* potrebbe risultare sovrastimato in tutti quei contesti in cui il  
2450     rischio sul debito non è trascurabile ( $\beta$  del debito maggiore di zero, *i.e. rating sub-investment grade*),  
2451     a causa dell'utilizzo del valore contabile o facciale dell'indebitamento finanziario in luogo del valore  
2452     di mercato;

2453     ▪ il numeratore dei multipli *asset-side* potrebbe risultare sovrastimato in tutti quei contesti in cui la  
2454     presenza di *minorities* è rilevante ed il valore di mercato patrimonio netto di terzi risulta  
2455     significativamente inferiore al valore contabile;

2456     ▪ eventuali aggiustamenti attinenti alla prospettiva del soggetto che detiene il controllo (*i.e. premio di*  
2457     controllo) dovrebbero tenere in considerazione che le *minority positions* dalle quali muove la  
2458     costruzione del moltiplicatore (prezzo di borsa), a differenza del mercato del "controllo", sono liquide  
2459     (*i.e. liquidity benefits vs benefits of control*).

2460 Una volta identificata l'architettura del processo di verifica della ragionevolezza dei risultati e costruita la  
2461 sintesi numerica delle evidenze collezionate occorre considerare i seguenti elementi al fine adeguatamente  
2462 apprezzare la comparazione tra le diverse basi di valore assolute o relative (elenco non esaustivo): (i) le  
2463 diverse *unit of valuations*, (ii) le diverse configurazione di valore (iii) le diversità fra l'entità che compie il *test*  
2464 di recuperabilità ed i *comps* selezionati (*e.g. size*, crescita attesa, redditività, livello di indebitamento, regime  
2465 di fiscalità prevalente, *etc*).

## 2466 27. La riconciliazione fra valore d'uso e *fair value*

2467 Come noto, lo IAS 36 definisce il valore recuperabile di una attività come il maggiore tra il *fair value* (valore  
2468 equo), dedotti i costi di vendita, e il valore d'uso. Pertanto, come specificato peraltro dal medesimo IAS 36,  
2469 non è sempre necessario determinare entrambe le configurazioni di valore: se uno dei due valori risulta  
2470 superiore al valore contabile di riferimento, l'attività oggetto di valutazione non ha subito una riduzione di  
2471 valore e pertanto non è necessario pervenire alla stima dell'altro importo.

2472 Sulla base di quanto sopra, nei casi in cui la prima configurazione adottata determini un valore già superiore  
2473 al valore contabile, nella prassi non viene determinato il valore recuperabile derivante dall'altra  
2474 configurazione, lasciando alla stima degli Amministratori o dell'esperto la migliore "convenienza" di quale  
2475 configurazione di valore adottare come calcolo primario. Ne discende il fatto che qualora, non siano  
2476 disponibili entrambi i valori, nessuna analisi di riconciliazione tra valore d'uso e *fair value* venga effettuata.

---

<sup>20</sup> Il metodo delle transazioni comparabili (o *guideline transaction method*), come evidenziato al § 23, presenta un'oggettiva difficoltà che consiste nell'identificare transazioni comparabili in un periodo prossimo a quella della data di valutazione.

2477 D'altro canto, nelle fattispecie dove almeno una delle due configurazioni di valore facesse emergere un valore  
2478 inferiore al valore contabile di riferimento, anche il secondo valore dovrebbe essere determinato, facendo  
2479 sorgere la necessità di riconciliazione degli importi (questo quanto più essi siano differenti: si pensi al caso in  
2480 cui una delle due configurazioni portasse a una potenziale svalutazione non confermata dalla configurazione  
2481 alternativa).

2482 Il profilo di riconciliabilità tra i due valori, per lo meno in termini quantitativi più che qualitativi, dovrebbe  
2483 essere generalmente più agevole quando il *fair value* viene determinato attraverso la tecnica valutativa  
2484 dell'*income approach*, che considera i redditi attesi, piuttosto che con altre metodologie. A tal proposito si  
2485 segnala come sia diventata prassi prevalente identificare in maniera univoca il *fair value* come applicazione  
2486 dei metodi di multipli (siano essi di borsa o di società/transazioni comparabili). Come detto, trattasi di  
2487 tendenza ma non di riferimento di principio, in quanto il *fair value* potrebbe essere determinato sulla base  
2488 di ulteriori approcci oltre al *market approach*, quale quello dei costi (*cost approach*) o il già citato *income*  
2489 *approach*. La scelta dovrebbe essere guidata in primis dalla coerenza dell'approccio con la finalità del calcolo,  
2490 ovvero addivenire ad un prezzo di mercato che verrebbe considerato da un generico partecipante di  
2491 mercato. A titolo di esempio generale, qualora i partecipanti di mercato fossero società operative  
2492 (concorrenti o nuovi entranti), è ragionevole assumere che le componenti che verrebbero considerate in  
2493 ottica di formulazione di prezzo sarebbe quello derivante dai benefici del controllo della gestione: in questo  
2494 caso, l'*income approach* potrebbe essere la tecnica valutativa più consona.

2495 In caso di differenze tra il *fair value* e il valore d'uso, dal loro confronto possono sorgere due fattispecie:

2496 i. Il valore d'uso risulta superiore al *fair value*: è il caso in cui chi gestisce la società riesce ad ottenere  
2497 il cosiddetto massimo e migliore uso dell'attività (*highest and best use* - HBU, così come indicato  
2498 dall'IFRS 13). Possibili dinamiche e parametri di riferimento di tale scenario avvengono quando, ad  
2499 esempio:

2500 ○ l'orizzonte temporale di previsione esplicita considerato dai partecipanti al mercato sia  
2501 inferiore a quello che viene considerato dall'utilizzatore del bene nell'ambito del calcolo del  
2502 valore d'uso;

2503 ○ le prospettive di crescita a lungo termine oltre l'orizzonte temporale esplicito di previsione  
2504 considerate dai partecipanti al mercato sono inferiori rispetto a quelle considerate  
2505 dall'utilizzatore del bene nell'ambito del calcolo del valore d'uso;

2506 ○ il tasso di sconto applicato nel calcolo del valore d'uso risulta inferiore a quello applicato nel  
2507 calcolo del *fair value*. I due tassi non dovrebbero essere comunque differire in maniera  
2508 consistente tra loro, essendo determinati entrambi in ottica di partecipante al mercato,  
2509 anche qualora venga applicato nell'ambito del valore d'uso; elementi di specificità  
2510 riguardano:

2511 ■ eventuali premi al rischio considerati, laddove il *value in use* dovrebbe considerare  
2512 rischi di ottenimento di sinergie specifiche dell'entità, e il *fair value* quella di una  
2513 possibile modifica di destinazione dell'HBU;

2514 ■ premi per il rischio di illiquidità, che si traducono nella richiesta da parte dei  
2515 partecipanti al mercato di tassi interni di rendimento superiori al costo del capitale  
2516 stimabile sulla base del CAPM, ogniquale volta investono in attività illiquide. Il costo  
2517 del capitale derivato dal CAPM, muove infatti dal rendimento di attività liquide  
2518 negoziate su mercati regolamentati. Il rendimento richiesto per l'investimento in  
2519 attività o in CGU non quotate normalmente è superiore, come facilmente  
2520 desumibile dall'esperienza dei fondi specializzati in *private equity*, *private debt*, *real*

2521 *estate*, ecc. i quali per attirare capitali da investire in attività illiquide necessitano di  
2522 offrire rendimenti superiori a quelli ritraibili dall'investimento in attività liquide .

2523 ○ il mercato di borsa nel suo complesso è depresso oltre quanto sarebbe giustificato dai  
2524 fondamentali, oppure risulta particolarmente depresso, per ragioni contingenti il prezzo di  
2525 borsa della società (questa considerazione ha evidentemente efficacia nella fattispecie in cui  
2526 il *fair value* venga attraverso la considerazione della capitalizzazione di borsa, nelle società  
2527 quotate in mercati regolamentati);

2528 ii. Il valore d'uso risulta inferiore al *fair value*: è il caso in cui chi gestisce la società non riesce ad ottenere  
2529 il massimo e migliore uso dell'attività. In tale scenario le dinamiche e parametri di cui sopra risultano  
2530 invertiti rispetto alla fattispecie precedente. Il valore d'uso può risultare inferiore al *fair value* anche  
2531 perché è soggetto a limitazioni più stringenti. Si richiama in particolare al paragrafo 44 del principio  
2532 contabile, che precisa che i flussi finanziari devono essere stimati facendo riferimento alla condizione  
2533 corrente ("as is"). Le stime devono pertanto escludere i flussi finanziari, siano essi in entrata o uscita,  
2534 che derivano (i) da una ristrutturazione futura per la quale la società non si sia ancora impegnata; e  
2535 (ii) il miglioramento e/o ottimizzazione dell'attività. I vincoli qui richiamati fanno riferimento alla sola  
2536 configurazione del valore d'uso, e pertanto non possono, anzi, non devono, essere considerati nella  
2537 stima del *fair value*, in particolare attraverso la tecnica dell'*income approach*. Pertanto, qualora  
2538 nell'ottica del generico operatore di mercato sia ragionevole considerare riorganizzazioni e/o  
2539 modifiche delle condizioni correnti di produttività, i relativi flussi di cassa in entrata ed uscita devono  
2540 essere tenuti in considerazione. Di converso, nella determinazione del *fair value*, non possono essere  
2541 considerati i benefici derivanti da sinergie specifiche realizzabili unicamente dall'attuale utilizzatore  
2542 del bene, in quanto esse non potranno essere ottenute da un qualsivoglia partecipante al mercato.

2543

2544 Nella specificità del contesto attuale di crisi economica derivante dagli effetti della pandemia Covid 19, tra i  
2545 parametri e vincoli di possibile differenziazione tra determinazione del valore d'uso e del *fair value* si  
2546 segnalano in particolare le azioni di contenimento degli effetti negativi della crisi. Talune società hanno  
2547 riformulato il proprio piano economico-finanziario, o per lo meno i *target* di breve periodo di *budget* 2020. I  
2548 piani economici finanziari rivisti dalle società potrebbero tenere in considerazione non solo le previste  
2549 contrazioni in termini di vendite e fatturato e conseguentemente della marginalità, ma includono altresì le  
2550 possibili azioni, sia in termini operativi, sia in termini finanziari (quale ad esempio il possibile ricorso a  
2551 finanziamenti agevolati previsti nei decreti governativi) che il *management* prevede di adottare per  
2552 contrastare la contrazione del *business* e la possibile crisi di liquidità. Si tratta di benefici che potrebbero  
2553 risultare *entity specific* e quindi da sterilizzare nel calcolo di *fair value*. Di converso, la configurazione del  
2554 valore d'uso non può considerare benefici di possibili ristrutturazioni di natura fondamentale per le quali la  
2555 società non si sia impegnata e che invece potrebbero essere inclusi nel calcolo del *fair value*.

## 2556 28. La riconciliazione fra valore recuperabile e capitalizzazione di borsa

2557 Nell'ambito di esercizi di *impairment test* riguardanti società quotate, è necessaria un'ulteriore  
2558 riconciliazione che riguarda il valore recuperabile e la capitalizzazione di borsa. In presenza di un mercato di  
2559 borsa efficiente in senso fondamentale la capitalizzazione di borsa di una società a proprietà contendibile  
2560 dovrebbe di norma costituire la migliore approssimazione del valore dell'azienda "as is". [cfr PIV III.2.1.]

2561 Come già richiamato nel paragrafo 27, la crisi economico-finanziaria derivante dalla pandemia Covid 19 ha  
2562 determinato, nel corso del primo semestre 2020, una generale rilevante diminuzione dei corsi di Borsa; è  
2563 possibile, pertanto, che, in questo particolare periodo storico, il valore recuperabile, in particolare nella

2564 configurazione del valore del valore d'uso, risulti – anche significativamente – maggiore rispetto alla  
2565 capitalizzazione di borsa.

2566 Di conseguenza l'esercizio di riconciliazione si rende ancora più necessario, al fine di individuarne le cause  
2567 qualitative, laddove non sia possibile una precisa riconciliazione numerica.

2568 Ciò premesso, si richiama in ogni caso all'attenzione che le valutazioni a fini di bilancio in taluni casi (in  
2569 particolare quando esprimono valutazioni *entity-specific*) sono valutazioni speciali, nel senso che rispondono  
2570 al dettato dei principi contabili, e come tali possono differire da valutazioni libere da parte del mercato. In  
2571 ogni caso ciò non significa che le valutazioni a fini di bilancio non siano riconciliabili con valutazioni effettuate  
2572 ad altri fini o con i prezzi espressi dal mercato. [Cfr PIV IV 7.5.]

2573 Nell'ambito della opportuna analisi di riconciliazione del valore recuperabile con la capitalizzazione di borsa,  
2574 va rilevato che il valore derivante dalla configurazione del *fair value* stimato ai fini dell'esercizio di *impairment*  
2575 *test* potrebbe, entro certi limiti, essere più agevolmente riconciliato con la capitalizzazione di borsa rispetto  
2576 al valore d'uso, in quanto il *fair value* rappresenta un valore (o un prezzo) che muove dalle assunzioni dei  
2577 partecipanti al mercato, in particolare nel caso di attività per le quali esista un mercato attivo (livello 1 della  
2578 gerarchia del *fair value*, così come richiamata nell'IFRS 13), e pertanto rappresenta la vista di un partecipante  
2579 al mercato, con una configurazione pertanto di prezzo, così come la capitalizzazione di borsa (e non di valore,  
2580 come il valore d'uso), anche se sono riferiti ad unità di valutazione differenti (azienda nel suo complesso nel  
2581 primo caso e singolo titolo di minoranza nel secondo caso).

2582

2583 Si richiamano sotto in sintesi a titolo non esaustivo alcune delle principali cause di differenze tra valore  
2584 recuperabile e capitalizzazione di borsa:

- 2585 • Asimmetria informativa tra il mercato e la società;
- 2586 • Differenti metodologie di valutazione (ad esempio multipli, metodologia spesso utilizzata dal  
2587 mercato, e DCF, metodologia applicata in ottica di valore d'uso);
- 2588 • Differenti orizzonti temporali di riferimento presi in considerazione dal mercato rispetto alla società  
2589 (generalmente molto più brevi gli orizzonti adottati dal mercato, rispetto a quelli utilizzati ai fini della  
2590 stima del valore d'uso);
- 2591 • Applicazioni di premi e di sconti (è frequente il caso in cui gli analisti di mercato applichino degli  
2592 sconti o dei premi ai multipli delle società comparabili o viceversa applichino sconti per considerare  
2593 profili di rischio non quantificabili: ad esempio rischi regolamentari, ecc.);
- 2594 • Differenti valori attribuiti ad alcune voci contabili, quali surplus asset o passività (che non rientrano  
2595 nella stima del valore recuperabile della/e CGU);
- 2596 • Considerazioni sulla governance della Società, che possono essere tenute in considerazione dal  
2597 mercato ma non rilevanti nella configurazione del valore d'uso nella prospettiva dell'entità che  
2598 detiene il controllo;
- 2599 • Considerazioni sulla liquidità del titolo, anch'esse eventualmente tenute in considerazione dal  
2600 mercato (azionista di minoranza) e non in ambito di valore d'uso;
- 2601 • Non piena rappresentatività del corso di borsa dovuta a fattori contingenti e straordinari (offerte  
2602 pubbliche di acquisto, annunci di aumenti di capitale, ecc.);
- 2603 • Differenza nelle *unit of valuations*.

2604 Nell'attuale contesto di incertezza e crisi economica successivo alla pandemia Covid 19, talune delle cause di  
2605 possibili differenze tra valore recuperabile e capitalizzazione di borsa possono avere acquisito un impatto  
2606 ancora maggiormente significativo:

2607 • *Asimmetria informativa*: alcune entità hanno o stanno riformulando il proprio piano economico-  
2608 finanziario e rivedendo i propri *target*. Tali target non sono stati, nella maggior parte, ancora  
2609 comunicati al mercato, che non può, pertanto, recepirle nelle proprie stime.

2610 Si ricorda inoltre che i piani rivisti tengono conto anche delle possibili azioni, sia in termini operativi,  
2611 sia in termini finanziari che il *management* prevede per far fronte alla diminuzione degli obiettivi  
2612 attesi rispetto a quelli previsti prima dell'emergenza dovuta alla pandemia Covid 19.

2613 Rispetto ad aggiornamenti dei piani in contesti "normali", l'attuale simmetria informativa risulta  
2614 pertanto più estesa e potrebbe portare a maggiori differenziazioni tra valore recuperabile – ed in  
2615 particolare il valore d'uso – e la capitalizzazione di borsa;

2616 • *"Over-reaction" dei mercati*: l'efficienza del mercato borsistico è verificata in mercati maturi in ottica  
2617 di medio-lungo periodo. Nel breve termine, il mercato può reagire in misura eccessiva (*over-reaction*)  
2618 o ridotta (*under-reaction*) a nuove informazioni. Ciò influenza anche la volatilità dei prezzi con effetti  
2619 sulla propensione all'investimento da parte degli investitori, che prescindono da elementi di natura  
2620 fondamentale. Fra le cause di *over-reaction* figurano sicuramente gli shock economici negativi;

2621 • *Accorciamento dell'orizzonte temporale di riferimento per la stima del valore*: i precedenti punti  
2622 combinati, (possibile ampia asimmetria informativa, con il mercato che non ha a disposizione target  
2623 di medio-termine aggiornati e fase di possibile *over-reaction* del mercato a numerose informazioni  
2624 esterne negative di breve periodo), inducono gli investitori a valutare i titoli sulla base di informazioni  
2625 di breve periodo o di normalizzazione dei risultati sempre in un ottica di breve termine;

2626 • *Differente utilizzo di metodologie valutative*: in assenza di nuove informazioni rilevanti per  
2627 determinare da parte del mercato e dell'applicazione dell'*income approach*, nel contesto attuale è  
2628 possibile che il mercato applichi valutazioni basate su metodologie più sintetiche, quali i multipli di  
2629 mercato, con le problematiche richiamate poco sopra.

2630

2631

## 2632 Parte settima: L'impairment test delle attività diverse dall'avviamento

### 2633 29. Le altre attività a vita indefinita

2634 Se gli eventi recenti hanno modificato il grado di utilizzo dell'attività l'esperto deve verificare, se rispetto  
2635 all'ultimo *impairment test* in cui è stato utilizzato il valore d'uso o il *fair value* con l'approccio dei flussi di  
2636 risultato, si sono modificate le ipotesi sottostanti all'orizzonte temporale, ai benefici futuri e alle spese di  
2637 mantenimento.

2638 L'emergenza attuale potrebbe rappresentare anche un fattore determinante affinché un'attività venga  
2639 "declassato" ad attività a vita utile definita, non sussistendo i fattori che avevano supportato la qualificazione  
2640 come attività a vita utile indefinita (IAS 38-109, PIV III 5.7). In tale ipotesi l'attività dovrà essere sottoposta a  
2641 *impairment test*, contabilizzando ogni eccedenza del valore contabile rispetto al valore recuperabile quale  
2642 perdita di valore (IAS 38.110).

2643 Si pensi all'utilizzo di un marchio che caratterizza i prodotti di una linea per la quale il management ha deciso  
2644 di ridurre il programma di investimenti in marketing e pubblicità, a causa delle difficoltà derivanti dalla  
2645 riduzione delle vendite, oppure per la quale si è ridimensionato il piano di apertura di punti vendita sui nuovi  
2646 mercati. In tal caso, i flussi di risultato potrebbero essere accertati con relativa attendibilità solo fino ad una  
2647 certa data e verrebbe quindi meno la condizione per la classificazione dell'attività come a vita indefinita (IAS  
2648 38.88).

2649 Nel caso di know-how o altre attività immateriali di natura intellettuale la cui protezione legale non è limitata  
2650 nel tempo, se la riduzione degli investimenti è generalizzata al settore di appartenenza e anche i concorrenti  
2651 hanno annunciato rinvii e/o tagli negli investimenti in ricerca e sviluppo, l'esperto può considerare che  
2652 l'obsolescenza del bene immateriale oggetto di *impairment* sia attenuata e, conseguentemente,  
2653 neutralizzare l'effetto di minori flussi derivanti dall'uso del bene con quelli derivanti dal rallentamento del  
2654 progresso tecnologico di contesto.

2655 Nel caso che la metodica usata sia quella dei flussi di risultato, l'esperto, in analogia a quanto espresso per  
2656 l'avviamento, deve procedere ad un'analisi di sensibilità del valore assegnato rispetto ai principali assunti  
2657 valutativi (PIV III.5.9). Nella stima del valore del bene immateriale effettuata con il metodo del profit split,  
2658 l'esperto è chiamato a verificare la tenuta dei criteri di attribuzione del reddito di pertinenza al bene  
2659 immateriale (PIV III.5.5).

2660 Quando il valore recuperabile di un bene immateriale a vita indefinita è determinato con approcci che  
2661 prevedono la definizione di un criterio di allocazione di una quota dei flussi di risultati attesi alla specifica  
2662 attività, come avviene tipicamente con i metodi reddituali indiretti o con la metodica di mercato con impiego  
2663 dei tassi royalty (PIV III 5-5), l'incertezza complessiva cresce perché, oltre alle ipotesi sui flussi attesi e sul  
2664 tasso di attualizzazione, si aggiunge la convenzionalità di scelta del criterio di allocazione dei flussi. Questo  
2665 rischio, nel caso di beni immateriali a vita definita, è compensato dalla possibilità di ridurre la vita economica,  
2666 mentre per i beni a vita indefinita questa compensazione può essere effettuata attraverso una maggiorazione  
2667 del tasso.

2668 Il tasso da applicare risulterà quindi, di norma, superiore a quelli applicati per il capitale circolante, per le  
2669 immobilizzazioni materiali e finanziarie e per i beni materiali a vita definita (se si è agito sulla leva della  
2670 riduzione della vita economica) in modo da avere come media ponderata dei tassi il WACC.

2671 Spesse volte le attività intangibili a vita indefinita sono utilizzate da più CGU. In sede di *impairment test* delle  
2672 altre attività – sia che siano svolte su base di singola attività, sia che siano svolte su base di CGU - è necessario  
2673 avere cura di evitare di cadere nell'errore di scontare i flussi dell'attività o della CGU al lordo del contributo  
2674 anche dell'attività intangibile a vita indefinita, con l'effetto di considerare due volte gli stessi flussi (una volta

2675 per la stima del valore dell'intangibile a vita indefinita ed un'altra volta per la stima del valore dell'attività a  
2676 vita definita).

### 2677 30. Le attività soggette ad ammortamento (tangibili e intangibili)

2678 Per i beni a vita utile definita l'*impairment test* deve essere effettuato in presenza di indicatori di eventuali  
2679 perdite di valore. Lo IAS 36.22 chiarisce che la stima del valore recuperabile deve essere compiuta a livello di  
2680 singola attività, ad eccezione dei casi in cui l'attività non sia in grado di generare flussi in entrata largamente  
2681 indipendenti. In quest'ultimo caso l'*impairment test* deve riguardare la CGU cui le attività afferiscono.

2682 Tra gli indicatori di *impairment* riconducibili a fenomeni di carattere esterno si hanno (IAS 36.12):

- 2683 • Il valore di mercato dell'attività considerata è diminuito significativamente durante l'esercizio, più di  
2684 quanto si prevedeva sarebbe accaduto con il passare del tempo o con il normale utilizzo dell'attività  
2685 in oggetto. In questa ipotesi è probabile che il valore recuperabile sia divenuto inferiore al valore  
2686 contabile calcolato tenendo conto del solo ammortamento;
- 2687 • si sono verificate nell'esercizio, o si verificheranno nel prossimo futuro, variazioni significative con  
2688 effetto negativo per l'impresa nell'ambiente tecnologico, di mercato, economico o normativo in cui  
2689 l'impresa opera o nel mercato al quale l'attività è rivolta. Si deve trattare di cambiamenti o  
2690 innovazioni che potranno ridurre sensibilmente il valore di mercato o le modalità di utilizzo durevole  
2691 di un'attività (es.: limitazioni o divieti all'utilizzo nelle produzioni di determinati impianti o  
2692 macchinari) oppure di modifiche legislative che limitano o vietano l'esercizio delle attività in alcuni  
2693 settori, o la sottopongono a sensibili restrizioni;
- 2694 • sono aumentati i tassi di interesse di mercato o altri tassi di rendimento degli investimenti ed è  
2695 probabile che tale aumento comporterà un incremento del tasso di attualizzazione utilizzato  
2696 dall'impresa nel calcolo del valore d'uso di una attività riducendone in modo significativo il valore  
2697 recuperabile (es.: l'aumento del rendimento dei titoli di Stato a media-lunga scadenza).

2698  
2699 Tra gli indicatori di *impairment* riconducibili a fonti informative interne si hanno (IAS 36.12 e 14):

- 2700 • l'obsolescenza dei cespiti (tecnologica ed operativa o riferita ai prodotti fabbricati col suo utilizzo,  
2701 come può avvenire per impianti, brevetti, ecc.)
- 2702 • il maggiore deterioramento fisico dei cespiti;
- 2703 • il verificarsi nel corso dell'esercizio, o nel prossimo futuro, di cambiamenti significativi nella misura o  
2704 nel modo in cui un'attività viene utilizzata o si suppone che sarà utilizzata. Ad esempio, programmi  
2705 di ristrutturazione del settore operativo o di cessazione del settore, programmi di dismissione  
2706 dall'uso del cespite prima della data precedentemente prevista o mancato utilizzo per effetto del  
2707 Covid-19;
- 2708 • indicazioni, derivanti dal sistema informativo interno, le quali dimostrano che i risultati attesi saranno  
2709 peggiori di quelli in precedenza previsti:
- 2710 • previsione di benefici futuri scaturenti dalle attività minori delle attese;
- 2711 • budget dai quali risulta che i flussi finanziari necessari per l'acquisto ed il mantenimento della  
2712 potenzialità produttiva dei cespiti sono significativamente superiori a quelli preventivati;
- 2713 • previsioni aziendali di perdite operative nette nel settore o nella *business unit* in cui il cespite è  
2714 utilizzato in modo significativamente ridotto rispetto alle precedenti.

2715 La considerazione di questi fattori può dare luogo ad una riduzione della vita economica di ammortamento  
2716 con conseguente esigenza di determinare la perdita di valore e rivedere le quote future in ragione di un

2717 ridotto periodo di ammortamento. La verifica del periodo di ammortamento deve avvenire con cadenza  
2718 almeno annuale (IAS 16.51; IAS 38.104).

2719 Un esempio di perdita da *impairment* si può avere per proprietà commerciali e industriali (o diritti d'uso  
2720 relativi a tali immobili) dati in affitto, i cui locatori, per effetto della crisi da Covid-19, sono stati costretti a  
2721 sospendere la propria attività, con conseguenti difficoltà di corrispondere i canoni per intero e richiesta di  
2722 rinegoziazione degli importi. Considerazioni simili possono essere riferite anche ad aziende che noleggiano  
2723 beni (ad es. aeromobili e navi) al settore dei trasporti.

2724 In epoca di crisi da Covid-19 fattori specifici che possono incidere sui flussi e sulla durata della vita economica  
2725 dei beni a vita definita sono:

- 2726 • l'effetto e la resistenza previsti delle perturbazioni operative che saranno influenzati dalla giurisdizione e  
2727 dal settore in cui l'azienda opera;
- 2728 • la disponibilità delle risorse necessarie per "accelerare" le operazioni una volta che l'azienda prevede di  
2729 essere in grado di aumentare (o riprendere) le operazioni (ad esempio dipendenti, materie prime, ecc.);
- 2730 • il tasso di sopravvivenza dei concorrenti;
- 2731 • la domanda di beni e servizi durante e in seguito agli effetti più gravi dell'epidemia (ad es. un'azienda  
2732 farmaceutica rispetto a un tour operator).

2733 L'indebolimento può riguardare anche impianti o macchinari che, non generando autonomi flussi finanziari,  
2734 sono allocati ad una CGU. Se vi sono problemi gravi attinenti l'attuazione del Piano, a causa ad esempio del  
2735 superamento del business model, l'esperto dovrà procedere a modificare, o interrompere, il piano di  
2736 ammortamento e rilevare una perdita di valore. Si pensi, ad esempio, alla scelta di esternalizzare la  
2737 produzione, il passaggio dal *make* al *buy*, se definitivo, comporta la necessità di stimare il valore delle attività  
2738 della CGU a valore di dismissione con imputazione della differenza di valore a conto economico.

2739 In presenza di imprese o gruppi articolati in più CGU è necessario ai fini di *impairment test*, considerare quei  
2740 beni che sono destinati ad attività ausiliare o comuni (*corporate assets*) (IAS 36.100), quali ad esempio  
2741 l'edificio della sede centrale, hardware e software gestionali, il centro R&S. Quando si manifesta, per tali  
2742 attività, un sintomo di possibile riduzione di valore, occorre eseguire il *test* di *impairment* nei confronti  
2743 dell'unità generatrice di flussi finanziari o del gruppo di unità cui esse sono state allocate.

2744 Si possono presentare situazioni in cui l'entità non è in grado di produrre informazione prospettica a livello  
2745 di CGU cui sono allocate le attività immobilizzate da sottoporre ad *impairment test*. In questi casi è possibile  
2746 avvalersi del disposto dello IAS 36.23 – richiamato anche dall'ESMA – facendo ricorso a semplificazioni ed a  
2747 misure che approssimano ragionevolmente il valore recuperabile. E' responsabilità dell'esperto valutare se  
2748 esistano soluzioni più precise di misurazione e la ragionevolezza della stima del valore recuperabile ottenuto  
2749 in via semplificata.