

**UNIVERSITA'  
DEGLI STUDI  
DI BERGAMO**

FACOLTA' DI ECONOMIA

Dipartimento di Economia Aziendale

Quaderno del Dipartimento n. 4 / 2009

Elena Dodesini

**"Impairment test:  
punti di contatto con la valutazione aziendale e problematiche  
particolari"**

## INDICE

|               |                                                                                                                |                |
|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|
|               | <b>Introduzione</b>                                                                                            | <b>pag. 2</b>  |
| <b>Cap. 1</b> | <b>Impairment test</b>                                                                                         | <b>pag. 3</b>  |
| 1.1.          | Ambito di applicazione                                                                                         | pag. 3         |
| 1.2.          | La procedura di impairment                                                                                     | pag. 5         |
| 1.3.          | Origine del valore recuperabile                                                                                | pag. 6         |
|               | Schemi riepilogativi relativi al capitolo 1                                                                    | pag. 13        |
| <b>Cap. 2</b> | <b>La valutazione aziendale secondo i due approcci Assets side e Equity side</b>                               | <b>pag. 16</b> |
| 2.1.          | Riclassificazione degli schemi di bilancio                                                                     | pag. 16        |
| 2.2.          | Le due varianti : approccio assets side e quello equity side                                                   | pag. 19        |
| 2.3.          | Procedimenti di stima del valore secondo l'ottica assets side (apprezzamento del capitale investito operativo) | pag. 24        |
| 2.3.1.        | Procedimento APV                                                                                               | pag. 24        |
| 2.3.2.        | Modello del costo medio ponderato del capitale, WACC (Weighted Average Costo of Capital)                       | pag. 26        |
| 2.4.          | Dalla valutazione assets side a quella equity                                                                  | pag. 28        |
| 2.5.          | Valutazione equity side                                                                                        | pag. 28        |
| 2.6.          | Schema riepilogativo dei due approcci, assets e equity, nella valutazione secondo criteri di flusso            | pag. 29        |
| 2.7.          | Coerenza tra tasso e flusso                                                                                    | pag. 31        |
| <b>Cap. 3</b> | <b>Valore d'uso</b>                                                                                            | <b>pag. 34</b> |
| 3.1.          | Valore d'uso di un'attività o di un'unità generatrice di flussi finanziari                                     | pag. 34        |
| 3.2.          | La previsione dei flussi                                                                                       | pag. 35        |
| 3.3.          | Tipologia di flusso                                                                                            | pag. 39        |
| 3.4.          | Flusso e gestione finanziaria                                                                                  | pag. 41        |
| 3.5.          | Flusso e tasso di attualizzazione                                                                              | pag. 42        |
| 3.6.          | Coerenza tra tasso e flusso                                                                                    | pag. 47        |
|               | <b>Conclusioni</b>                                                                                             | <b>pag. 54</b> |
|               | <b>Bibliografia</b>                                                                                            | <b>pag. 55</b> |

## **Introduzione**

L'adozione dei principi contabili internazionali estende le logiche della valutazione del capitale economico alla redazione del bilancio aziendale, non soltanto grazie all'introduzione per alcune voci di bilancio del fair value accanto al criterio del costo storico, ma anche per effetto dell'impairment test del valore. Si tratta di una procedura di controllo attraverso la quale l'azienda verifica la possibilità che un bene abbia subito una perdita di valore.

La presente trattazione ha lo scopo di illustrare la seconda delle due novità, mettendo in evidenza la complessità della verifica di valore che, oltre alle sue specificità, obbliga di fatto il management ad affrontare tante delle problematiche proprie della stima del capitale economico.

## Cap. 1 Impairment test

### 1.1. Ambito di applicazione

Il principio contabile internazionale che regola l'impairment test è il n. 36<sup>1</sup>, che espressamente esclude dal proprio ambito di applicazione quelle poste di bilancio che sono oggetto di specifiche disposizioni contenute in altri principi e precisamente:

- a) rimanenze (IAS 2)
- b) attività derivanti da commesse a lungo termine (IAS 11)
- c) attività fiscali differite (IAS 12)
- d) attività derivanti da benefici per i dipendenti (IAS 19)
- e) attività finanziarie (IAS 39)
- f) investimenti immobiliari valutati al fair value (IAS 40)
- g) attività biologiche connesse all'attività agricola valutate al fair value (IAS 41)
- h) costi di acquisizione differiti e attività immateriali derivanti dai diritti contrattuali dell'assicuratore in contratti di assicurazione di cui all'IFRS 4
- i) attività non correnti (o gruppi in dismissione) classificate come possedute per la vendita in conformità all'IFRS 5.

Il principio contabile n. 36 quindi si applica alle poste attive diverse da quelle elencate ed anche alle attività finanziarie classificate come partecipazioni in società controllate, collegate e in joint venture, secondo le definizioni contenute rispettivamente nello IAS 27 (Bilancio consolidato e separato), nello IAS 28 (Partecipazioni in società collegate) e nello IAS 31 (Partecipazioni in joint venture).

Concepito come criterio per accertare annualmente le eventuali diminuzioni di valore di quelle attività immateriali che, essendo a vita utile indefinita, non sono sottoposte ad un processo di ammortamento, si estende alle altre poste contabili (escluse quelle elencate) quando alla data di riferimento del bilancio esistono indicazioni che un'attività possa aver subito una perdita di valore.

Un'altra novità di rilevante portata è infatti rappresentata dalla distinzione, nell'ambito delle attività immateriali, tra vita utile finita e indefinita, dove per vita utile si intende alternativamente:

- a) il periodo di tempo nel quale ci si attende che un'attività sarà utilizzata dall'entità; o
- b) il numero delle unità prodotte o altrimenti ricavabili che l'entità si aspetta di ottenere dall'utilizzo dell'attività<sup>2</sup>.

Quando si parla di vita utile indefinita non si intende infinita bensì indeterminata, nel senso che, come previsto nello IAS 38, paragrafo 88, "sulla base di un'analisi dei fattori rilevanti, non vi è un limite prevedibile all'esercizio fino al quale si prevede che l'attività generi flussi finanziari netti in entrata per l'entità".

Mentre le attività aventi vita utile finita sono sottoposte ad un processo di ammortamento, cioè una ripartizione sistematica del costo sostenuto per l'acquisizione lungo l'atteso periodo d'utilizzo, quelle a vita economica indefinita sono assoggettate annualmente alla verifica del valore, l'impairment test appunto, finalizzata ad accertare che il bene non sia iscritto in contabilità ad un valore superiore a quello recuperabile.

Di seguito si riporta uno schema riepilogativo relativo all'ambito di applicazione e alla frequenza della verifica del valore ai sensi dello IAS 36<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Pubblicato nel 2004 in sostituzione dello IAS 36 (1998).

<sup>2</sup> Principio contabile internazionale n. 38, paragrafo 8.

<sup>3</sup> Claudia Rossi, "Valutazioni di bilancio secondo i principi contabili internazionali", Isedi, Novara, 2007, pag. 191

| <b>Tipologia di attività</b>                                                                                                                                                | <b>Frequenza dell'impairment test</b>                                                                                                                                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| attività immateriali a vita economica indefinita<br>attività immateriali non ancora disponibili all'uso<br>avviamento acquisito nell'ambito di una operazione straordinaria | sempre annualmente, a prescindere dall'esistenza di indicazioni di perdita di valore<br><br>durante l'anno soltanto quando si rilevano indicatori di perdita di valore |
| Tutte le altre attività (diverse da quelle escluse ed incluse le partecipazioni)                                                                                            | Soltanto in presenza di indicatori di perdita di valore                                                                                                                |

Merita attenzione la posta avviamento che, come si può notare, viene assimilata ad un'attività immateriale a vita economica indefinita e come tale sottoposta a controllo annuale indipendentemente dall'esistenza di indicazioni che facciano ritenere che si sia verificata una perdita di valore. Trattasi notoriamente del solo<sup>4</sup> avviamento derivante da un'aggregazione aziendale, cioè dall'acquisizione di un'altra impresa.

Lo IAS 36 al paragrafo 12 elenca le situazioni minimali che possono indurre a supporre una riduzione di valore delle attività e precisamente:

“Fonti esterne di informazione

- a) il valore di mercato di un'attività è diminuito significativamente durante l'esercizio, più di quanto si prevedeva sarebbe accaduto con il passare del tempo o con l'uso normale dell'attività in oggetto;
- b) variazioni significative con effetto negativo per l'entità si sono verificate durante l'esercizio o si verificheranno nel futuro prossimo nell'ambiente tecnologico, di mercato, economico o normativo nel quale l'entità opera o nel mercato al quale un'attività è rivolta;
- c) i tassi di interesse di mercato o altri tassi di remunerazione del capitale sugli investimenti sono aumentati nel corso dell'esercizio, ed è probabile che tali incrementi condizionino il tasso di attualizzazione utilizzato nel calcolo del valore d'uso di un'attività e riducano in maniera significativa il valore recuperabile dell'attività;
- d) il valore contabile dell'attivo netto dell'entità è superiore alla sua capitalizzazione di mercato<sup>5</sup>;

Fonti interne di informazione

- e) l'obsolescenza o il deterioramento fisico di un'attività risulta evidente,
- f) significativi cambiamenti con effetto negativo sull'entità si sono verificati nel corso dell'esercizio oppure si suppone che questi si verificheranno nel futuro prossimo, nella misura in cui o nel modo in cui un'attività viene utilizzata o si suppone sarà utilizzata. Tali cambiamenti includono l'attività che diventa inutilizzata, piani di dismissione o di ristrutturazione del settore operativo al quale l'attività appartiene, piani di dismissione dell'attività prima della data precedentemente prevista, e il ristabilire la vita utile di un'attività come definita piuttosto che indefinita;
- g) l'andamento economico di un'attività è, o sarà, peggiore di quanto previsto è evidente dall'informativa interna.”

In ultimo deve essere chiarito che le logiche del test di impairment non riguardano soltanto le società italiane che applicano i principi contabili internazionali; infatti l'art. 2427 del codice civile, in seguito alle modifiche apportate dai decreti legislativi n. 6 del 2003 e n. 310 del 2004, nel disciplinare il contenuto della nota integrativa, richiede, al punto 3 bis, che vengano indicate “la misura e le motivazioni delle riduzioni di valore applicate alle immobilizzazioni materiali e immateriali, facendo a tal fine esplicito riferimento al loro concorso alla futura produzione di risultati economici, alla loro prevedibile durata utile e, per quanto rilevante, al loro valore di

<sup>4</sup> Non è ammessa la rilevazione contabile dell'avviamento generato internamente.

<sup>5</sup> Da segnalare, soprattutto in caso di significative anomalie dei mercati finanziari, che l'indicatore proposto non riguarda una singola attività ma l'intera azienda nella sua globalità.

mercato, segnalando altresì le differenze rispetto a quelle operate negli esercizi precedenti ed evidenziando la loro influenza sui risultati economici dell'esercizio”.

## 1.2. La procedura di impairment

Quando sussistono le condizioni per applicare il test di verifica del valore, quindi annualmente o quando si rilevino indicatori di perdita, la procedura segue un preciso percorso logico<sup>6</sup>.

Una volta individuata l'attività oggetto di controllo, bisogna verificare se la stessa è in grado di generare per effetto del suo continuo utilizzo flussi finanziari in modo autonomo.

In caso di risposta affermativa, si può procedere immediatamente all'impairment test della specifica attività. Diversamente è necessario individuare il più piccolo gruppo identificabile di attività, a cui il bene appartiene, in grado di produrre flussi di cassa ampiamente indipendenti da quelli generati da altre attività o gruppi di attività<sup>7</sup>. Il test di verifica viene effettuato, in questo secondo caso, con riferimento a tale unità operativa definita dai principi contabili internazionali Cash Generating Unit (CGU)<sup>8</sup>.

Il test consiste nel confrontare il valore contabile dell'attività o della CGU con il suo valore recuperabile, inteso come il maggior tra il fair value al netto dei costi di vendita e il valore d'uso.

Merita una precisazione il valore contabile della CGU<sup>9</sup> che, nel comprendere i valori contabili delle sole attività diverse da quelle correnti direttamente attribuibili all'unità operativa, esclude i saldi relativi al capitale circolante commerciale che sono oggetto di autonoma verifica nel rispetto di altri principi contabili (per esempio per le rimanenze valgono le previsioni contenute nello IAS 2). Vanno ugualmente escluse le passività rilevate.

Se il valore contabile supera il valore recuperabile, si deve procedere alla svalutazione dell'attività o della CGU, imputando la differenza a conto economico<sup>10</sup>, tra i componenti negativi di reddito; diversamente può essere conservato in bilancio il valore contabile.

La riduzione di valore della CGU deve essere attribuita alle diverse attività che la compongono secondo l'ordine riportato nel paragrafo 104 dello IAS 36 e precisamente, in primo luogo, all'avviamento allocato all'unità stessa e, successivamente per la parte residuale, alle altre attività proporzionalmente al loro valore contabile.

Se negli esercizi successivi ad una svalutazione, risulta che sono mutate le condizioni<sup>11</sup> che avevano portato all'abbattimento del valore contabile, il principio internazionale obbliga alla

---

<sup>6</sup> OIC – Organismo Italiano di Contabilità – “Applicazioni IAS/IFRS - Impairment e avviamento- Applicazione 1” – Bozza per la consultazione

<sup>7</sup> Si tratta in altre parole di una ripartizione dell'azienda per aggregati di beni capaci di generare flussi finanziari largamente autonomi. L'operazione è spesso complessa a tal punto che bisogna fare riferimento all'intera azienda.

<sup>8</sup> L'avviamento acquisito da aggregazioni aziendali, avente la natura di “pagamento effettuato dall'acquirente in previsione di benefici economici futuri derivanti da attività che non possono essere identificate individualmente e rilevate separatamente” (IFRS 3, par. 52), visto che non produce flussi finanziari autonomi, viene tipicamente verificato attraverso l'impairment test della CGU a cui è allocato al momento dell'operazione straordinaria da cui origina.

<sup>9</sup> Il valore contabile della CGU si può scomporre come di seguito:

Avviamento

+ Attività immateriali (diverse dall'Avviamento)

+ Attività materiali non correnti

<sup>10</sup> “a meno che l'attività non sia iscritta al proprio valore rivalutato secondo quanto previsto da un altro Principio (per esempio, secondo quanto previsto dal modello della rideterminazione del valore dello IAS 16, Immobili, impianti e macchinari). Qualsiasi perdita per riduzione durevole di valore di un'attività rivalutata deve essere trattata come una diminuzione della rivalutazione secondo quanto previsto da quel Principio.” IAS 36 paragrafo 60.

In altre parole, nel caso in cui l'attività sia stata in precedenza rivalutata, la riduzione di valore deve essere portata a decremento della riserva da rivalutazione; solo la parte di perdita eventualmente eccedente la riserva stessa trova collocazione tra le voci di costo nel conto economico.

<sup>11</sup> Come precisato dallo IAS 36, paragrafo 112, “Le indicazioni di una potenziale diminuzione di una perdita per riduzione durevole di valore fornite nel paragrafo 111 rispecchiano fondamentalmente le indicazioni contrarie previste per l'individuazione di una perdita per riduzione durevole di valore contenute nel paragrafo 12”.

rideterminazione del valore recuperabile dell'attività, con conseguente ripristino di valore della stessa<sup>12</sup> nel caso in cui il valore calcolato ecceda quello contabile<sup>13</sup>.

Il valore contabile risultante dal reintegro non può eccedere il valore contabile teorico, cioè quello che sarebbe stato determinato se la svalutazione non fosse stata effettuata negli esercizi precedenti (paragrafo 117).

Come già per l'impairment loss, la contropartita del ripristino di valore è un componente positivo di reddito; è previsto l'accreditamento a riserva da rivalutazione solo nel caso in cui l'attività risulti iscritta ad un valore rivalutato.

Il ripristino di valore di una CGU deve essere attribuito alle attività dell'unità proporzionalmente al loro valore contabile. Resta escluso l'avviamento la cui perdita per riduzione durevole di valore non può essere eliminata negli esercizi successivi (paragrafo 124); la ragione è da ricercare nel fatto che è assai probabile che un aumento del valore recuperabile dell'avviamento rappresenti un incremento generato internamente più che il venir meno di una perdita per riduzione durevole di valore precedentemente registrata (paragrafo 125).

### **1.3. Origine del valore recuperabile**

Prima di entrare nel dettaglio della modalità di stima del valore recuperabile ai fini dell'impairment test, si ritiene opportuno introdurre alcune considerazioni, riepilogate nelle Basis for Conclusions<sup>14</sup>, che, oltre a far chiarezza sull'intento che ha spinto all'emanazione del principio contabile 36, illustrano le motivazioni che hanno portato alla scelta del valore recuperabile come il maggiore tra il fair value less costs to sell e il valore d'uso, mettendo in evidenza le opinioni divergenti.

In primissimo luogo lo IASC<sup>15</sup> analizza il possibile comportamento di un'azienda che, ad un certo punto della sua vita, si rende conto che un'attività ha perso parte del suo valore. In altre parole la situazione è quella di un'impresa che scopre che un bene, acquistato ad un certo prezzo in base a ragionevoli attese di profittabilità, in realtà ha perso parte del suo potenziale.

Le decisioni alternative che il management può adottare sono a tutti gli effetti scelte razionali di investimento, basate sulle attese in merito ai flussi di cassa che potranno derivare dall'attività, qualora venisse ceduta oppure fosse mantenuta in azienda.

La scelta di vendere l'attività corrisponde all'ipotesi in cui il ricavo netto derivante dalla cessione eccede i benefici attesi dal mantenimento della stessa in azienda.

L'azienda diversamente conserverà l'attività quando non può essere venduta, se non ad un prezzo chiaramente basso, oppure le potenzialità originarie possono essere ricostituite, seppure sostenendo costi aggiuntivi, o ancora quando i benefici ritraibili dalla stessa, seppure inferiori a quelli considerati inizialmente al momento dell'acquisto, sono comunque soddisfacenti.

Dal punto di vista contabile l'aspetto da affrontare è l'individuazione del valore recuperabile dell'attività; tra le quattro diverse configurazioni, proposte e illustrate nelle Basic for Conclusions da BCZ 9 a BCZ 30, lo IASC sceglie quella del maggior valore tra il prezzo netto di vendita e il valore d'uso.

La prima configurazione proposta consiste nella somma dei futuri flussi di cassa derivanti dall'attività non scontati; secondo tale prospettiva, il valore recuperabile si calcola attraverso la

---

<sup>12</sup> Il ripristino di valore è escluso per l'avviamento.

<sup>13</sup> Claudia Rossi, "Valutazioni di bilancio secondo i principi contabili internazionali", Isedi, Novara, 2007, pag. 223 e seguenti

<sup>14</sup> Le Basis for Conclusions sono documenti che accompagnano la pubblicazione di un principio contabile ed hanno lo scopo di esporre le ragioni che hanno motivato l'emanazione del principio, evidenziando alcune considerazioni utili nell'applicazione dello stesso e le eventuali opinioni divergenti manifestate da alcuni membri.

<sup>15</sup> Lo IASC (International Accounting Standards Committee) ha emanato nel 1998 la prima versione dello IAS 36, successivamente rivista dall'International Accounting Standards Board, che ha inserito nelle sue Basis for Conclusions materiale, proveniente dalle Basis for Conclusions che accompagnavano la prima versione, relativo ad argomenti che lo stesso IASB non trattava. Le considerazioni contenute nei paragrafi con il prefisso BCZ sono quelle dello IASC, mentre quelle dello IASB sono contraddistinte dalle lettere BC.

semplice somma algebrica dei flussi attesi, senza tenere in considerazione il fatto che le manifestazioni finanziarie, in uscita e in entrata, si distribuiscono variamente nel tempo.

$$\text{Valore recuperabile} = \sum_{i=1}^n F^i$$

dove

$F^i$  = flusso di cassa atteso relativo all'anno  $i$

$n$  = numero di anni in cui si ritiene si manifesteranno i flussi

La proposta viene sostenuta da un limitato numero di commentatori, i quali pongono l'accento sul fatto che la contabilità a costi storici non vuole esprimere il valore economico delle attività e pertanto il valore temporale della moneta non deve essere tenuto in considerazione nella stima del valore recuperabile.

Inoltre introdurre l'attualizzazione nel bilancio, oltre alle difficoltà proprie della stima del tasso, crea confusione negli utilizzatori poiché le attività sono iscritte su basi diverse (costi storici e grandezze attualizzate).

La proposta viene respinta dallo IASC per diverse ragioni, tra cui principalmente quella che sostiene che lo scopo della stima del valore recuperabile è riflettere le decisioni d'investimento che si basano su un approccio economico razionale che non può prescindere, così come fa il mercato, dal valore temporale del denaro. Diversamente due attività che producono flussi attesi quantitativamente identici ma distribuiti secondo una diversa dinamica temporale dovrebbero avere un medesimo valore recuperabile. In questo senso, deve essere rimarcata l'importanza del processo di attualizzazione attraverso il quale è possibile rendere omogenea una successione di importi monetari variamente distribuiti nel tempo, calcolandone gli equivalenti ad uno stesso momento (data di bilancio).

Inoltre le imprese non sono totalmente estranee al concetto di attualizzazione che trova applicazione anche in altri ambiti del bilancio.

La formula precedente si trasforma come di seguito:

$$\text{Valore recuperabile} = \sum_{i=1}^n F^i v^i$$

dove

$F^i$  = flusso di cassa atteso anno per anno

$v^i$  = coefficiente di attualizzazione

$n$  = numero di anni in cui si ritiene si manifesteranno i flussi

La seconda proposta consiste nel definire il valore recuperabile come il fair value dell'attività, pari primariamente al valore osservabile sul mercato della stessa o di una similare e, solo quando questa grandezza non può essere determinata, al valore di utilizzo considerato un'approssimazione dell'apprezzamento del mercato.

I sostenitori della proposta, oltre a precisare che la soluzione è sicuramente preferibile perché permette di definire un valore unico, ritengono che il giudizio espresso dal mercato sia oggettivo e pertanto non manovrabile, contrariamente al valore d'uso che invece riflette le attese in merito ai flussi di cassa conseguibili dall'attività formulate dal management dell'azienda.

Nel fatto poi che le previsioni elaborate dell'imprenditore possano eccedere quelle implicite nel mercato, ravvisano un'ipotesi di goodwill creato internamente che non può trovare rappresentazione in bilancio.



Alle argomentazioni illustrate, lo IASC risponde che non sembra corretto prediligere le attese formulate dal mercato poiché l'azienda potrebbe trovarsi nelle condizioni di utilizzare l'attività traendo maggior profitto rispetto a quanto previsto dal mercato stesso. In questo caso la vendita del bene sarebbe una scelta economicamente irrazionale e la stima del valore recuperabile sulla base del fair value non coerente con l'intenzione dell'azienda di mantenere l'attività.

Significativo in questo senso è l'esempio riportato al n. 1 in BCZ17.

Un edificio avente vita attesa di 40 anni, acquistato per 2.000 dieci anni prima, si trova iscritto in bilancio per 1.500. Dalla data dell'acquisto i valori di mercato si sono ridotti drasticamente per cui il fair value del bene alla data di bilancio ammonta a 1.000. L'edificio soddisfa pienamente le richieste dell'azienda che quindi non intende cederlo per trasferirsi altrove. Il bene non genera autonomamente flussi finanziari pertanto il valore recuperabile deve riferirsi alla CGU contenente lo stesso, che è poi l'azienda nel suo insieme. Dai calcoli risulta che la CGU non ha subito perdite di valore.

La significativa riduzione dei prezzi di mercato (diversa da quella provocata dal deperimento fisico e dall'usura del bene) rientra tra gli indicatori esterni di perdita di valore ed obbliga l'azienda all'impairment test.

Se il valore recuperabile fosse stimato sulla base del fair value (1.000), bisognerebbe registrare una perdita (impairment loss) pari a 500 (1.500 – 1.000). Nella situazione descritta invece lo IASC ritiene che, non essendo ravvisabile l'ipotesi della vendita, sicuramente più significativo e rilevante è il valore di utilizzo che non ha subito variazioni in diminuzione.

In conclusione nessuna impairment loss deve essere registrata.

Riguardo alla considerazione che le attese espresse dal management, superiori a quelle del mercato, possano essere il risultato di scelte arbitrarie o di una pianificazione troppo ottimistica, lo IASC impone severi vincoli e precisamente che le previsioni relative ai flussi di cassa siano elaborate sulla base di assumptions ragionevoli e che il tasso di attualizzazione rifletta il valore temporale della moneta e i rischi specifici dell'azienda.

Così come viene respinta la soluzione di assumere come valore recuperabile il solo fair value, ugualmente lo IASC non condivide l'adozione del solo valore in uso.

I sostenitori ritengono che il valore contabile di una attività non possa eccedere i risultati che l'azienda si attende di conseguire dall'uso della stessa, i quali possono anche discostarsi dalle potenzialità espresse nel fair value.

Visto che i bilanci rappresentano la realtà aziendale nella sua continuità (going concern), l'ipotesi di cessione dell'attività non dovrebbe essere tenuta in considerazione salvo che ve ne sia l'effettiva intenzione.

Lo IASC nel respingere la proposta riporta il caso in cui il prezzo netto di vendita sia superiore al valore d'uso. Qualora l'azienda decidesse razionalmente di vendere l'attività, il riconoscimento di una perdita (impairment loss) quantificata con riferimento al valore d'uso sarebbe in contrasto con la realtà economica aziendale. Diversamente l'azienda potrebbe decidere di conservare l'attività; in questo caso la scelta è ragionevolmente compatibile con l'idea che la differenza tra le due configurazioni di valore sia destinata negli anni successivi ad esaurirsi.

La scelta dello IASC ricade in conclusione sulla configurazione di valore recuperabile di una attività come il maggiore tra il prezzo netto di vendita della stessa ed il suo valore d'uso.

L'idea sottostante è che il valore recuperabile debba riflettere il comportamento razionale del management. Inoltre non possono essere considerate preferibili le previsioni elaborate dal mercato (espresse nel prezzo netto di vendita) rispetto a quelle formulate dal management (alla base del valore d'uso) o viceversa. Non si può sapere quale delle due tipologie sia più vicina alla realtà.

Nei BCZ da n. 31 a n. 36 vengono fatte alcune precisazioni in merito al concetto di prezzo netto di vendita, il quale rappresenta la somma ottenibile dalla vendita di una attività in una libera

transazione tra parti ben informate e disponibili, dedotti i costi direttamente attribuibili alla vendita.<sup>16</sup>

In altre parole, il fair value dedotti i costi di dismissione costituisce la sommatoria dei flussi di cassa conseguibili nel futuro dall'attività secondo le attese del mercato, sulla base di capacità gestionali medio-normali, tenuto conto del valore temporale della moneta e del rischio che i flussi futuri si realizzino per importi diversi da quelli previsti, sottratti i costi direttamente attribuibili alla vendita. Non sembra corretto ignorare tali costi, visto che lo scopo è determinare il risultato netto che l'azienda conseguirebbe nell'ipotesi di cessione dell'attività, da porre a confronto con il valore d'uso corrispondente all'ipotesi di mantenimento della stessa in azienda.

Non sembra corretto utilizzare il termine di valore netto di realizzo (net realisable value) poiché esso non prevede il requisito della libertà della transazione che invece contraddistingue il prezzo netto di vendita così come definito.

Tra le configurazioni di valore recuperabile respinte dallo IASC vi è anche il costo di rimpiazzo, da intendersi come limite massimo; secondo alcuni commentatori infatti il valore di una attività non dovrebbe eccedere l'ammontare che l'azienda è disposta a pagare per la stessa alla data di bilancio. Nel ribattere alla proposta, lo IASC chiarisce che il costo di rimpiazzo, inteso come costo da sostenere al tempo corrente per rimpiazzare l'attività con un'altra avente uguale capacità d'uso, costituisce una misura di costo e non incorpora i benefici prospettici ottenibili dall'uso o dalla vendita dell'attività.

Riguardo a questo aspetto interessante è un approfondimento recentemente proposto<sup>17</sup> in cui viene sottolineato come, tra i criteri di valutazione degli intangibili basati sul costo, quello del costo di rimpiazzo, possa esprimere una misura di valore recuperabile. In una situazione di equilibrio infatti il costo che il mercato richiede alle aziende di sostenere per rimpiazzare il bene immateriale di fatto tende a corrispondere al valore attuale dei benefici medio-normali derivanti in futuro dallo stesso (il fair value less costs to sell).

In uno studio pubblicato nel luglio 2007 dall'International Valuation Standards Committee (IVSC<sup>18</sup>) intitolato "Determination of Fair Value of Intangible Assets for IFRS Reporting Purposes"<sup>19</sup>, viene precisato come, a parte alcuni casi (valutazioni di assembled workforce, siti web e software), l'uso di tale approccio non sia in grado di portare a stime affidabili del fair value degli intangibili; pertanto il criterio del costo di rimpiazzo non viene suggerito per la valutazione di brevetti e marchi.

Per meglio comprendere la scelta del maggiore tra il fair value netto e il valore d'uso, può essere opportuno rimarcare il fatto che, quando le capacità gestionali dell'azienda divergono da quelle dei partecipanti al mercato, i flussi di risultato attesi dall'attività si discostano da quelli medio-normali, potendo essere superiori o inferiori. Nella prima situazione, il valore d'uso, che incorpora i benefici prospettici specifici dell'azienda, eccede il prezzo netto di vendita, che invece riflette i risultati attesi medio-normali; nella seconda la relazione si inverte<sup>20</sup>.

Quando l'azienda ritiene, grazie alle sue specifiche capacità gestionali, di poter conseguire dall'attività un profitto superiore a quello ritenuto medio-normale, si rende disponibile a corrispondere per l'acquisto della stessa una somma maggiore di quella che pagherebbe qualunque partecipante al mercato; si dice, in altre parole, che pur di entrare nella disponibilità del bene, accetta di retrocedere al venditore parte del maggior profitto, di fatto pagando un prezzo superiore

---

<sup>16</sup> Nel IFRS 5 Non-current Assets Held for Sale and Discontinued Operations, emesso dallo IASB nel 2004, il termine prezzo netto di vendita (net selling price) nello IAS 36 è stato sostituito dal valore equo meno i costi di vendita (fair value less costs to sell). Nella presente trattazione i termini vengono utilizzati indifferentemente.

<sup>17</sup> Guatri Bini "La valutazione delle aziende" EGEA 2007, pagine 481 e seguenti

<sup>18</sup> Trattasi di un'organizzazione non governativa che, nell'intento di integrare e completare i principi contabili internazionali, si occupa della elaborazione di standards per la valutazione delle poste attive e passive. Ha sede a Londra e vede impegnate diverse associazioni che provengono da più di 50 paesi.

<sup>19</sup> Giorgio Guatri e Marco Villani, "La valutazione degli intangibili secondo la guida dell'IVSC: alla vana ricerca di standards?" in "La valutazione delle aziende" a cura di Finanza e Valore, n. 46 – settembre 2007, pag. 49 e seguenti

<sup>20</sup> Guatri Bini "La valutazione delle aziende" EGEA 2007, pagine 489 e seguenti

al fair value che invece riflette il valore attuale dei benefici attesi sulla base di normali capacità gestionali.

A titolo esemplificativo, si ipotizzi il caso di una attività il cui flusso di risultato medio-normale atteso a tempo indeterminato sia pari a 300; se il tasso di attualizzazione adeguato al profilo di rischio è pari a 10%, il fair value dell'attività risulta 3.000 (300/10%, secondo la formula del valore attuale di una rendita illimitata nel tempo); se un'azienda X, candidata all'acquisto, si attende di ottenere dall'uso della stessa il maggior beneficio annuo di 500 per il medesimo arco temporale illimitato ed il profilo di rischio rimane immutato, il value in use per l'azienda specifica diventa 5.000 (500/10%).

Supponiamo che l'azienda X, pur di dotarsi dell'attività, si renda disponibile a retrocedere nel prezzo d'acquisto parte dei benefici specifici attesi, pagando 3.500. Nel bilancio redatto dall'acquirente X, l'attività, dopo l'acquisto, si trova iscritta al valore contabile di 3.500 corrispondente al costo sostenuto. (Tab.1)

Tab.1

|   |                                                                                                                                       |       |
|---|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| + | fair value (valore attuale dei benefici medio-normali attesi dall'attività)                                                           | 3.000 |
| + | premio pagato per l'acquisto (parte dei benefici specifici a cui l'azienda rinuncia pur di entrare nella disponibilità dell'attività) | 500   |
| = | costo sostenuto per l'acquisto (valore contabile)                                                                                     | 3.500 |

In sede di impairment test annuale ai sensi dell'art. 36, l'azienda X deve verificare che l'attività non sia iscritta ad un valore superiore a quello recuperabile, che, come scelto dallo IASC, rappresenta il maggiore tra il fair value less costs to sell e il value in use. Nel caso specifico, il maggiore è il secondo che è pari a 5.000 (Tab. 2), pertanto l'attività, iscritta a 3.500, non ha subito una riduzione di valore (impairment loss) e non deve essere svalutata (Tab. 3).

Tab. 2

| flusso atteso dall'attività            | tasso remunerativo del rischio specifico dell'attività | valore                                 | valore recuperabile |
|----------------------------------------|--------------------------------------------------------|----------------------------------------|---------------------|
| medio-normale di mercato<br><b>300</b> | 10%                                                    | fair value less costs to sell<br>3.000 |                     |
| specifico dell'azienda<br><b>500</b>   | 10%                                                    | value in use<br>5.000                  | <b>5.000</b>        |

Tab. 3

| valore recuperabile | valore contabile | impairment loss |
|---------------------|------------------|-----------------|
| 5.000               | 3.500            | <b>Zero</b>     |

Nel caso in analisi, in un'ottica economica, l'attività non deve essere svalutata in quanto il prezzo pagato per l'acquisto è inferiore all'utilità ragionevolmente ricavabile dall'uso della stessa; in altre parole, si può dire che il valore attuale netto dell'investimento nell'attività (VAN - inteso come la differenza tra valore attuale lordo dei benefici futuri, VAL, 5.000, e investimento sostenuto, I, 3.500) è positivo (1.500) e fino a quando si manterrà tale (o al limite pari a zero) non si dovrà procedere ad alcuna rettifica in diminuzione del valore (impairment loss). (Tab. 4)

Tab. 4

|   |                                                                                                                                             |       |
|---|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
|   | value in use (valore attuale dei benefici specifici che l'azienda ritiene di essere in grado di ottenere dall'utilizzo dell'attività) (VAL) | 5.000 |
| - | costo sostenuto per l'acquisto (valore contabile) (I)                                                                                       | 3.500 |
| = | valore attuale netto che l'azienda si attende di ottenere dall'uso dell'attività (VAN)                                                      | 1.500 |

La situazione limite è quella in cui il valore attuale netto è pari a zero: il costo cioè dell'investimento eguaglia il valore attuale dei benefici da esso attesi; le prospettive di profittabilità dell'attività si sono erose a tal punto da allinearsi al costo sostenuto.

Affinchè non si debba registrare un'impairment loss, quindi, il valore attuale netto dell'investimento nell'attività (VAN) deve essere maggiore o uguale zero; in altre parole, l'attività può essere conservata al suo valore contabile fino a quando crea valore o perlomeno non lo distrugge.

Il concetto può venir illustrato partendo dall'esempio proposto.

La condizione da verificare è  $VAN \geq 0$

che equivale a dire

$$VAL - I \geq 0$$

e quindi

$$VAL \geq I \text{ che nel caso è pari a } 500/10\% \geq 3.500$$

cioè  $F/i \geq I$ ,

con

$F$  = flusso annuo atteso a tempo indeterminato

$i$  = costo del capitale adeguato al profilo di rischio dell'attività

Dividendo entrambi i membri per  $I$  e moltiplicando per  $i$ , si ottiene

$$F/I \geq i$$

Dalla relazione emerge che effettuare una verifica ai fini dell'impairment vuol dire verificare che il tasso di rendimento dell'investimento nell'attività ( $F/I$ ) ecceda o al limite eguagli il costo del capitale ( $i$ ), espressivo della remunerazione del rischio specifico della stessa<sup>21</sup>.

Se diversamente il valore recuperabile fosse identificato, come secondo la proposta sopra illustrata, con il solo prezzo netto di vendita, la verifica rivelerebbe una perdita di valore di 500 ( $3.500 - 3.000$ ) (Tab. 5 e 6).

Tab. 5

| flusso atteso dall'attività            | tasso remunerativo del rischio specifico dell'attività | valore                                 | valore recuperabile |
|----------------------------------------|--------------------------------------------------------|----------------------------------------|---------------------|
| medio-normale di mercato<br><b>300</b> | 10%                                                    | fair value less costs to sell<br>3.000 | <b>3.000</b>        |

Tab. 6

| valore recuperabile | valore contabile | impairment loss |
|---------------------|------------------|-----------------|
| 3.000               | 3.500            | <b>500</b>      |

In pratica dopo l'acquisto, l'azienda dovrebbe svalutare l'attività, senza che la stessa si sia realmente deteriorata (poiché non si sono verificate variazioni nelle attese di profittabilità),

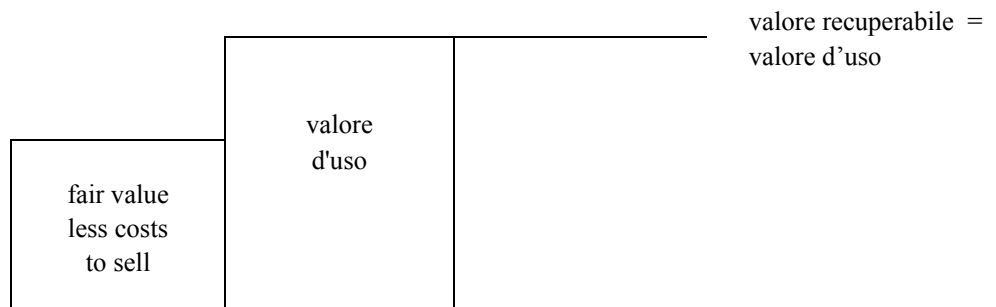
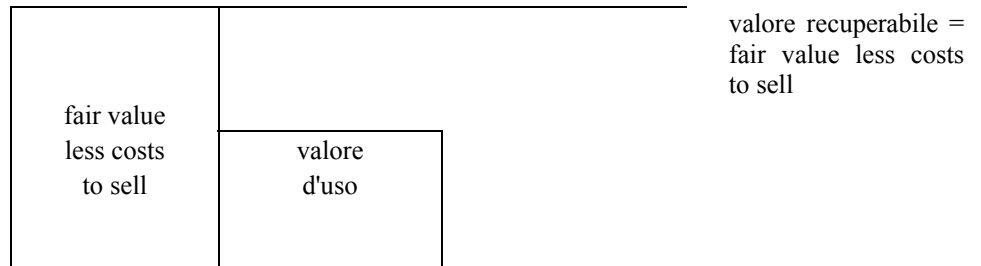
<sup>21</sup> Guatri Bini "La valutazione delle aziende" EGEA 2007, pagina 492

semplicemente poiché il valore contabile eccede il fair value less costs to sell. In altre parole non sarebbe mai possibile conservare in bilancio l'attività per il costo sostenuto al momento dell'acquisto, quando l'azienda, attendendosi dall'uso della stessa un profitto superiore a quello medio-normale di mercato, ha pagato un premio.

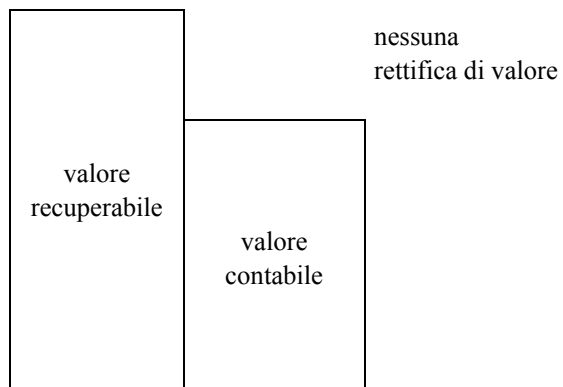
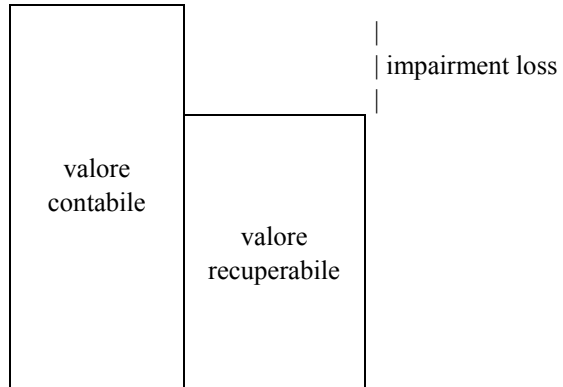
Nel capitolo seguente si illustrano, seppure brevemente, alcuni concetti cardine della valutazione aziendale che risulteranno utili nel corso della trattazione per illustrare le problematiche relative alla stima del valore recuperabile.

### Schemi riepilogativi relativi al capitolo 1

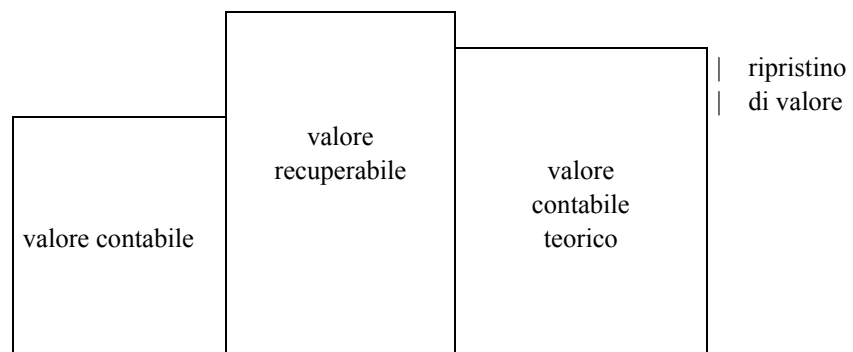
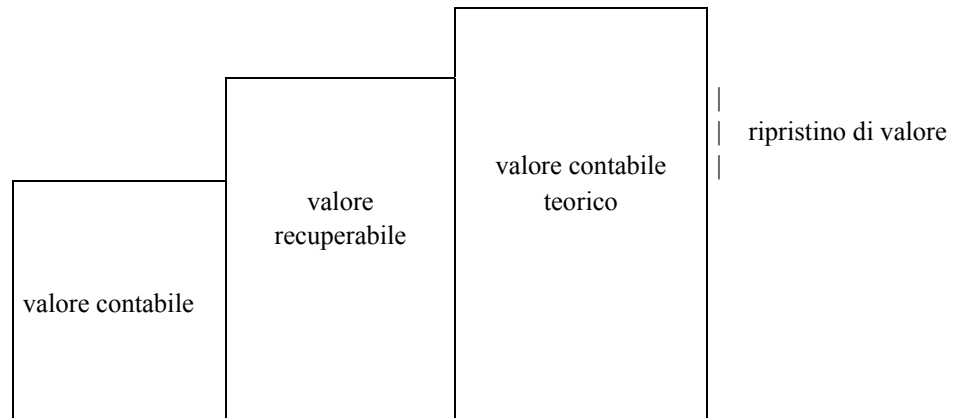
#### Determinazione del valore recuperabile



## Determinazione dell'impairment loss



**Ripristino di valore**





## Cap. 2 La valutazione aziendale secondo i due approcci Assets side e Equity side

### 2.1. Riclassificazione degli schemi di bilancio

Il primo aspetto che deve essere chiarito è che gli schemi di bilancio, adottati dal legislatore italiano, non sono in grado di fornire le informazioni, le grandezze riepilogative fondamentali necessarie per applicare in modo corretto i principali criteri di valutazione d'azienda.

Attualmente lo schema di stato patrimoniale, ai sensi dell'art. 2424 C.C., rappresenta, nella forma a sezioni contrapposte, la relazione esistente tra gli impieghi e le fonti di finanziamento, distinguendo negli investimenti tra circolanti e fissi e nelle fonti tra mezzi propri e debiti a breve e a medio-lungo termine.

Lo schema si può sintetizzare come di seguito<sup>22</sup>:

| Schema di STATO PATRIMONIALE |                                                 |         |                                                    |
|------------------------------|-------------------------------------------------|---------|----------------------------------------------------|
| ATTIVO                       |                                                 | PASSIVO |                                                    |
| A                            | Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti | A       | Patrimonio Netto                                   |
| B                            | Immobilizzazioni                                | B       | Fondi per rischi e oneri                           |
| I                            | Immobilizzazioni immateriali                    |         |                                                    |
| II                           | Immobilizzazioni materiali                      |         |                                                    |
| III                          | Immobilizzazioni finanziarie                    |         |                                                    |
| C                            | Attivo circolante                               | C       | Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato |
| I                            | Rimanenze                                       |         |                                                    |
| II                           | Crediti                                         |         |                                                    |
| III                          | Attività finanziarie                            |         |                                                    |
| IV                           | Disponibilità liquide                           |         |                                                    |
| D                            | Ratei e risconti                                | D       | Debiti                                             |
|                              |                                                 | E       | Ratei e risconti                                   |

Ugualmente il Conto Economico vigente, così come previsto dall'art. 2425 C.C., riordina le voci di ricavo e costo per natura in forma scalare come si può notare nel modello che segue:

| Schema di CONTO ECONOMICO |                                                 |
|---------------------------|-------------------------------------------------|
| A                         | - VALORE DELLA PRODUZIONE                       |
| B                         | - COSTI DELLA PRODUZIONE                        |
|                           | DIFFERENZA                                      |
| C                         | - PROVENTI E ONERI FINANZIARI                   |
| D                         | - RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITA' FINANZIARIE |
| E                         | - PROVENTI E ONERI STRAORDINARI                 |
|                           | RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE                   |
| 22                        | IMPOSTE SUL REDDITO DELL'ESERCIZIO              |
| 23                        | abrogato                                        |
| 24/25                     | abrogato                                        |
| 26                        | UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO                  |

<sup>22</sup> Antonio Amaduzzi, "Economia aziendale", Cacucci Editore – Bari, 1998

Diventa condizione primaria per chi deve procedere alla valorizzazione di un complesso aziendale riclassificare gli schemi di stato patrimoniale e conto economico in modo da far emergere gli idonei raggruppamenti<sup>23</sup>.

In particolare riguardo allo stato patrimoniale risulta preferibile una riclassificazione delle attività e delle passività secondo una logica di tipo “funzionale”, in base cioè al legame con le differenti aree gestionali, operativa, accessoria o complementare e finanziaria.

Si riferiscono alla gestione operativa tutte le voci attive e passive, relative all’attività caratteristica dell’azienda, che trovano rappresentazione nel capitale investito netto operativo (CIN) suddiviso in:

- Capitale fisso operativo netto (CFON) (o Immobilizzazioni operative nette, IN) formato dalle immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie,
- Capitale circolante netto commerciale o operativo (CCC) composto da giacenze di magazzino, crediti commerciali e debiti verso fornitori.

La grandezza emergente quantifica le risorse impiegate nella sola area operativa, distinguendo tra impieghi fissi (in beni strumentali) e correnti, cioè quelli relativi alle operazioni cicliche di gestione. Sembra utile precisare che il capitale circolante netto commerciale in analisi si differenzia dal comune concetto di capitale circolante netto che diversamente include anche poste attive e passive di natura finanziaria.

Segue la rappresentazione grafica del capitale investito netto operativo (CIN), ottenuto sottraendo i Debiti verso fornitori alla sommatoria tra Immobilizzazioni operative nette, Magazzino e Crediti commerciali.

|                                  |                        |
|----------------------------------|------------------------|
| Crediti commerciali              | Debiti verso fornitori |
| Magazzino                        |                        |
| Immobilizzazioni operative nette |                        |

Il Capitale investito netto aziendale trova copertura finanziaria nel patrimonio netto e nell’indebitamento contratto dall’impresa.

Quest’ultimo viene frequentemente evidenziato in modo unitario decurtandolo delle attività liquide (denaro in cassa, disponibilità di conto corrente bancario e titoli negoziabili) e dei crediti finanziari; si perviene in questo modo a quella che viene definita la posizione finanziaria netta, rappresentabile come di seguito.

<sup>23</sup> Mario Massari, “Finanza aziendale Valutazione”, McGraw-Hill, 1998, pag. 1 e seguenti

|                                |                           |
|--------------------------------|---------------------------|
|                                | Indebitamento finanziario |
| Liquidità e Crediti finanziari |                           |

Infine ci sono le voci inerenti alla gestione accessoria, cioè quella diversa dall'attività caratteristica aziendale. Ne sono esempi un immobile civile nel centro cittadino non adibito ad ufficio per un'azienda industriale oppure una partecipazione in una società alla quale l'azienda non è più legata da significativi rapporti commerciali.

Le poste riclassificate vengono raggruppate nello schema di stato patrimoniale sotto riportato.

|                                      |                                    |
|--------------------------------------|------------------------------------|
|                                      | Patrimonio netto                   |
| Capitale                             |                                    |
| investito                            | Indebitamento finanziario netto    |
| netto (CIN)                          | O<br>(Posizione Finanziaria Netta) |
| Attività accessorie (Surplus assets) |                                    |

Coerentemente con il modello di stato patrimoniale anche il conto economico deve essere riclassificato in modo da dare rilevanza alle grandezze di flusso relative alle differenti aree gestionali.

Nello schema sotto proposto il risultato netto inerente alla gestione accessoria trova separata evidenza, diversamente da quanto previsto dal nostro legislatore.

|     |                                                                     |
|-----|---------------------------------------------------------------------|
|     | Risultato operativo – RO- (relativo all'attività caratteristica)    |
| +/- | Risultato netto delle gestioni accessorie                           |
| +/- | Risultato netto della gestione finanziaria (oneri finanziari netti) |
| +/- | Componenti di carattere straordinario                               |
| =   | Risultato prima delle imposte                                       |
| -   | Imposte                                                             |
| =   | Risultato netto                                                     |

Spesso le aziende utilizzano beni in leasing; in questo caso la riclassificazione presuppone la distinzione all'interno del canone tra la quota riferibile agli interessi maturati sul finanziamento, che deve essere inserita tra gli oneri finanziari, e quella relativa al rimborso del capitale, che spesso per semplicità viene ricompresa tra i costi operativi poiché considerata sostanzialmente assimilabile alla quota di ammortamento sul bene.<sup>24</sup>

## **2.2. Le due varianti : approccio assets side e quello equity side**

Esistono due modalità di valutazione del complesso aziendale, l'approccio equity side e quello assets side. Il primo, quello tradizionale, consiste nel calcolare il valore dal punto di vista dei soli azionisti, mentre il secondo, più innovativo, si pone nell'ottica tanto degli azionisti come dei finanziatori terzi. Il primo perviene al valore attribuibile al solo patrimonio netto, mentre il secondo a quello relativo al capitale investito netto operativo (CIN), indipendentemente dalla struttura finanziaria aziendale. Proprio sull'indipendenza, o presunta indipendenza, del valore dell'investimento dalla struttura finanziaria si basa l'approccio assets side, detto anche Debt Free: l'idea sottostante (nota come la "legge della conservazione del valore"<sup>25</sup>) è che il valore aziendale si formi nella attività operativa a prescindere dalla gestione finanziaria sulla quale al limite si potrebbe intervenire. Variazioni del grado di indebitamento non modificano il valore dell'attività caratteristica aziendale che rimane immutato, a nulla importando la modalità con cui i flussi operativi vengono ripartiti tra azionisti e finanziatori terzi.

Se è indiscutibile che non può essere la modalità di finanziamento a conferire valore ad un'impresa bensì la sua validità industriale, rimane da sottolineare che non si può concretamente parlare di indipendenza tra valore del capitale investito operativo e struttura finanziaria.

La dipendenza passa attraverso la deducibilità fiscale degli interessi passivi e i costi del dissesto, quell'insieme cioè di eventi negativi, dovuti ad un eccessivo grado di indebitamento, che possono al limite portare l'azienda all'insolvenza. In merito a questi ultimi, sono note le difficoltà che le aziende sottoposte a forte tensione finanziaria incontrano nel relazionarsi con potenziali clienti, fornitori e istituti di credito, con conseguenti lievitazioni dei costi di fornitura e contrazioni dei ricavi di vendita per perdite di opportunità.

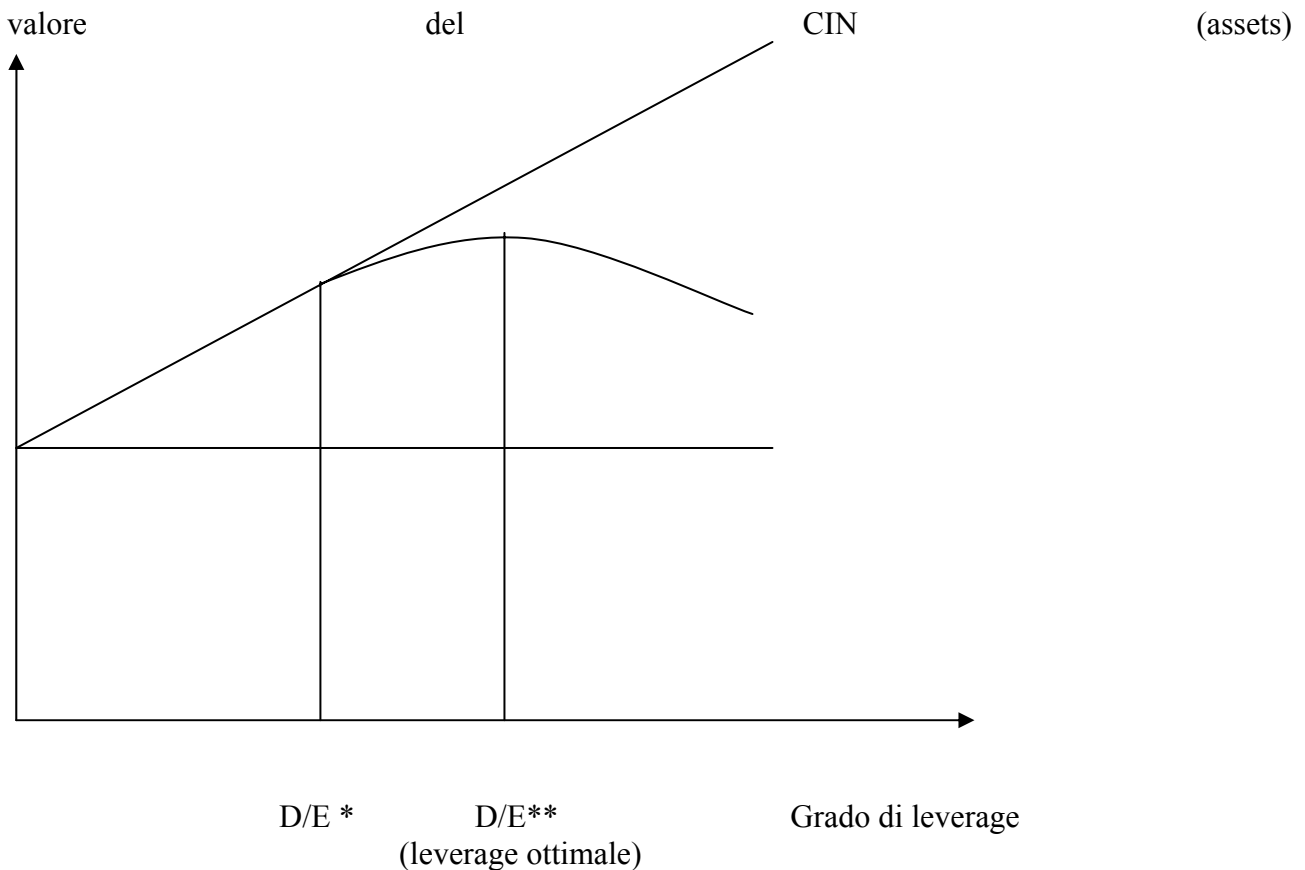
La relazione tra valore dell'investimento (o assets operativi) e struttura finanziaria è diretta, per i primi, per effetto del risparmio d'imposta (scudo fiscale<sup>26</sup>), inversa, per i secondi, che invece incidono negativamente. Pertanto è opinione diffusa che in ogni realtà esista un livello di leverage ritenuto ottimale, nel senso che massimizza il valore aziendale, oltre il quale gli effetti indesiderati dell'indebitamento prevalgono sui benefici dello scudo fiscale, conferendo alla risultante del processo valutativo un andamento graficamente parabolico.

---

<sup>24</sup> Volendo essere più precisi la riclassificazione dovrebbe condurre al risultato al quale si sarebbe pervenuti se si fosse scelta la contabilizzazione finanziaria del leasing e non quella che invece assimila l'operazione ad un contratto di locazione.

<sup>25</sup> Mario Massari, "Finanza aziendale Valutazione", McGraw-Hill, 1998, pag. 60 e seguenti

<sup>26</sup> Mario Massari, "Finanza aziendale Valutazione", McGraw-Hill, 1998, pag. 64 e seguenti



Se l'indebitamento non generasse conseguenze indesiderabili, il valore del Capitale investito operativo (la somma cioè del debito e dell'equity) crescerebbe, all'aumentare dell'esposizione finanziaria, secondo un andamento lineare per effetto dello scudo fiscale. Se quanto detto può valere per contenuti livelli di indebitamento (a sinistra di  $D/E^*$ ), nella realtà esiste una soglia critica ( $D/E^*$ ) oltre la quale iniziano a manifestarsi i costi del dissesto che erodono i benefici della deducibilità degli oneri finanziari. Fino a che i vantaggi marginali dello scudo fiscale eccedono i corrispondenti effetti marginali negativi dell'eccessivo indebitamento, il valore aziendale continua a crescere, seppure più lentamente; quando i secondi superano i primi (a destra di  $D/E^{**}$ ), la tendenza si inverte e il valore diminuisce.

Ragionando in assenza di imposte, il concetto espresso dalla legge della conservazione del valore può venir chiarito ipotizzando un'azienda A, valorizzata secondo il modello reddituale e caratterizzata da un certo grado di leverage, che presenta reddito operativo pari a 100, oneri finanziari pari a 20 e reddito netto pari a 80. Se valutare l'azienda A in un'ottica assets side vuole dire stimare il valore del capitale investito operativo (gli assets appunto) e quindi procedere all'attualizzazione del flusso operativo, che remunera sia azionisti che finanziatori terzi, risulta di immediata evidenza che il valore complessivo non varia al mutare del grado di leverage; anche qualora infatti si modificasse la struttura finanziaria, la grandezza utilizzata (il flusso complessivo generato dagli assets) sarebbe sempre la medesima (100), indipendentemente dalla modalità di ripartizione del risultato tra i titolari delle passività finanziarie.

Nel caso di specie, se si facesse crescere l'esposizione debitoria, aumenterebbe la remunerazione a favore dei finanziatori terzi (per ipotesi, da 20 a 30) e si ridurrebbe proporzionalmente quella a beneficio degli azionisti (70), ma il flusso complessivo resterebbe invariato (100).

|                                                                                            | <b>Ipotesi 1<br/>(oneri finanziari OF = 20)</b> | <b>Ipotesi 2<br/>(oneri finanziari OF=30)</b> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| <b>Reddito operativo (RO)</b>                                                              | 100                                             | 100                                           |
| <b>OF<br/>(remunerazione a favore dei finanziatori terzi) –a-</b>                          | 20                                              | 30                                            |
| <b>Reddito netto<br/>(remunerazione a favore degli azionisti) –b-</b>                      | 80                                              | 70                                            |
| <b>Remunerazione complessiva a favore dei finanziatori terzi e degli azionisti (a + b)</b> | 100                                             | 100                                           |
| <b>Differenza tra le ipotesi 1 e 2</b>                                                     |                                                 | 100 – 100 = 0                                 |

In sintesi, in assenza di imposte, il flusso generato dal capitale investito operativo (o dagli assets) può venir così scritto:

flusso che remunera i finanziatori terzi + flusso che remunera gli azionisti

dove

flusso che remunera i finanziatori terzi =  $OF = D * i_d$

flusso che remunera gli azionisti =  $RO - OF = RO - D * i_d$

con

RO = reddito operativo

OF = oneri finanziari

D = debito

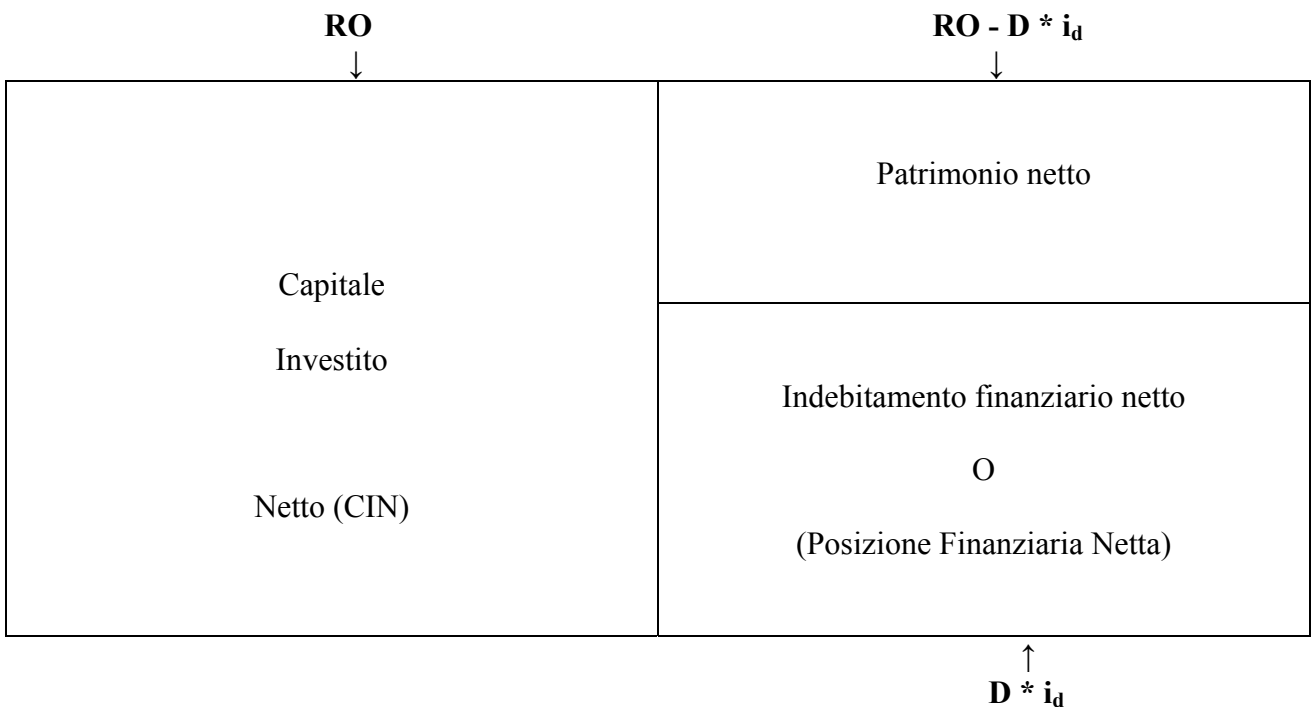
$i_d$  = costo del capitale di terzi

quindi

flusso totale del CIN =  $D * i_d + RO - D * i_d = RO$

Come si può notare, se si elidono gli elementi di segno opposto (gli oneri finanziari), si ottiene che il flusso complessivo che remunera gli assets è pari al risultato operativo ed indipendente dall'indebitamento finanziario.

flusso totale del CIN = RO



Fermando il ragionamento a questo punto, si finirebbe per affermare l'indipendenza del valore dell'investimento dalla struttura finanziaria; introducendo il carico fiscale invece emerge la relazione descritta e precisamente le grandezze illustrate, al variare del livello di indebitamento, si modificano per effetto dello scudo fiscale.

|                                                                                                                | <b>Ipotesi 1</b><br><b>(oneri finanziari OF = 20)</b> | <b>Ipotesi 2</b><br><b>(oneri finanziari OF=30)</b> |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
| <b>Reddito operativo (RO)</b>                                                                                  | 100                                                   | 100                                                 |
| <b>OF</b><br><b>(remunerazione a favore dei</b><br><b>finanziatori terzi) –a-</b>                              | 20                                                    | 30                                                  |
| <b>Imposte (30%)</b>                                                                                           | 24                                                    | 21                                                  |
| <b>Reddito netto</b><br><b>(remunerazione a favore</b><br><b>degli azionisti) –b-</b>                          | 56                                                    | 49                                                  |
| <b>Remunerazione complessiva</b><br><b>a favore dei finanziatori terzi</b><br><b>e degli azionisti (a + b)</b> | 76                                                    | 79                                                  |
| <b>Differenza tra le ipotesi 1 e 2</b>                                                                         |                                                       | 79 – 76 = 3                                         |

Come si legge in tabella l'incremento dell'indebitamento (passaggio da ipotesi 1 a 2) modifica la remunerazione complessiva, attribuita agli azionisti e ai finanziatori terzi, in aumento per un importo (3) pari al risparmio d'imposta dovuto alla deducibilità degli interessi passivi; il carico fiscale si riduce infatti da 24 a 21.

Introducendo il carico fiscale e utilizzando la stessa terminologia, il flusso generato dal capitale investito operativo (o dagli assets) può venir così scritto:

flusso che remunera i finanziatori terzi + flusso che remunera gli azionisti

dove

flusso che remunera i finanziatori terzi =  $OF = D * i_d$

flusso che remunera gli azionisti =  $RO - OF - \text{imposte} = RO - OF - ((RO - OF) t_c) = (RO - OF) (1 - t_c) = (RO - D * i_d) (1 - t_c)$

con

$t_c$  = aliquota fiscale

quindi

flusso totale del CIN =  $D * i_d + (RO - D * i_d) (1 - t_c)$

Svolgendo la formula e procedendo per raggruppamenti ed elisioni, si ottiene il seguente flusso complessivo che remunera gli assets, evidentemente legato all'indebitamento finanziario dallo scudo fiscale, il risparmio cioè di imposta dovuto alla deducibilità degli oneri finanziari:

flusso totale del CIN =  $RO (1 - t_c) + D * i_d * t_c$

con

$RO (1 - t_c)$  = flusso generato dalla gestione operativa come se l'azienda fosse totalmente finanziata da capitale proprio

$D * i_d * t_c$  = scudo fiscale

Il primo addendo, costituendo il flusso generato dalla gestione caratteristica, come se l'azienda fosse interamente finanziata da capitale proprio, è indipendente dalla struttura finanziaria, mentre il secondo, in quanto risparmio d'imposta conseguente alla possibilità di dedurre gli interessi passivi dal reddito imponibile, cresce in modo direttamente proporzionale all'indebitamento.

Ritornando all'esempio, il flusso generato dagli assets si compone, nelle due ipotesi, come nella tabella:

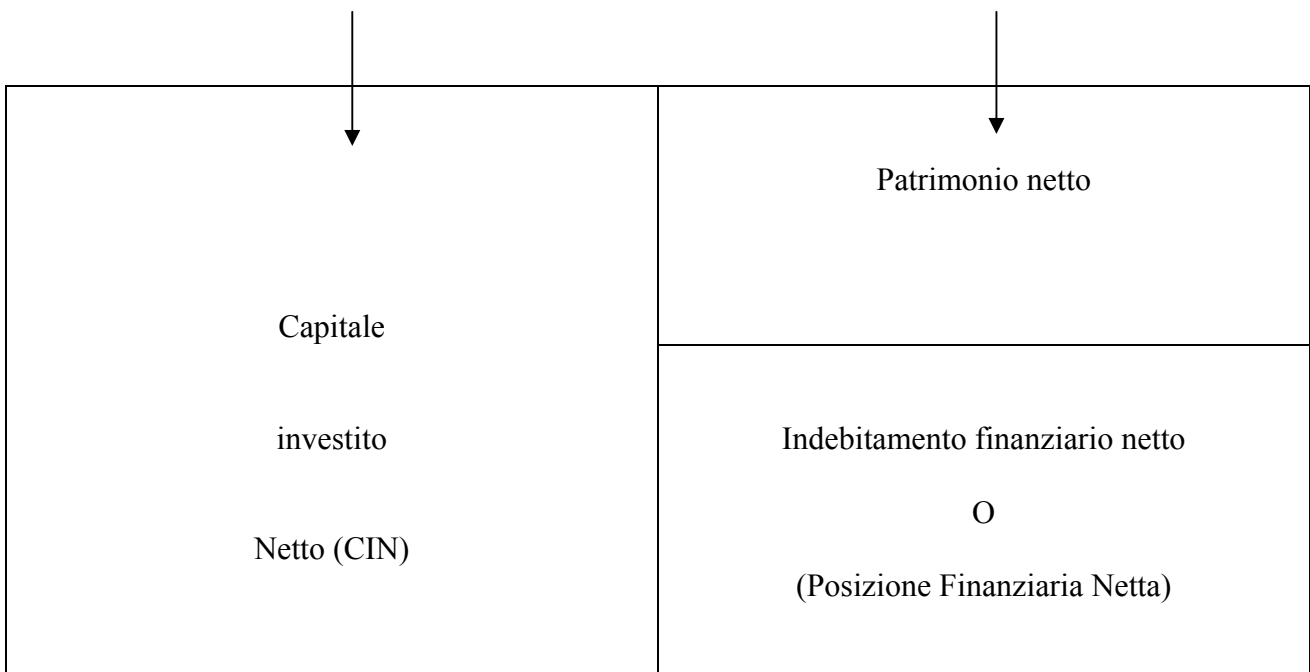
|                                                                    | <b>Ipotesi 1</b><br><b>(D = 400 i<sub>d</sub> = 5%)</b> | <b>Ipotesi 2</b><br><b>(D = 600 i<sub>d</sub> = 5%)</b> | <b>Differenza</b> |
|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|-------------------|
| <b>RO (1- t<sub>c</sub>)</b>                                       | 70                                                      | 70                                                      | =                 |
| <b>D * i<sub>d</sub> * t<sub>c</sub></b><br><b>(scudo fiscale)</b> | 6                                                       | 9                                                       | 3                 |
| <b>flusso totale del CIN</b>                                       | 76                                                      | 79                                                      | 3                 |

Il flusso che remunera complessivamente i portatori di capitale proprio e di terzi aumenta al crescere dell'indebitamento della quantità 3, pari all'incremento dello scudo fiscale, che pertanto può scriversi:

$$(\Delta D) * i_d * t_c = (600 - 400) * 0,05 * 0,3 = 3$$

$$RO (1- t_c) + D * i_d * t_c$$

$$(RO - D * i_d) (1- t_c)$$



$$D * i_d$$



Se si integra idealmente la formula del flusso complessivo generato dagli assets inserendo una funzione matematica di attualizzazione,  $f$ , si ottiene la seguente relazione:

$$f(\text{flusso totale del CIN}) = f(\text{RO}(1 - t_c)) + f(D * i_d * t_c)$$

che è come dire:

$$\begin{array}{l} \text{valore attuale del} \\ \text{flusso generato dagli assets} \\ \text{di un'azienda con una certa} \\ \text{struttura finanziaria} \end{array} = \begin{array}{l} \text{valore attuale del flusso} \\ \text{generato dagli assets nel caso} \\ \text{in cui l'azienda fosse interamente} \\ \text{finanziata da capitale proprio} \end{array} + \text{valore attuale dello scudo fiscale}$$

quindi, poichè è opinione prevalente che il valore aziendale risulti dall'attualizzazione dei flussi che si ritiene l'impresa sarà in grado di conseguire nel futuro, la relazione può venir riscritta:

$$I_L = I_U + \text{valore attuale dello scudo fiscale}^{27}$$

dove

$I_L$  = valore del capitale investito operativo (CIN o assets)<sup>28</sup> di un'azienda dato il suo grado di leverage (Levered)

$I_U$  = valore del capitale investito operativo (CIN o assets) della stessa azienda come se fosse finanziata completamente con capitale proprio (Unlevered)

Nella normalità dei casi nel valutare l'azienda si ipotizza che il grado di leverage sia inferiore alla grandezza soglia oltre la quale cominciano a manifestarsi i costi potenziali dello squilibrio finanziario ( $D/E^*$ ); qualora però ciò non fosse rispondente alla realtà specifica, debbono venir tenuti in considerazione anche gli oneri impliciti connessi all'eccessivo indebitamento e la formula riportata si modifica come segue:

$$I_L = I_U + \text{valore attuale dello scudo fiscale} - \text{valore attuale dei costi del dissesto}$$

### **2.3. Procedimenti di stima del valore secondo l'ottica assets side (apprezzamento del capitale investito operativo)**

#### **2.3.1. Procedimento APV**

Il procedimento APV (Adjusted Present Value) ricalca la relazione sopra illustrata; la stima avviene sommando al valore che si otterrebbe se l'azienda fosse interamente finanziata con capitale proprio il valore attuale dello scudo fiscale, dove il primo addendo è ottenuto attualizzando al costo unlevered del capitale il flusso operativo, depurato del corrispondente carico fiscale.

Ritornando all'esempio, ipotesi 1, se il costo unlevered del capitale è pari al 10% , è possibile calcolare il valore del capitale investito operativo, utilizzando la funzione matematica del valore attuale di una rendita illimitata nel tempo e costante.

$$\text{CIN} = \frac{F}{i_{cu}} + \frac{\text{scudo fiscale}}{i_d}$$

con

---

<sup>27</sup> Angelo Renoldi, "Valore dell'impresa creazione di valore e struttura del capitale", EGEA, Milano, 1997

<sup>28</sup> Viene indicato con  $I$ , inteso come investimento lordo, e anche EV, come enterprise value.

F = flusso unlevered

$i_{cu}$  = costo unlevered del capitale proprio, remunerazione richiesta dagli azionisti sulla base del solo rischio operativo

$i_d$  = costo dell'indebitamento finanziario

Il flusso unlevered rappresenta il flusso conseguibile dall'azienda a tempo indeterminato nell'ipotesi in cui la stessa sia interamente finanziata con capitale proprio; la non distinzione tra flusso di cassa o di reddito deriva dal fatto che nel lungo periodo in una situazione di stabilità (steady state), è ragionevole, secondo ampia dottrina, ipotizzare una sostanziale coincidenza tra le due tipologie di flusso operativo (remunerativo cioè del capitale proprio e di terzi) in quanto gli ammortamenti coincidono con gli investimenti puramente di rinnovo e non si riscontrano variazioni di capitale circolante netto operativo.

Nota la relazione per cui

$$FCFO = EBIT (1-t_c) + A - I - \Delta CCN$$

con

FCFO = flusso di cassa operativo

EBIT = utile prima delle imposte e degli oneri finanziari = Reddito operativo (RO)

$t_c$  = aliquota fiscale

A = ammortamenti

I = investimenti = incrementi di capitale fisso operativo

$\Delta CCN$  = espansione di capitale circolante netto operativo

se  $A = I$  e  $\Delta CCN = 0$ , si ottiene che il FCFO eguaglia il reddito operativo depurato dalle imposte di competenza, detto anche NOPAT, e quindi

$$FCFO = EBIT (1-t) = RO (1-t) = NOPAT$$

In altre parole il flusso di reddito e quello di cassa tendono a coincidere; nell'esempio il reddito operativo (100) depurato dalle imposte nella misura del 30% diventa 70 (FCFO = NOPAT).

Il tasso di capitalizzazione del flusso operativo rappresenta il costo del capitale proprio in ipotesi di assenza di indebitamento finanziario, mentre il tasso applicato ai risparmi d'imposta viene frequentemente quantificato pari al costo dei debiti, poiché si ipotizza che al flusso di copertura degli oneri finanziari sia attribuibile un rischio pari a quello assunto dai creditori finanziari<sup>29</sup>.

$$CIN = \frac{70}{10\%} + \frac{6}{5\%}$$

$$CIN = 700 + 120 = 820$$

Il valore dell'attività operativa può essere quindi scomposto nelle sue due componenti, il valore proprio o puro dell'attività caratteristica e il valore dello scudo fiscale legato alla deducibilità degli interesse passivi.

Come si può evidenziare introducendo l'ipotesi 2 dell'esempio, al semplice crescere dell'indebitamento finanziario, senza alcuna variazione nell'operatività e nell'efficienza aziendale, cresce anche il valore del capitale operativo per effetto della dinamica positiva del risparmio fiscale.

Il primo addendo della formula rimane invariato mentre si incrementa il secondo:

$$CIN = \frac{70}{10\%} + \frac{9}{5\%}$$

---

<sup>29</sup> Mario Massari, "Finanza aziendale Valutazione", McGraw-Hill, 1998, pag. 66

$$\text{CIN} = 700 + 180 = 880$$

### 2.3.2. Modello del costo medio ponderato del capitale, WACC (Weighted Average Costo of Capital)

Secondo questo approccio alternativo al precedente, la stima del capitale operativo avviene attraverso la correzione del tasso e precisamente calcolando la media ponderata tra il costo del capitale proprio e quello di terzi (rettificato in diminuzione per tenere in considerazione il beneficio dello scudo fiscale), dove il peso rappresenta l'incidenza rispettivamente dell'equity e del debito sul totale delle fonti di finanziamento.

$$\text{WACC} = i_c \frac{C}{C+D} + i_d (1 - t_c) \frac{D}{C+D}$$

C = capitale proprio a valori correnti

D = capitale di terzi a valori correnti

$i_d$  = costo del debito

$i_c$  = costo del capitale proprio dell'azienda dato il suo grado di leverage, data cioè la sua struttura finanziaria

$t_c$  = aliquota fiscale

Utilizzando questo approccio, la formula di calcolo del valore del capitale investito netto, nell'ipotesi di flussi pari a rendite perpetue costanti, diventa:

$$\text{CIN} = \frac{F}{\text{WACC}}$$

dove

F = flusso unlevered (come già sopra)

WACC = costo medio ponderato del capitale

Per applicare la formula all'esempio, è necessario calcolare il costo medio ponderato del capitale e quindi gli elementi che lo compongono, in particolare il costo del capitale proprio e i pesi.

Per il primo si tratta di determinare la remunerazione richiesta dagli azionisti in presenza di una certa struttura finanziaria. Partendo dal presupposto che il valore degli assets si ottiene attualizzando il flusso operativo al costo medio ponderato del capitale e tenuto conto che, secondo la legge della conservazione del valore, in assenza di imposte, tale valore non muta al variare del rapporto di indebitamento (D/C), è possibile scrivere la seguente relazione:

$$\text{WACC} = i_{cu}$$

secondo la quale il costo medio ponderato del capitale è uguale alla remunerazione richiesta dagli azionisti nell'ipotesi in cui l'azienda fosse interamente finanziata con capitale proprio ( $i_{cu}$ ).

Pertanto, in assenza di imposte, la relazione si può anche scrivere:

$$\text{WACC} = i_c \frac{C}{C+D} + i_d \frac{D}{C+D} = i_{cu}$$

da cui si può ricavare l'incognita  $i_c$ , come segue:

$$i_c = i_{cu} + (i_{cu} - i_d) D/C$$

In presenza di imposte e quindi dei benefici fiscali conseguenti alla deducibilità degli interessi passivi, la descritta relazione, ipotizzando flussi costanti a tempo indeterminato e l'invarianza dell'indebitamento, diventa<sup>30</sup>:

$$i_c = i_{cu} + (i_{cu} - i_d) (1-t_c) D/C$$

In secondo luogo è opportuno stimare la ponderazione, ricordando che il capitale proprio e quello di terzi debbono essere espressi a valori correnti, poiché il rendimento di un investimento per essere significativo deve essere quantificato con riferimento a quanto deve essere corrisposto per acquisirlo.

Nel caso esposto i dati nell'ipotesi 1 sono i seguenti:

| $i_{cu}$ | $i_d$ | $1-t_c$ | D   | $C^{31}$ | D/C    | C/C+D  | D/C+D  | $i_c$  | WACC   |
|----------|-------|---------|-----|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 10%      | 5%    | 0,7     | 400 | 420      | 0,9523 | 0,5122 | 0,4878 | 13,33% | 8,527% |

e quindi

$$CIN = \frac{70}{8,527\%}$$

$$CIN = 820$$

Seguendo la medesima impostazione è possibile stimare il valore del capitale investito netto nell'ipotesi 2, corrispondente ad un incremento dell'indebitamento da 400 a 600, pervenendo ai seguenti risultati:

| $i_{cu}$ | $i_d$ | $1-t_c$ | D   | C   | D/C    | C/C+D  | D/C+D  | $i_c$   | WACC   |
|----------|-------|---------|-----|-----|--------|--------|--------|---------|--------|
| 10%      | 5%    | 0,7     | 600 | 280 | 2,1428 | 0,3182 | 0,6818 | 17,499% | 7,954% |

e quindi

$$CIN = \frac{70}{7,954\%}$$

$$CIN = 880$$

Come si può notare le due modalità, pur pervenendo al medesimo risultato finale, forniscono l'informazione in modo diverso in quanto solo la prima mette in evidenza quanto del valore complessivo è da attribuire propriamente all'attività operativa e quanto invece è riconducibile al puro beneficio fiscale dato dalla deducibilità degli interessi passivi. Seguendo il modello del WACC che non disaggrega il risultato finale, non viene mostrato esplicitamente che l'incremento di valore

<sup>30</sup> S. Ross, R. Westerfield, F. Jaffe, "Finanza aziendale", Il Mulino, Bologna 1997, pag. 534

<sup>31</sup> Ottenuto per differenza tra valore del CIN (820) e valore di D (400) = 820 - 400 = 420

(da 820 a 880), ottenuto aumentando l'esposizione debitoria (da 400 a 600), è dovuto esclusivamente alla dinamica positiva dello scudo fiscale (da 120 a 180)<sup>32</sup>.

|                     | Ipotesi 1                 |                            |                | Ipotesi 2                 |                            |                | Differenze                       |                        |                  |
|---------------------|---------------------------|----------------------------|----------------|---------------------------|----------------------------|----------------|----------------------------------|------------------------|------------------|
|                     | Valore attività operativa | Valore dello scudo fiscale | Valore del CIN | Valore attività operativa | Valore dello scudo fiscale | Valore del CIN | Δ valore dell'attività operativa | Δ valore scudo fiscale | Δ valore del CIN |
| <b>Modello APV</b>  | 700                       | 120                        | 820            | 700                       | 180                        | 880            | <b>zero</b>                      | <b>60</b>              | <b>60</b>        |
| <b>Modello WACC</b> |                           |                            | 820            |                           |                            | 880            |                                  |                        | <b>60</b>        |

Graficamente le modalità illustrate possono venir sintetizzate dai due prospetti (ipotesi 1).

| Modello APV                          |                                       | Modello WACC         |                                       |
|--------------------------------------|---------------------------------------|----------------------|---------------------------------------|
| Valore dello scudo fiscale (120)     | Patrimonio Netto (420)                | Valore del CIN (820) | Patrimonio Netto (420)                |
| Valore dell'attività operativa (700) | Indebitamento Finanziario Netto (400) |                      | Indebitamento Finanziario Netto (400) |

## 2.4. Dalla valutazione assets side a quella equity

Chiarito che effettuare una valutazione assets side vuol dire esprimere il valore non solo dal punto di vista degli azionisti, come vuole l'ottica equity, ma anche dei finanziatori terzi, il passaggio da un approccio all'altro avviene detraendo, dal valore del capitale investito netto, la posizione finanziaria netta (o indebitamento finanziario netto) espressa a valori correnti.

Vale la relazione :  $W = CIN - PFN$

con

$W$  = valore dell'azienda in ottica equity , cioè valore del patrimonio netto

$CIN$  = valore del capitale investito netto

$PFN$  = Indebitamento finanziario netto

Nel caso proposto, ipotesi 1, la relazione diventa:

$$420 = 820 - 400$$

## 2.5. Valutazione equity side

<sup>32</sup> Andrea Amaduzzi, "La determinazione del valore d'uso ai sensi dello IAS 36: tra contabilità e finanza – 1a parte.", in "La valutazione delle aziende" a cura di Finanza e Valore , n. 46 – settembre 2007, pag. 39 e seguenti

Se si intende stimare direttamente il patrimonio netto senza passare attraverso la valutazione assets side, il processo valutativo consiste nel calcolare il valore attuale dei flussi attesi, di reddito o di cassa, che remunerano i soli azionisti, utilizzando il tasso espressivo del costo del capitale proprio.

## 2.6. Schema riepilogativo dei due approcci, assets e equity, nella valutazione secondo criteri di flusso

Se nell'ambito dei criteri di flusso, quelli cioè che esprimono il valore come una funzione di attualizzazione dei flussi che si ritiene l'azienda sarà in grado di conseguire nel futuro, viene scelta la formula con periodo di previsione analitica più il valore finale, si può scrivere la seguente relazione

$$\text{valore aziendale} = \sum_{i=1}^n F^i v^i + V_t^n v^n$$

dove

$F^i$  = flusso atteso puntuale annuo, dall'anno 1 all'anno n

$v^i, v^n$  = coefficienti di attualizzazione

$V_t^n$  = valore finale o terminale al tempo n

Lo schema mette in evidenza come cambiano gli elementi che entrano nella formula valutativa a seconda dell'approccio, asset o equity, nelle due varianti, modello reddituale e finanziario.

|                            | <b>Assets</b>                                                                                                                                      | <b>Side</b>                                                                                                                          | <b>Equity</b>                                                                                                                                        | <b>Side</b>                                               |
|----------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| <b>Valore aziendale</b>    | Valore                                                                                                                                             | CIN                                                                                                                                  | Valore                                                                                                                                               | Patrimonio netto                                          |
|                            | Flusso che remunera azionisti e finanziatori terzi                                                                                                 | Tasso che esprime il rendimento richiesto da azionisti e finanziatori terzi                                                          | Flusso che remunera solo gli azionisti                                                                                                               | Tasso che esprime il rendimento richiesto dagli azionisti |
| <b>Modello reddituale</b>  | NOPAT –Net Operating Profit after Tax - (reddito operativo dopo le imposte ma prima degli oneri finanziari)                                        | Costo medio ponderato del capitale (WACC)                                                                                            | Reddito netto                                                                                                                                        | Costo del capitale proprio ( $i_c$ )                      |
| <b>Modello finanziario</b> | FCFO – Free Cash Flow from Operations - (flusso di cassa operativo liberamente distribuibile senza alterare l'equilibrio finanziario dell'azienda) | Costo medio ponderato del capitale (WACC)<br>Nel modello APV, il costo del capitale proprio in assenza di indebitamento ( $i_{cu}$ ) | FCFE – Free Cash Flow to Equity - (flusso di cassa per gli azionisti liberamente distribuibile senza alterare l'equilibrio finanziario dell'azienda) | Costo del capitale proprio ( $i_c$ )                      |

Nel modello reddituale trova rilevanza il Nopat che rappresenta il reddito operativo depurato dalle imposte:

$$\text{NOPAT} = \text{Reddito operativo (RO o EBIT)} (1-t_c)$$

In assenza di risultati derivanti dalla gestione accessoria, è possibile stimare il NOPAT risalendo dal Reddito netto e sommando gli oneri finanziari netti:

$$\text{NOPAT} = \text{Reddito netto} + \text{OF} (1-t_c)$$

Nel modello finanziario la grandezza di riferimento è il flusso di cassa operativo (FCFO), essendo l'approccio asset side di origine anglosassone così come lo stesso metodo.

Per determinare il FCFO è possibile partire dal Nopat:

|     |                                                                |
|-----|----------------------------------------------------------------|
|     | <b>RO o EBIT (1-t<sub>c</sub>)</b>                             |
|     | NOPAT                                                          |
| +   | Ammortamenti di tangibili e intangibili                        |
| +/- | Δ Capitale Fisso Operativo (- Investimenti, + Disinvestimenti) |
| +/- | Δ Capitale Circolante Netto Commerciale o Operativo            |
| =   | <b>FCFO</b>                                                    |

Il passaggio dal flusso operativo a quello per gli azionisti avviene semplicemente sottraendo i flussi di cassa relativi alla gestione finanziaria per oneri, assunzioni e rimborsi di debiti.

|     |                                                                            |
|-----|----------------------------------------------------------------------------|
|     | <b>FCFO</b>                                                                |
| -   | OF (1-t <sub>c</sub> )                                                     |
| +/- | Δ indebitamento finanziario (+ Assunzioni di debiti, - Rimborsi di debiti) |
|     | <b>FCFE</b>                                                                |

Al medesimo risultato si può giungere risalendo dal reddito netto:

|     |                                                                            |
|-----|----------------------------------------------------------------------------|
|     | <b>Reddito netto</b>                                                       |
| +   | Ammortamenti di tangibili e intangibili                                    |
| +/- | Δ Capitale Fisso Operativo (- Investimenti, + Disinvestimenti)             |
| +/- | Δ Capitale Circolante Netto Commerciale o Operativo                        |
| +/- | Δ indebitamento finanziario (+ Assunzioni di debiti, - Rimborsi di debiti) |
|     | <b>FCFE</b>                                                                |

Il termine free deve essere inteso come liberamente distribuibile senza alterare l'equilibrio finanziario dell'azienda; il flusso di cassa cioè non deve essere grezzo, la semplice somma algebrica delle grandezze riportate, ma deve tenere in considerazione, soprattutto quando nel periodo di previsione analitica non si verifica il rinnovo dei cespiti, gli investimenti necessari per il mantenimento della dotazione di capitale. Il flusso deve cioè essere effettivamente prelevabile nel senso che all'interno dell'azienda debbono residuare le risorse finanziarie necessarie alla conservazione della continuità aziendale.

Merita attenzione il secondo addendo della formula che rappresenta il valore aziendale al termine del periodo di previsione analitica dei flussi, attualizzato; l'ipotesi sottostante è che l'azienda, entità

destinata a durare nel tempo, non cessi di esistere, pertanto diventa fondamentale prevedere la capacità della stessa di creare ricchezza dal momento  $n+1$  all'infinito.

Tra le diverse modalità di stima del valore finale, si propone quella dell'attualizzazione dei flussi conseguibili dall'azienda dopo il periodo di previsione analitica; chiaro è che le grandezze non possono essere quantificate puntualmente a tempo indeterminato, pertanto la scelta ricade sulla formula sintetica del valore attuale di una rendita illimitata nel tempo, costante o crescente in base ad un tasso di crescita  $g$ , ovviamente ragionevole tenuto conto delle attese relative all'andamento dell'economia in generale e dell'azienda in particolare.

Se al termine del periodo di previsione analitica l'azienda ha raggiunto una situazione di stabilità caratterizzata da assenza di crescita, la formula del valore terminale può essere scritta come di seguito:

$$V_t^n = \frac{F_n}{\text{tasso}}$$

dove

$F_n$  = flusso (di cassa o di reddito, operativo o per gli azionisti) relativo all'ultimo anno del periodo di previsione analitica, che si prevede l'azienda conseguirà a tempo indeterminato

tasso = tasso di capitalizzazione coerente con la tipologia di approccio (assets o equity)

Se invece si ritiene che l'azienda, superato l'anno  $n$ , sarà in grado di produrre in perpetuo flussi crescenti in base ad un tasso costante  $g$ , la relazione diventa:

$$V_t^n = \frac{F_{n+1}}{\text{tasso} - g}$$

$F_{n+1}$  = flusso (di cassa o di reddito, operativo o per gli azionisti) relativo al primo anno successivo al periodo di previsione analitica, che si prevede possa crescere indefinitamente al tasso  $g$

tasso = tasso di capitalizzazione coerente con la tipologia di approccio (assets o equity)

$g$  = tasso di crescita in perpetuo del flusso

## 2.7. Coerenza tra tasso e flusso<sup>33</sup>

Seguendo una logica di flusso, il risultati attesi devono essere portati al tempo della valutazione attraverso un processo di attualizzazione, basato su un adeguato tasso che non può essere stimato autonomamente rispetto ad essi.

Si parla in questo senso di coerenza tra tasso e flusso, da intendersi sotto diversi punti di vista.

Premesso che quando nella valutazione di un'iniziativa si parla di rischio si intende la probabilità che nel futuro i flussi effettivamente realizzati si discostino da quelli previsti, il principio cardine, che anima ogni investitore, è quello dell'avversione al rischio: due investimenti aventi identici flussi attesi vengono valorizzati in modo diverso a seconda del differente profilo di rischio che li contraddistingue; viene attribuito cioè valore superiore all'iniziativa i cui flussi attesi sono qualitativamente migliori.

Date due aziende, A e B, aventi flussi attesi a tempo indeterminato pari a 100, se A, caratterizzata da un livello di rischio inferiore rispetto a B, vale 1.000 (100/10%), l'azienda B deve valere di meno, ad esempio, 900. Tale minor valore può essere ottenuto o comprimendo il flusso in modo che

---

<sup>33</sup> Guatri Bini "La valutazione delle aziende" EGEA 2007, pagine 193 e seguenti



incorpori il rischio insito nell'iniziativa di investimento, o incrementando il tasso di una maggiorazione che cattura la qualità del flusso.

Sebbene nel tempo si sia fatta strada tra i teorici anche la prima soluzione (modello del flusso certo equivalente), la scelta concretamente ricade sulla seconda, quella della maggiorazione del tasso, che può essere idealmente suddiviso nelle due componenti:

$r$  = tasso di rendimento di investimenti privi di rischio (titoli di stato),

$s$  = spread o maggiorazione per il rischio.

La tabella successiva evidenzia, in via di prima approssimazione, le differenze tra i due approcci.

|                  | <b>Modello del flusso certo equivalente</b>                                                                                                                                                                                    | <b>Modello della maggiorazione del tasso</b>                                                                                                                     |
|------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Flusso</b>    | Flusso certo equivalente, flusso cioè in corrispondenza del quale la probabilità di ottenere risultati superiori eguaglia quella di conseguire risultati inferiori<br><br>Il flusso incorpora tutto il rischio dell'iniziativa | Flusso che si ritiene l'azienda sarà in grado di conseguire nel futuro a prescindere dal grado di rischio<br><br>Il flusso non sconta il rischio dell'iniziativa |
| <b>Tasso (i)</b> | Tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio ( $i = r$ )<br><br>Il tasso prescinde dal rischio che trova piena collocazione nel flusso                                                                              | Tasso maggiorato in base al fattore di rischio $s$ ( $i = r + s$ )<br><br>Il tasso incorpora il rischio dell'iniziativa                                          |

Se è vero che la pratica è orientata verso la soluzione della maggiorazione del tasso, questa deve essere assunta con le dovute cautele, cercando di individuare quali fattori di rischio il tasso è in grado di catturare in modo che non si verifichino duplicazioni o omissioni, includendo gli stessi elementi tanto nel numeratore come nel denominatore della formula di valutazione o non considerandoli affatto né nel primo né nel secondo.

Per introdurre il problema bisogna premettere il concetto di sostituibilità di un investimento, che sta alla base di ogni scelta razionale: un investitore è portato a conservare un investimento fino a quando non trova nel mercato una soluzione alternativa che a parità di rischio rende di più. La conseguenza è che nella scelta del tasso l'investitore è portato ad assumere come grandezza di riferimento il rendimento di un investimento contraddistinto dal medesimo profilo di rischio.

Il concetto può venir illustrato con un semplice esempio.

Un investitore ha davanti a sé delle alternative di investimento e riesce ad individuarne una, di rischio pari all'attività da valutare, di cui è noto il rendimento, per ipotesi 10%.

Ipotizzando flussi attesi dall'attività oggetto di valutazione a tempo indeterminato pari a 1.000, l'investitore perviene al valore di 10.000, ottenuto attraverso la formula del valore attuale di una rendita costante illimitata nel tempo ( $1.000 / 10\%$ ). Né d'altra parte avrebbe senso per lui valorizzare l'attività diversamente: se cioè per sostenere l'investimento pagasse la maggiore somma di 11.000, si troverebbe a beneficiare di un rendimento, pari a 9%, inferiore a quello ottenibile con l'investimento alternativo caratterizzato dallo stesso livello di rischio.

Se l'idea portante è che il tasso di attualizzazione debba esprimere il rendimento di un investimento alternativo di pari rischio, il riferimento principale è rappresentato dal rendimento osservabile sul mercato che, nell'ambito del modello del capitalismo diffuso, remunera soltanto il rischio non diversificabile, quello cioè che, riguardando l'andamento generale dell'economia, non può essere eliminato con la diversificazione del portafoglio. Il presupposto è che gli investitori, diversificando, possano neutralizzare del rischio complessivo quella parte che riguarda l'andamento specifico dell'attività.

Riconoscendo che i tassi osservabili sul mercato catturano soltanto il rischio non diversificabile, volendo evitare duplicazioni o omissioni, è necessario che il flusso atteso incorpori il rischio diversificabile, sia cioè espresso al netto di quella parte di rischio che non trova copertura nel tasso. In questo consiste il principio della coerenza tra tasso e flusso in merito all'aspetto rischio. La coerenza può riferirsi anche ad altri aspetti, che si vedranno più avanti nell'ambito della stima del valore recuperabile, quali la struttura finanziaria, il tasso di inflazione e il carico fiscale. Tornando al tema della stima del valore recuperabile, nel capitolo seguente si illustra la modalità di calcolo del valore d'uso, mettendo in evidenza i punti di contatto con le logiche della valutazione del capitale economico e cercando di sottolineare gli aspetti più problematici.

## Cap. 3 Valore d'uso

### 3.1. Valore d'uso<sup>34</sup> di un'attività o di un'unità generatrice di flussi finanziari

Il valore d'uso di un'attività<sup>35</sup> può essere definito come il valore attuale dei flussi di cassa che si ritiene deriveranno in futuro dall'utilizzo della stessa e dalla sua dismissione finale.

Gli elementi che devono trovare espressione nel calcolo del valore d'uso sono i seguenti (IAS 36, paragrafo 30):

- a) una stima dei flussi finanziari futuri che l'entità prevede derivino dall'attività;
- b) aspettative in merito a possibili variazioni del valore o dei tempi di tali flussi finanziari;
- c) il valore temporale del denaro, rappresentato dal tasso corrente di interesse privo di rischio di mercato;
- d) il prezzo di assumersi l'incertezza implicita nell'attività; e
- e) altri fattori, quali la mancanza di liquidità, che coloro che partecipano al mercato rifletterebbero nei prezzi dei flussi finanziari futuri che l'entità si aspetta di ottenere dall'attività.“.

Gli elementi che entrano nel calcolo del valore sono quindi i futuri flussi finanziari, in entrata e in uscita, attualizzati in base ad un adeguato tasso.

Il primo evidente punto di contatto con le logiche della valutazione aziendale è la funzione matematica di attualizzazione che divide l'arco temporale futuro in due periodi: il primo, definito di previsione analitica, in cui i flussi vengono stimati puntualmente anno per anno e il secondo per il quale la stima avviene sinteticamente, individuando un flusso atteso, conseguibile dall'attività sino alla fine della sua vita utile, ipotizzato crescente in base ad un tasso di crescita stabile o in diminuzione.

La formula generale per calcolare il valore d'uso di un'attività avente vita utile residua pari ad n+m anni può essere rappresentata come di seguito:

$$\text{valore d'uso dell'attività} = \sum_{i=1}^{n+m} F^i v^i$$

$F^i$  = flussi finanziari derivanti dall'attività

$v^i$  = coefficiente di attualizzazione

La suddivisione dell'orizzonte temporale n+m di vita utile residua dell'attività nei due periodi di previsione, analitica (da 1 a n) e sintetica (da n+1 a n+m), può venir rappresentata come di seguito:

$$\text{valore d'uso dell'attività} = \sum_{i=1}^n F^i v^i + \sum_{i=n+1}^{n+m} F^i v^i$$

dove le proiezioni relative al primo periodo sono basate sul più recente budget/previsione approvato dalla direzione aziendale, mentre quelle relative al secondo periodo sono stimate per estrapolazione delle precedenti utilizzando un tasso di crescita costante o in diminuzione. Un tasso crescente è ammesso solo se coerente “con informazioni oggettive di crescita in merito a modelli di cicli di vita di un prodotto o di un settore aziendale. Se appropriato, il tasso di crescita è zero o negativo.” (IAS 36, paragrafo 36).

Volendo compiere un parallelismo con la valutazione aziendale, la formula illustrata corrisponde all'ipotesi, piuttosto rara, di vita aziendale stimata breve, poiché legata alla vita di un personaggio chiave.

<sup>34</sup> IAS 36, paragrafi da 30 a 57

<sup>35</sup> IAS 36, paragrafo 7: Le disposizioni contenute nello IAS 36 utilizzano il termine “un'attività” ma trovano ugualmente applicazione con riferimento ad un'unità generatrice di flussi finanziari (CGU).

Nell'ipotesi di attività avente vita indefinita, quale può essere una CGU, la formula precedente può essere rivista, introducendo nel secondo addendo il valore terminale che esprime sinteticamente la capacità dell'investimento di produrre a tempo indeterminato flussi finanziari; si giunge in sostanza alla formula, illustrata in precedenza in tema di valutazione aziendale, che rappresenta la scelta più ricorrente tra gli esperti:

$$\text{valore d'uso} = \sum_{i=1}^n F^i v^i + V_t^n v^n$$

dove

$F^i$  = flusso atteso puntuale annuo, dall'anno 1 all'anno n

$v^i, v^n$  = coefficienti di attualizzazione

$V_t^n$  = valore terminale al tempo n<sup>36</sup>

n = il numero di anni coperto dalla previsione analitica

### 3.2. La previsione dei flussi

Molto importante è la modalità con cui avviene la previsione dei flussi ritraibili dall'attività.

Sebbene l'obiettivo sia la stima del valore recuperabile di un'attività, valgono alcune considerazioni proprie della valutazione aziendale che individua sostanzialmente tre configurazioni di valore di capitale, a cui sono associati altrettanti modi diversi di prevedere i flussi<sup>37</sup>.

Quando la previsione avviene sulla base di capacità reddituali o finanziarie "già acquisite"<sup>38</sup> dall'azienda nel recente passato o comunque ragionevolmente raggiungibili nel brevissimo periodo, si giunge al valore di capitale economico, una grandezza prudente, caratterizzata dal più alto grado di credibilità e affidabilità.

Se, al contrario, i flussi attesi sono soltanto probabili, possibili e sperati una volta fissate precise ipotesi sullo scenario futuro in cui l'azienda andrà ad operare, il risultato del processo valutativo è un valore di capitale definito potenziale, nel senso di possibile e realizzabile solo se nel futuro si verificheranno le condizioni ipotizzate.

Nella previsione ai fini dell'impairment test di un'attività, entrambe le modalità illustrate non possono essere pienamente accolte. La prima, seppure pervenga ad un valore dimostrabile, non tiene conto delle potenzialità, insite nel bene, che inevitabilmente il soggetto acquirente ha considerato nel concordare il prezzo di acquisizione; la seconda, diversamente, rischia di giungere ad un valore marcatamente ottimistico e realisticamente non recuperabile, oltre che soggettivamente manovrabile.

Scegliendo la prima modalità, il management sarebbe di fatto obbligato a svalutare l'attività immediatamente dopo l'acquisto; utilizzando la seconda, gli amministratori potrebbero sentirsi autorizzati a conservare in bilancio valori sulla base di potenzialità soltanto ipotetiche e non concretamente raggiungibili.

La scelta del principio contabile internazionale pertanto ricade su una modalità di previsione dei flussi intermedia, nel senso che include le potenzialità insite nell'attività, sottoponendole però a severi vincoli e verifiche di realizzabilità, giungendo ad una configurazione di valore definita dalla teoria come capitale potenziale controllabile.

---

<sup>36</sup> Nel caso di attività a vita indeterminata, ai fini del valore finale può essere utilizzata la formula matematica del valore attuale di una rendita illimitata nel tempo, crescente o costante, proposta in precedenza ( $F/\text{tasso}$  in ipotesi di stabilità, oppure  $F/\text{tasso} - g$  in caso di crescita).

<sup>37</sup> Guatri, Bini, "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", Università Bocconi Editore, EGEA, Milano, 2005

<sup>38</sup> Luigi Guatri, "Trattato sulla valutazione delle aziende", EGEA, Milano, 1998, pag. 41 e seguenti

Le proiezioni devono basarsi su ipotesi “ragionevoli e sostenibili”<sup>39</sup> di quelle che saranno le condizioni economiche durante l’attesa vita utile dell’attività e devono essere coerenti con i risultati conseguiti dall’azienda nel passato.

Le stime relative al periodo di previsione analitica debbono fondarsi sui budget/piani pluriennali approvati dall’organo amministrativo che, nel dare dimostrazione della sua effettiva capacità di programmare e gestire il futuro, esamina le cause delle differenze tra le previsioni formulate nel passato e i flussi presenti. Nella normalità dei casi l’arco temporale coperto dalla previsione analitica si estende a cinque anni<sup>40</sup> oltre i quali la stima del flusso conseguibile sino alla fine della vita utile dell’attività, catturato nel valore terminale<sup>41</sup>, avviene estrapolando le proiezioni di budget/piani e facendo uso di un tasso di crescita stabile o in diminuzione salvo che esistano giustificati motivi per ipotizzarne uno crescente<sup>42</sup>.

Un aspetto che ha sollevato alcune perplessità è la prescrizione contenuta nel paragrafo 33 lett. b), secondo cui, nella previsione, vanno esclusi i flussi in entrata e in uscita che si ritiene possano derivare da:

- “ a) una ristrutturazione<sup>43</sup> futura per la quale l’entità non si è ancora impegnata; o
- b) dal miglioramento od ottimizzazione dell’andamento dell’attività”<sup>44</sup>.

L’idea sottostante è che gli investimenti incrementativi e le ristrutturazioni costituiscano delle situazioni di non normale svolgimento della gestione aziendale e come tali non possano rientrare nel concetto di condizione corrente di utilizzo di un’attività.

Mentre la previsione non crea difficoltà nel caso in cui gli interventi migliorativi vengano decisi successivamente all’acquisto dell’attività, lo stesso non si può dire quando, già al momento dell’operazione, l’acquirente, nel concordare il prezzo, tiene conto dei benefici netti attesi derivanti da potenziali ristrutturazioni, per le quali di fatto non si è ancora impegnato, o da futuri investimenti

---

<sup>39</sup> IAS 36, paragrafo 33

<sup>40</sup> Numero di anni per i quali la direzione è normalmente in grado di elaborare stime attendibili e ragionevoli. Solo in caso di valide ragioni è ammesso un arco temporale più esteso.

<sup>41</sup> Si riportano di seguito le due formule in precedenza introdotte relative al valore terminale in ipotesi di crescita attesa o di costanza dei flussi conseguibili in perpetuo dall’attività, da adottarsi in caso di vita utile indeterminata:

$$V_t^n = \frac{F_{n+1}}{\text{tasso} - g}$$

$F_{n+1}$  = flusso (di cassa o di reddito, operativo o per gli azionisti) relativo al primo anno successivo al periodo di previsione analitica, che si prevede possa crescere indefinitamente al tasso  $g = F_n (1+g)$   
tasso = tasso di capitalizzazione coerente con la tipologia di approccio (asset o equity)  
 $g$  = tasso di crescita in perpetuo del flusso

$$V_t^n = \frac{F_n}{\text{tasso}}$$

dove

$F_n$  = flusso (di cassa o di reddito, operativo o per gli azionisti) relativo all’ultimo anno del periodo di previsione analitica, che si prevede l’azienda consegnerà a tempo indeterminato

tasso = tasso di capitalizzazione coerente con la tipologia di approccio (asset o equity)

<sup>42</sup> “Questo tasso di crescita non deve eccedere il tasso medio di crescita a lungo termine della produzione, dei settori industriali, del Paese o dei Paesi in cui l’entità opera, o dei mercati nei quali il bene utilizzato è inserito, salvo che un tasso superiore possa essere giustificato” (IAS 36, paragrafo 33 lett.c)

<sup>43</sup> “Una ristrutturazione è un programma pianificato e controllato dalla direzione aziendale che modifica in maniera rilevante l’oggetto dell’attività intrapresa da un’entità o il modo in cui l’attività è condotta. Lo IAS 37, Accantonamenti, passività e attività potenziali, fornisce una guida che aiuta a chiarire quando l’entità si è impegnata in una ristrutturazione.” (IAS 36, paragrafo 46)

<sup>44</sup> IAS 36, paragrafo 44.

Mentre i benefici di una ristrutturazione possono essere inclusi dal momento in cui l’impresa si impegna alla realizzazione della stessa, l’azienda per poter comprendere i vantaggi attesi dagli investimenti incrementativi deve prima sostenerli (paragrafo 48).

migliorativi. Mentre nel primo caso l'unico accorgimento consiste nell'includere nel valore d'uso i benefici solo nel momento in cui l'impresa si è effettivamente impegnata alla realizzazione della ristrutturazione o dopo che la stessa ha sostenuto gli investimenti migliorativi della redditività<sup>45</sup>, nel secondo caso emerge, immediatamente dopo l'acquisto, una differenza negativa tra il valore d'uso, che non può incorporare i benefici futuri degli interventi, e il prezzo pagato che invece li considera.

Un esempio relativo alla prima ipotesi può essere il seguente.

Al termine degli esercizi 2009 e 2010 l'impresa deve sottoporre a verifica di impairment un'unità generatrice di flussi finanziari costituita da uno stabilimento.

L'azienda ha in programma di procedere nel 2011 ad una ristrutturazione, per la quale si impegna soltanto al termine del 2010; a partire dal 2012 si ritiene inizino a manifestarsi gli effetti positivi dell'intervento sottoforma di maggiori flussi di cassa. La particolarità dell'attività rende impossibile determinare il fair value less costs to sell, pertanto ai fini della verifica di valore si procede al calcolo del valore d'uso, secondo le precisazioni riportate dallo IAS 36.

|                                  | <b>Calcolo del valore d'uso al termine del 2009</b> | <b>Calcolo del valore d'uso al termine del 2010</b> |
|----------------------------------|-----------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
|                                  | Flusso atteso attualizzato annuo                    | Flusso atteso attualizzato annuo                    |
| 2010                             | 8.500                                               | -                                                   |
| 2011                             | 8.600                                               | 8.600 <sup>46</sup>                                 |
| 2012                             | 8.100                                               | 9.700 <sup>47</sup>                                 |
| 2013                             | 8.500                                               | 9.900                                               |
| 2014                             | 8.500                                               | 9.900                                               |
| 2015                             | 8.500                                               | 9.900                                               |
| 2016                             | 8.300                                               | 9.800                                               |
| 2017                             | 8.100                                               | 9.500                                               |
| Valore d'uso al termine del 2009 | 67.100                                              |                                                     |
| Valore d'uso al termine del 2010 |                                                     | 67.300                                              |

Poiché l'impegno alla ristrutturazione si verifica solo nel 2010, ai fini dell'impairment il valore d'uso al termine del 2009 non tiene in considerazione i benefici netti attesi che vengono invece inclusi nel calcolo operato alla fine del 2010.

Riguardo alla seconda situazione, i commentatori (BC 68) ritengono che prevedere l'esclusione dal valore d'uso dei benefici netti attesi da ristrutturazioni per le quali l'impresa non si è ancora impegnata obblighi di fatto gli amministratori, immediatamente dopo l'acquisto dell'unità, a registrare una perdita da impairment pari alla differenza tra il valore recuperabile (pari al valore d'uso) e quello contabile (pari al prezzo pagato) che invece ragionevolmente li comprende, almeno in parte.

Lo IASB (BC 69), pur concordando sul fatto che il valore d'uso di una CGU di nuova acquisizione sia inferiore al prezzo pagato nella misura in cui questo comprenda anche parte dei benefici netti

<sup>45</sup> Claudia Rossi, "Valutazioni di bilancio secondo i principi contabili internazionali", Isedi, Novara, 2007, pag. 196 e seguenti

<sup>46</sup> Il flusso non comprende i costi della ristrutturazione previsti poiché secondo il paragrafo 47, lett. b), una volta che l'azienda si impegna "le stime di flussi finanziari in uscita per la ristrutturazione sono inclusi in un accantonamento per spese di ristrutturazione secondo quanto previsto dallo IAS 37".

<sup>47</sup> I flussi finanziari comprendono i benefici netti attesi derivanti dalla ristrutturazione e risultanti dai documenti previsionali elaborati e approvati dalla direzione aziendale (paragrafo 47, lett. a)).

attesi da ristrutturazioni per le quali l'impresa non si è ancora impegnata, ritiene che tale differenza non debba necessariamente essere riconosciuta come perdita di valore.

La ragione risiederebbe nel fatto che il valore recuperabile di una CGU di nuova acquisizione è rappresentato dal fair value less costs to sell piuttosto che dal valore d'uso, rientrando la fattispecie nella situazione richiamata dal paragrafo 25, conformemente al quale la migliore evidenza del fair value (valore equo) è "il prezzo pattuito in un accordo vincolante di vendita" che nel caso in analisi corrisponde appunto al prezzo pagato dall'azienda,"rettificato per i costi di dismissione e ogni cambiamento nelle circostanze economiche tra la data della transazione e quella della valorizzazione"<sup>48</sup>. Inoltre qualora il fair value dovesse essere calcolato in modo diverso rifletterebbe comunque come un potenziale acquirente nel mercato valorizzerebbe l'attività tenuto conto anche dei benefici derivanti da potenziali ristrutturazioni o futuri investimenti migliorativi (BC 70 lett. c).

Mentre la prima considerazione merita di essere condivisa, riguardo alla seconda non si può non sottolineare il fatto che l'apprezzamento elaborato dal mercato non può costituire una grandezza unica poiché i benefici netti derivanti dalle potenziali ristrutturazioni sono inevitabilmente diversi nella misura in cui gli interventi migliorativi vengono ipotizzati da soggetti differenti che hanno a disposizione specifiche informazioni, sono dotati di strutture proprie ed hanno un diverso grado di ottimismo.

Lo stesso IASB nell'espone le sue conclusioni riconosce che utilizzare come valore recuperabile di un'unità di nuova acquisizione il fair value sembra in contrasto con il criterio del maggior valore contenuto nello IAS 36, che dovrebbe riflettere le decisioni economiche da assumere in sede di verifica: "è meglio vendere o conservare l'attività?"<sup>49</sup>

Nonostante tutto la decisione finale rimane quella di escludere i flussi netti incrementali relativi a ristrutturazioni per le quali l'azienda non si è ancora impegnata, principalmente poiché includerli<sup>50</sup> modificherebbe significativamente il concetto di valore d'uso così come concepito nella precedente versione dello IAS 36 che intende rappresentare l'unità nella sua condizione corrente di operatività escludendo ipotesi di discontinuità gestionale.

Per comprendere la situazione ipotizziamo il caso dell'azienda A che intende acquistare un cespite che allo stato attuale è locato a terzi a tempo indeterminato per il canone annuo di 1.000; l'intenzione, una volta acquistato il bene, è di procedere ad un intervento migliorativo della sua capacità di reddito in modo da poter riscuotere nel futuro un canone più elevato (per ipotesi 1.500). Se il valore del bene, per effetto dell'investimento incrementativo previsto di 2.000<sup>51</sup>, passa da 10.000<sup>52</sup> a 15.000<sup>53</sup>, è logico pensare che in un mercato competitivo l'azienda A sia disposta ad acquisire il bene al prezzo massimo di 13.000, oltre il quale l'operazione risulterebbe antieconomica. Pertanto immediatamente dopo l'acquisto, il cespite risulta iscritto nella contabilità dell'acquirente A al costo sostenuto che ragionevolmente eccede il valore d'uso dello stesso (10.000), stimato secondo lo IAS 36 in base alle condizioni correnti di utilizzo, escludendo cioè i flussi in entrata e in uscita, derivanti da miglioramenti che incrementano la redditività, non ancora sostenuti .

La problematica appare in tutta la sua evidenza nel caso di verifica di impairment di una partecipazione di controllo acquistata dall'azienda capogruppo nell'ottica di procedere ad un intervento di integrazione che comporterà benefici a favore tanto della partecipata quanto della

---

<sup>48</sup> BC 70 lett. b)

<sup>49</sup> BC 71

<sup>50</sup> BC 72 lett.a)

<sup>51</sup> Per semplicità di calcolo, si ipotizza che l'intervento migliorativo venga sostenuto per intero nell'esercizio di acquisto del cespite e che i benefici si realizzino immediatamente.

<sup>52</sup> Calcolato attraverso la formula del valore attuale di una rendita illimitata nel tempo (con tasso pari a 10%):

1.000/10%

<sup>53</sup> Pari a 1.500/10%

controllante, direttamente o tramite le sue altre partecipate. Il prezzo pattuito tra le parti, discostandosi ragionevolmente dal valore intrinseco dell'azienda target, trova il suo limite massimo, oltre il quale l'operazione d'acquisto risulterebbe antieconomica, in quello che viene chiamato valore per l'acquirente, pari alla somma del valore dell'azienda presa autonomamente e dei vantaggi sinergici ottenibili dall'integrazione tra le due realtà.

La formula che esprime il prezzo limite, oltre il quale l'acquisizione dell'azienda target distruggerebbe valore per gli azionisti della capogruppo acquirente, è la seguente:

$$\text{prezzo limite di acquisizione} = (W_{SA} + S_D) \cdot \text{quota percentuale del capitale} + S_{ND}$$

dove

$W_{SA}$  = valore dell'azienda target presa autonomamente (stand alone) prima dell'acquisizione

$S_D$  = valore attribuibile alle sinergie derivanti dall'acquisizione, divisibili, nel senso che, generandosi in capo all'azienda acquisita, vanno a beneficio di tutti i soci della stessa

quota percentuale del capitale = quota corrispondente alla percentuale di acquisizione del capitale dell'azienda target

$S_{ND}$  = valore attribuibile alle sinergie derivanti dall'acquisizione, non divisibili, nel senso che si generano esclusivamente in capo all'azienda acquirente, direttamente o tramite le sue altre partecipate

Come si può notare dalla formula, mentre i benefici derivanti dall'aggregazione divisibili debbono essere condivisi con i soci di minoranza, quelli indivisibili sono interamente attribuiti all'acquirente. In un mercato competitivo, soprattutto nei settori caratterizzati da significativi processi di concentrazione, il prezzo di fatto pagato tiene inevitabilmente conto dei vantaggi sinergici ragionevolmente ritraibili dall'aggregazione, fino ad eguagliare il valore limite descritto; pertanto nel bilancio individuale dell'azienda acquirente, immediatamente dopo l'operazione, la partecipazione di controllo è iscritta ad un valore che include i benefici che l'azienda ragionevolmente si attende di ottenere dall'integrazione tra le realtà imprenditoriali senza che risulti alcun impegno alla realizzazione della ristrutturazione o siano stati sostenuti gli investimenti incrementativi.

A parere di chi scrive, fino a quando l'azienda capogruppo non si impegna nella ristrutturazione o non vengono sostenute le spese finalizzate ad accrescere la redditività, il valore d'uso della partecipazione di controllo non può comprendere le sinergie derivanti dall'aggregazione e viene pertanto a coincidere con il valore intrinseco, stand alone, dell'azienda acquisita, pre-acquisizione, rapportato alla quota percentuale del capitale di possesso, come nella formula che segue.

$$\text{Valore d'uso} = W_{SA} \cdot \text{Quota percentuale del capitale}$$

### 3.3. Tipologia di flusso

Sembra opportuno a questo punto soffermarsi sulla tipologia di flusso scelta dai principi internazionali: il flusso finanziario.

La decisione, naturale conseguenza dell'idea di valore recuperabile come grandezza in grado di riflettere una scelta di investimento, riporta alla mente alcune considerazioni che alimentano il sempre acceso dibattito tra i sostenitori del metodo finanziario e i fautori del metodo reddituale, soprattutto quando oggetto di verifica di impairment è un'unità generatrice di flussi finanziari avente vita indeterminata.



Per meglio comprendere la problematica che si intende affrontare, si introduce lo schema di sintesi, proposto dall'OIC- Organismo Italiano di Contabilità – nel febbraio 2009<sup>54</sup>, per la quantificazione dei flussi finanziari attribuibili ad una CGU, in entrata, derivanti dall'utilizzo continuativo della stessa, ed in uscita, da sostenere necessariamente al fine di ottenere quelli in entrata.

Flussi da attualizzare ai fini della determinazione del valore d'uso (periodo di previsione analitica)

|                                                       | Anno 1 | Anno 2 | Anno 3 | Anno 4 | Anno 5 <sup>55</sup> |
|-------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|----------------------|
| Ricavi di vendita                                     | .....  | .....  | .....  | .....  | .....                |
| Meno : costi della CGU :                              |        |        |        |        |                      |
| materie e servizi                                     | .....  | .....  | .....  | .....  | .....                |
| costi per benefici ai dipendenti                      | .....  | .....  | .....  | .....  | .....                |
| altri (manutenzioni, spese imputabili alla CGU, ecc.) | .....  | .....  | .....  | .....  | .....                |
| <b>EBITDA<sup>56</sup> = flusso da attualizzare</b>   | .....  | .....  | .....  | .....  | .....                |

Pur riconoscendo che una Cash Generating Unit non è chiaramente un'azienda, non si può escludere il fatto che le due configurazioni, in certe condizioni, possano coincidere ed anche quando ciò non si verifica nella stima dei flussi conseguibili valgono alcuni comuni concetti.

Il parallelismo può essere illustrato richiamando lo schema in precedenza introdotto relativo alla determinazione del flusso di cassa operativo<sup>57</sup>.

|     |                                                                |
|-----|----------------------------------------------------------------|
|     | RO o EBIT (1-t <sub>c</sub> )                                  |
|     | NOPAT                                                          |
| +   | Ammortamenti di tangibili e intangibili                        |
| +/- | Δ Capitale Fisso Operativo (- Investimenti, + Disinvestimenti) |
| +/- | Δ Capitale Circolante Netto Commerciale o Operativo            |
| =   | FCFO                                                           |

Oltre al fatto che il flusso utilizzato ai fini del valore d'uso è espresso al lordo delle imposte<sup>58</sup>, emerge che nella stima ai fini dello IAS 36 non compaiono le variazioni di capitale fisso e circolante operativo; in realtà la differenza è più apparente che concreta, infatti nel paragrafo 49 viene precisato che nella stima dei flussi finanziari vanno incluse le uscite necessarie a mantenere "il livello dei benefici economici che si prevede derivino dall'attività nella sua condizione corrente." Devono cioè essere ricompresi nei flussi in uscita gli investimenti di mantenimento e sostituzione fondamentali per il funzionamento dell'attività nella sua condizione corrente di utilizzo. Quando una CGU comprende attività aventi diverse vite utili, nella previsione dei flussi in uscita la sostituzione delle attività aventi vita utile più breve entra a far parte della manutenzione ordinaria.

<sup>54</sup> OIC – Applicazioni IAS/IFRS, Impairment e avviamento, Bozza per la consultazione , Febbraio 2009

<sup>55</sup> IAS 36, Paragrafo 33, lett. b) : "...Le proiezioni fondate su questi budget/previsioni devono coprire un periodo massimo di cinque anni, a meno che un arco temporale superiore possa essere giustificato".

<sup>56</sup> EBITDA = Earning before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation

L'EBITDA diverge dall'EBIT illustrato in precedenza, poichè è calcolato prima di detrarre gli ammortamenti; in altre parole vale la relazione

EBIT + Ammortamenti = EBITDA

<sup>57</sup> Il flusso richiamato è quello operativo poiché i flussi finanziari nel valore d'uso sono stimati al lordo degli oneri finanziari.

<sup>58</sup> Argomento affrontato più avanti nel lavoro.

La precisazione non è priva di implicazioni se si considera il fatto che il periodo di previsione analitica è relativamente breve e pertanto è ragionevole ipotizzare che durante lo stesso non si verifichi concretamente la sostituzione delle attività aventi vita utile limitata; in tali casi il flusso di cassa relativo viene calcolato per eccesso sia con riferimento al periodo esplicito basato su budget/previsioni recenti sia con riferimento a quello di stima sintetica per il quale il valore finale è rappresentato dalla rendita perpetua ottenuta capitalizzando il flusso finanziario dell'ultimo esercizio del periodo esplicito.

Una modalità suggerita nell'ambito della valutazione aziendale per ovviare al problema è ipotizzare la sostanziale coincidenza, ove ragionevole<sup>59</sup>, tra ammortamenti e investimenti di mantenimento, decurtando di fatto i flussi di cassa, ottenuti per differenza tra entrate ed uscite, delle quote di ammortamento che rappresentano idealmente gli esborsi necessari per la sostituzione in futuro delle attività aventi vita utile più breve. Chiaro è che così operando il risultato a cui si perviene si avvicina molto ad un flusso di reddito, né d'altra parte potrebbe essere diversamente, dato che anche nella teoria del valore il flusso di cassa ricercato non è quello grezzo (la semplice somma algebrica tra entrate ed uscite) bensì quello liberamente distribuibile senza alterare l'equilibrio finanziario dell'azienda.

Se quanto illustrato vale per gli investimenti di mantenimento e sostituzione, nulla viene detto in merito a quelli finalizzati alla crescita naturale dell'attività di un'azienda competitiva, diversi cioè da quelli migliorativi, richiamati al paragrafo 44, che presuppongono una modificazione della redditività standard dell'attività; né d'altra parte si può pensare che tali investimenti siano da escludere nella stima del valore d'uso visto che non rappresentano una discontinuità rispetto alla gestione corrente; inoltre, a parere di chi scrive, sono implicitamente compresi dal momento che nella stima del valore terminale i flussi vengono ipotizzati crescenti in base ad un adeguato e ragionevole tasso di crescita (nelle formule g).

### 3.4. Flusso e gestione finanziaria

Ai fini della determinazione del valore d'uso lo IAS 36, paragrafo 50, precisa espressamente che i flussi finanziari non devono comprendere le entrate e le uscite derivanti da attività di finanziamento come è logico che sia considerato che oggetto di verifica sono le singole attività o CGU a cui difficilmente sono allocate specifiche passività finanziarie; si tratta cioè di una valorizzazione in ottica asset side<sup>60</sup>, illustrata in precedenza.

Il principio internazionale nell'analizzare il procedimento di calcolo del valore dell'attività, seppure non esplicitamente, sembra preferire l'impostazione, peraltro più diffusa nella prassi professionale, della correzione del tasso di attualizzazione; precisamente, nell'illustrare il concetto di tasso (paragrafo 56), viene detto che può essere stimato "attraverso il costo medio ponderato del capitale di un'entità quotata che ha una singola attività (o un portafoglio di attività) simile all'attività considerata in termini di servizio e rischio". Ugualmente nell'appendice A17, si legge di prendere in considerazione, come punto di partenza per la stima del tasso, in primo luogo<sup>61</sup>, proprio il costo medio ponderato del capitale (WACC) per l'entità.

Richiamando una considerazione evidenziata nel capitolo precedente<sup>62</sup>, il valore d'uso calcolato secondo tale modalità, diversamente dall'approccio APV, perviene ad una grandezza unica, avente

---

<sup>59</sup> La coincidenza non sembra ragionevole quando le attività aventi vita utile più breve sono costituite da investimenti a tantum (non rinnovabili) oppure quando la sostituzione è prevista a prezzi significativamente diversi dal costo sostenuto inizialmente per l'acquisto.

<sup>60</sup> In questo senso si pronuncia anche il paragrafo 19 dell'appendice (A 19): "Il tasso di attualizzazione è indipendente dalla struttura del capitale di un'entità e dal modo in cui l'entità ha finanziato l'acquisto dell'attività poiché i flussi finanziari futuri che ci si attende deriveranno da un'attività non dipendono dal modo in cui l'entità ha finanziato l'acquisto dell'attività".

<sup>61</sup> In alternativa è possibile considerare il tasso di finanziamento marginale dell'attività (lett. b) o altri tassi di finanziamento reperibili sul mercato (lett. c).

<sup>62</sup> Attraverso l'esemplificazione numerica

un più limitato contenuto informativo poiché non separa il valore operativo dell'asset dai benefici fiscali legati alla deducibilità degli interessi passivi. In altre parole si ottiene un valore che non prescinde totalmente dalla struttura finanziaria, come forse era nell'intento del principio internazionale, poiché comprende i benefici dello scudo fiscale senza evidenziarne esplicitamente il contributo<sup>63</sup>.

Per quanto attiene espressamente al calcolo del WACC, l'OIC suggerisce che, essendo i flussi attesi indipendenti dalla modalità di finanziamento dell'attività, i pesi attribuibili al capitale proprio e di terzi debbono rappresentare la struttura finanziaria non della specifica azienda bensì di un'impresa quotata "operante con le medesime attività"<sup>64</sup>.

Anche nella valutazione aziendale il problema della scelta della struttura finanziaria non è di semplice soluzione poiché la teoria vorrebbe che i pesi fossero misurati a valori correnti, ma a parte il caso delle società quotate non è possibile conoscere il valore di mercato del capitale proprio, anche perché tale grandezza rappresenta lo scopo stesso della valutazione; inoltre la struttura finanziaria in essere al tempo zero della stima potrebbe divergere da quella prevista, e pertanto incerta, relativa all'arco temporale futuro a cui si riferiscono i flussi attesi. La situazione si complica ulteriormente nel caso di impairment test poiché, come si è già sottolineato, salvo in casi eccezionali alle attività oggetto di verifica difficilmente sono associate specifiche passività finanziarie.

La scelta, relativamente semplice, di fare riferimento, nell'ambito della valutazione aziendale, ad una struttura finanziaria obiettivo e, ai fini dell'impairment test, a quella di un'impresa quotata "operante con le medesime attività", non è priva di conseguenze poiché le stime assets side, seppure unlevered, non sono totalmente indipendenti dalla struttura finanziaria in quanto includono il beneficio dello scudo fiscale che cresce all'aumentare dell'indebitamento, come si è evidenziato nell'esempio riportato nel capitolo precedente.

### 3.5. Flusso e tasso di attualizzazione

Prima di entrare nel merito della modalità di stima del tasso, è importante fare un passo indietro specificando come già lo IASC (BCZ 53 e 54) e poi lo IASB (BC 60) abbiano precisato che il valore in uso non può essere una misura completamente "entity-specific", nel senso che vero è che i flussi finanziari attesi riflettono il miglior uso che l'azienda specifica intende fare dell'attività, ma il tasso di attualizzazione non può basarsi su come la stessa stima il valore temporale del denaro ed i rischi associati all'attività. All'azienda è affidato il compito di prevedere, con la maggiore accuratezza possibile, i futuri flussi finanziari ricavabili dall'attività ma il tasso di attualizzazione deve riflettere come il mercato correntemente prezza il valore temporale della moneta e il premio associato all'incertezza insita dei flussi previsti. In altre parole il value in use riflette come il mercato valorizza i flussi che il management aziendale si attende di ricavare dall'attività<sup>65</sup>.

In questo senso deve essere letto il paragrafo 56: "Un tasso che riflette le valutazioni correnti del mercato del valore temporale del denaro e dei rischi specifici dell'attività corrisponde al rendimento che gli investitori richiederebbero se si trovassero nella situazione di dover scegliere un investimento che generasse flussi finanziari di importi, tempistica e rischio equivalenti a quelli che l'entità si aspetta che derivino dall'attività in oggetto".

---

<sup>63</sup> Andrea Amaduzzi, "La determinazione del valore d'uso ai sensi dello IAS 36: tra contabilità e finanza – 1a parte.", in "La valutazione delle aziende" a cura di Finanza e Valore, n. 46 – settembre 2007, pag. 30 e seguenti

<sup>64</sup> OIC, Applicazione IAS/IFRS Impairment e avviamento, Bozza per la consultazione, Febbraio 2009

<sup>65</sup> "In other words, an asset's value in use reflects how the market would price the cash flow that management expects to derive from that asset" (BC 61)

Lo IASC, pur riconoscendo che nel valore d'uso il tasso dovrebbe teoricamente includere la stima che l'azienda specifica fa del valore temporale del denaro e del profilo di rischio associato all'attività, prevede espressamente che i flussi attesi propri dell'azienda debbano essere attualizzati in base ad un tasso che riflette l'apprezzamento del mercato. La giustificazione è che un tasso specifico per l'azienda non potrebbe essere verificato oggettivamente (BCZ54 e BCZ60).

Richiamando quanto già introdotto nel precedente capitolo, il tasso di attualizzazione<sup>66</sup> può essere sintetizzato attraverso la relazione  $r + s$ , dove  $r$  rappresenta il valore temporale del denaro mentre  $s$  esprime la maggiorazione per il rischio specifico dell'attività.

Mentre la prima componente, il puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo, è di relativamente facile determinazione, in quanto viene a coincidere con il rendimento di investimenti privi di rischio (ad esempio, titoli di stato di paesi stabili), la seconda, che quantifica il premio per il rischio insito nell'attività, obbliga ad un approfondimento.

Si è detto che la teoria economica nell'affrontare la tematica ha posto l'accento sulla necessaria coerenza tra tasso e flusso al fine di evitare duplicazioni od omissioni, nel senso che nel flusso atteso debbono trovare collocazione quei fattori di rischio che non trovano copertura nel tasso; visto che la grandezza principale di riferimento è il rendimento osservabile sul mercato il quale remunera, nell'ambito del modello del capitalismo diffuso, il rischio non diversificabile (che non può essere eliminato attraverso la diversificazione del portafoglio), il flusso deve per coerenza scontare il solo rischio diversificabile.

Per ottenere la grandezza di flusso ricercata, detta risultato medio atteso, si compone una media ponderata tra i flussi corrispondenti a diversi scenari possibili dove il peso è rappresentato dalla probabilità attribuita a ciascuno di essi.

Se per esempio da un'attività è ragionevole ipotizzare di poter trarre il flusso di 100 con la probabilità del 60% ed il flusso di 120 con la probabilità del 40%, il flusso medio atteso è pari a 108.

Il modello viene definito del RADR (Risk Adjusted Discount Rate)<sup>67</sup> e può essere riepilogato attraverso il prospetto seguente.

| <b>Modello RADR</b> |                                                                 |
|---------------------|-----------------------------------------------------------------|
| <b>Flusso</b>       | Flusso medio atteso<br>che comprende il rischio diversificabile |
| <b>Tasso</b>        | $r + s$<br>$s =$ premio per il rischio non diversificabile      |

Il principio internazionale, pur rimarcando, nel paragrafo 56, il concetto di coerenza secondo cui il tasso non può riflettere “i rischi per i quali le stime dei flussi finanziari futuri sono state rettificare<sup>68</sup>” e pur sottolineando, nel paragrafo 32, che qualsiasi modalità si scelga per trattare l'incertezza “il risultato deve riflettere il valore attuale atteso dei futuri flussi finanziari, ossia la media ponderata di tutti i risultati possibili”, ammette due approcci, precisando che gli elementi, di cui alle lettere b), d) ed e) del paragrafo 30, possono portare a rettifiche dei flussi oppure del tasso di attualizzazione.

Nel primo, definito “tradizionale”, tutti e tre gli elementi (b - la possibile variazione nell'importo o nel momento di manifestazione dei flussi, d - il prezzo dell'incertezza ed e - gli altri fattori) trovano collocazione nel tasso di attualizzazione che incorpora interamente il rischio gravante sul flusso che rappresenta il risultato più probabile.

L'adozione dell'approccio tradizionale consiste nel desumere il tasso appropriato dal rendimento osservabile sul mercato di un'altra attività avente caratteristiche simili all'oggetto di impairment; deve pertanto essere individuata un'altra attività, di cui è noto il tasso di interesse, i cui flussi

<sup>66</sup> Si tratta dell'alternativa consistente nell'includere l'incertezza nella stima del tasso; l'altra, di fatto non applicata, corrisponde alla soluzione di depurare il tasso dal rischio che invece trova piena collocazione nel flusso, detto flusso certo equivalente ( $tasso = r$ ).

<sup>67</sup> Guatri, Bini, “La valutazione delle aziende”, EGEA, Milano, 2007, pag. 215 e seguenti

<sup>68</sup> “Altrimenti, gli effetti connessi ad alcuni presupposti potrebbero essere calcolati due volte.”

finanziari manifestano caratteristiche simili anche in merito alla modalità attesa di comportamento al mutare delle condizioni economiche.<sup>69</sup>

Il secondo approccio, definito dei “flussi finanziari attesi”, diverge dal precedente in quanto i flussi non sono stimati in base al risultato più probabile, ma scontano il rischio derivante dalla loro possibile distribuzione, per importo e tempo di manifestazione, attraverso la composizione di una media ponderata su base probabilistica dei risultati associati a diversi scenari.

L'appendice, al paragrafo 7, riporta alcune esemplificazioni di calcolo del flusso finanziario atteso. Se, ad esempio, il flusso finanziario può essere di CU100, CU200 o CU300 con probabilità rispettivamente del 10%, 60% e 30%, il flusso atteso ammonta a CU220.

Un esempio di rischio associato non all'entità del flusso ma al momento della sua manifestazione è riportato nel paragrafo 8. Se cioè il flusso di CU1.000 può manifestarsi a distanza di 1 anno, 2 anni o 3 anni, rispettivamente con probabilità del 10%, 60% e 30%, il valore attuale atteso viene calcolato nel seguente modo:

|                                                    |                       |          |
|----------------------------------------------------|-----------------------|----------|
| Valore attuale del CU1.000 in 1 anno (tasso 5%)    | CU952,38              |          |
| Probabilità                                        | 10%                   | CU95,24  |
| Valore attuale del CU1.000 in 2 anni (tasso 5,25%) | CU902,73              |          |
| Probabilità                                        | 60%                   | CU541,64 |
| Valore attuale del CU1.000 in 3 anni (tasso 5,5%)  | CU851,61              |          |
| Probabilità                                        | 30%                   | CU255,48 |
|                                                    | Valore attuale atteso | CU892,36 |

Sembra ragionevole pensare che la seconda soluzione, che come si può notare viene sostanzialmente a coincidere con il modello del RADR elaborato dalla teoria<sup>70</sup>, fornisca una stima più significativa del valore d'uso dell'attività<sup>71</sup>, seppure comporti il sostenimento di costi rilevanti, necessari per ottenere ed elaborare le informazioni e per sviluppare i differenti scenari probabili.

<sup>69</sup> “Tuttavia, l'approccio tradizionale può non affrontare adeguatamente alcuni problemi di valutazione complessi, quali la valutazione di attività non finanziarie per le quali non esiste un mercato per l'elemento in esame, né un elemento paragonabile. Una adeguata ricerca del presente “tasso commisurato al rischio” richiede l'analisi di almeno due elementi: un'attività presente sul mercato che ha un tasso di interesse noto e l'attività da valutare. Il tasso di attualizzazione appropriato per i flussi finanziari da valutare deve essere desunto dal tasso di interesse osservabile in quest'altra attività. Per misurare tale inferenza, le caratteristiche dei flussi finanziari dell'altra attività devono essere simili a quelle dell'attività da valutare. Quindi, chi effettua la valutazione deve:

- a) identificare la serie dei flussi finanziari da attualizzare;
- b) identificare un'altra attività sul mercato che mostri caratteristiche simili di flussi finanziari;
- c) confrontare le serie di flussi finanziari dei due elementi per accertare che siano simili (per esempio, sono le serie entrambe relative a flussi finanziari contrattuali, oppure uno è un flusso finanziario contrattuale e l'altro è stimato?);
- d) valutare se vi sia un elemento in una voce non presente nell'altro (per esempio, uno è caratterizzato da minor liquidità dell'altro?); e
- e) valutare se è possibile che entrambe le serie di flussi finanziari possano comportarsi (cioè variare) in modo simile al cambiare delle condizioni economiche. “ (appendice A 6)

<sup>70</sup> Andrea Amaduzzi, “La determinazione del valore d'uso ai sensi dello IAS 36: tra contabilità e finanza – 1a parte.”, in “La valutazione delle aziende” a cura di Finanza e Valore, n. 46 – settembre 2007, pag. 35

<sup>71</sup> Fanno eccezione i casi in cui il numero degli scenari è limitato ed i risultati associati sono molto diversi tra loro. Se, per esempio, il flusso finanziario può essere pari a CU10 e CU1.000 con probabilità rispettivamente del 90% e 10%, il valore atteso di CU109 è scarsamente rappresentativo in quanto non si avvicina in alcun modo ai due scenari.

L'azienda deve pertanto cercare di trovare un giusto equilibrio affinché il costo da sostenere per raccogliere le maggiori informazioni non ecceda il beneficio atteso in termini di migliore affidabilità della stima.

In merito alla preferenza accordata dal principio all'uno o all'altro approccio, lo IASB, nel rispondere a coloro che sollecitavano che il secondo venisse imposto, osservava che la precedente versione dello IAS 36 non richiedeva l'utilizzo di tale metodo ma neppure lo proibiva; per tale ragione non vedeva motivo per imporlo o vietarlo (BC 79).

Sicuramente interessante, riguardo a questo aspetto, è la previsione, contenuta nell'appendice A17, secondo la quale, per la stima del tasso, è possibile prendere in considerazione il costo medio ponderato del capitale dell'azienda, facendo uso per il costo del capitale proprio del metodo CAPM (Capital Asset Pricing Model)<sup>72</sup>. Secondo tale modello, sicuramente il più utilizzato nella prassi professionale, il rischio non diversificabile può essere misurato attraverso il coefficiente beta che esprime la volatilità del rendimento specifico dell'azienda rispetto all'andamento del mercato azionario.

Il tasso viene quantificato attraverso la seguente relazione lineare:

$$i_c = r - \beta (r_m - r)$$

dove

$i_c$  = costo del capitale proprio secondo il CAPM

$r$  = rendimento senza rischio

$\beta$  = coefficiente beta

$r_m$  = rendimento medio del mercato azionario

$r_m - r$  = maggiorazione per l'investimento azionario (o premio per il rischio di mercato, Equity Risk Premium - ERP)

$\beta (r_m - r) = s =$  spread per il rischio insito nell'investimento

In merito alle componenti della relazione descritta, già lo IASB, nel BCZ 53, prevedeva che il tasso di attualizzazione non potesse essere costruito su dati storici, prendendo a riferimento, ad esempio, il tasso implicito applicato al momento dell'acquisto dell'attività, poichè le scelte imprenditoriali sono basate sulle condizioni economiche correnti.

La teoria economica viene in aiuto precisando come tanto il coefficiente beta come la maggiorazione per l'investimento azionario siano da assumere in ottica non storica ma prospettica, essendo i tassi strumenti di attualizzazione di flussi futuri, e suggerisce alcune modalità per la determinazione delle relative grandezze.

Pur nella consapevolezza delle effettive difficoltà previsive<sup>73</sup> della dinamica futura del coefficiente beta di un titolo, essendo esso funzione di un numero di variabili<sup>74</sup> in buona parte di natura qualitativa, diversi studi si sono concentrati sulla stima del beta prospettico, partendo dalla sua misura storica ottenuta attraverso la regressione dei rendimenti storici del titolo azionario. La tecnica più diffusa tra gli operatori è quella di Blume che parte dal presupposto che nel tempo la rischiosità di un titolo tende ad allinearsi al rischio medio di mercato; il beta prospettico può essere quindi quantificato attraverso la media ponderata tra il beta storico e quello atteso, cioè di mercato (pari ad 1), secondo la seguente relazione:

$$\beta_{\text{prospettico}} = \beta_{\text{storico}} \frac{2}{3} + \beta_{\text{atteso}} \frac{1}{3}$$

<sup>72</sup> Per maggiori approfondimenti sul modello CAPM si vedano:

Guatri, Bini, "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", EGEA, Milano, 2005, pag. 310 e seguenti  
F. Reggiani, "Le rettifiche ai beta grezzi nella stima del costo del capitale", in "La valutazione delle aziende" a cura di Finanza e Valore, n. 11- dicembre 1998, pag. 53

<sup>73</sup> A. Poli, "Il costo del capitale. Teoria della finanza e mercati finanziari", Milano, Etas, 1997, pp.67 e ss.

<sup>74</sup> Le principali variabili suggerite sono: la dimensione dell'impresa, la ciclicità del settore, le prospettive di crescita, il grado di leva operativa, il grado di internazionalizzazione, il grado di diversificazione, il grado di leva finanziaria.

che diventa :

$$\beta_{\text{prospettico}} = \beta_{\text{storico}} \frac{2}{3} + 1 \frac{1}{3}$$

Coerentemente anche la maggiorazione per l'investimento azionario deve essere orientata al futuro, nel senso che "deve esprimere il premio atteso dagli investitori in un orizzonte pari alla durata dei flussi di cassa che devono essere attualizzati"<sup>75</sup>.

Valorizzare il premio su dati storici vuol dire misurare come il mercato azionario nel passato ha reso in relazione ai titoli di stato<sup>76</sup>, diversamente procedere ad una stima prospettica significa prevedere la dinamica futura del sovrarendimento dei titoli azionari rispetto agli investimenti privi di rischio. La prima è una stima ex post, la seconda ex ante.

In questo senso l'idea prevalente nel recente passato che il premio storico potesse essere una buona approssimazione del sua misura attesa non può più essere pacificamente accolta<sup>77</sup> se si pensa al valore, addirittura negativo, assunto dall'extrarendimento calcolato con riferimento ai più vicini orizzonti temporali<sup>78</sup>. Il premio, rappresentando la maggiore remunerazione richiesta dall'investitore per il fatto di scegliere un investimento nel mercato azionario che è chiaramente più rischioso dei titoli di stato, non può in alcun modo essere negativo. Il calcolo su base storica è inoltre ampiamente discrezionale riguardo alla scelta della tipologia di media (aritmetica o geometrica<sup>79</sup>) e dell'arco temporale di riferimento (breve, medio o lungo<sup>80</sup>).

<sup>75</sup> Mario Massari, "Ancora sull'equity risk premium", in "La valutazione delle aziende" a cura di Finanza e Valore , n. 45- giugno 2007, pag. 3

<sup>76</sup> Il calcolo consiste nella differenza tra i rendimenti realizzati da un indice di mercato azionario e da investimenti senza rischio (convenzionalmente rappresentati dai titoli di stato).

<sup>77</sup> Claudia Tamarowski, "Il premio per il rischio: le più recenti riflessioni sull'utilizzo delle serie storiche per stimare il futuro", in "La valutazione delle aziende" a cura di Finanza e Valore , n. 13 – giugno 1999, pag. 47

M. Massari, C. Della Bella, "Le cautele nell'uso dei "premi al rischio" azionari storici alla luce di evidenze internazionali e domestiche", in "La valutazione delle aziende" a cura di Finanza e Valore , n. 20 – marzo 2001, pag. 15

<sup>78</sup> Tra il 2008 e il 2009 la dinamica al ribasso dei mercati finanziari ha sostanzialmente riproposto la problematica dello scoppio della "bolla speculativa".

Si veda tabella 9.5 Extrarendimenti storici dell'indice di borsa statunitense (Guatri, Bini, "La valutazione delle aziende",EGEA, Milano, 2007, pag. 239)

| Extrarendimento calcolato su                        | orizzonti temporali medi e brevi |                                                                             |
|-----------------------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
|                                                     | Numero degli anni di riferimento | Media aritmetica rispetto ai rendimenti dei titoli di stato a lungo termine |
| 1996 - 2003                                         | 7                                | 5,6%                                                                        |
| 2000 - 2003                                         | 3                                | - 9,2%                                                                      |
| Range delle stime a orizzonte temporale medio breve |                                  | -9,2 % - 5,6%                                                               |

<sup>79</sup> L'uso di una media o dell'altra ha un impatto spesso significativo e crescente all'aumentare della variabilità dei rendimenti.

<sup>80</sup> Normalmente la scelta ricade su archi temporali estesi in modo tale che gli effetti positivi e negativi di eventi imprevisi si possano compensare.

La tabella seguente mostra come il premio al rischio cambi al variare dell'arco temporale di riferimento

Tab. 9.5 Extrarendimenti storici dell'indice di borsa statunitense (Guatri, Bini, "La valutazione delle aziende",EGEA, Milano, 2007, pag. 239)

| Extrarendimento su         | orizzonti secolari               |                                                                             |
|----------------------------|----------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
|                            | Numero degli anni di riferimento | Media aritmetica rispetto ai rendimenti dei titoli di stato a lungo termine |
| 1802 - 1998                | 196                              | 4,7%                                                                        |
| 1900 - 2000                | 100                              | 7,0%                                                                        |
| 1926 - 2003                | 77                               | 7,2%                                                                        |
| Range delle stime secolari |                                  | 4,7% - 7,2%                                                                 |

Una soluzione proposta consiste nel correggere il premio storico trasformandolo in prospettico, attraverso opportune rettifiche volte ad eliminare gli effetti di eventi inattesi.

L'alternativa più interessante a livello teorico propone di stimare il premio prospettico procedendo per differenza tra i rendimenti attesi del mercato azionario, ottenuti per estrazione dalle quotazioni correnti dei titoli, e il tasso di rendimento corrente dei titoli di stato<sup>81</sup>.

In ultimo è bene ricordare come mentre ai fini della valutazione aziendale tanto il coefficiente di rischio beta come l'equity risk premium e per conseguenza il tasso di attualizzazione calcolato debbono essere ragionevoli in una logica sostanzialmente di lungo periodo, ai fini del valore recuperabile l'arco temporale di riferimento potrebbe anche essere breve poiché dipende dalla vita attesa residua dell'attività oggetto di impairment.

Inoltre il tasso di attualizzazione, che normalmente è unico, potrebbe, come concettualmente previsto anche dalla teoria del valore, variare qualora sia possibile ipotizzare una modificazione del profilo di rischio associato all'attività lungo la sua attesa vita utile<sup>82</sup>.

### 3.6. Coerenza tra tasso e flusso

Nei paragrafi precedenti sono già stati illustrati i concetti di coerenza tra tasso e flusso riguardo alla gestione finanziaria ed al profilo di rischio; di seguito vengono fatte alcune precisazioni riguardo all'inflazione ed al carico fiscale.

Come specificato nello IAS 36, paragrafo 40, a flussi nominali, che includono l'effetto degli incrementi dei prezzi legati all'inflazione, corrispondono coerentemente tassi nominali; ugualmente a flussi espressi in moneta costante sono associati tassi reali.

Più complesso è il problema legato al carico fiscale: l'appendice A 20 del principio, richiamando il contenuto del paragrafo 55, sottolinea che "quando il criterio utilizzato per stimare il tasso di attualizzazione è al netto degli effetti fiscali, esso è rettificato per riflettere un tasso al lordo delle imposte". Coerentemente i flussi finanziari devono essere espressi al lordo delle imposte.

Per introdurre la problematica deve essere chiarito che l'impatto sul valore recuperabile dei futuri flussi di cassa fiscali riguarda due componenti (BCZ 81):

"a) i futuri flussi di cassa fiscali che risulterebbero da ogni differenza tra il valore fiscale dell'attività (l'importo attribuito ad esso per scopi fiscali) e il suo valore contabile, dopo il riconoscimento di ogni perdita da impairment. Tali differenze sono descritte nello IAS 12 come - differenze temporanee-.

| Extrarendimento su                                  | orizzonti temporali lunghi       |               |
|-----------------------------------------------------|----------------------------------|---------------|
| 1936 - 2003                                         | 67                               | 7,1%          |
| 1946 - 2003                                         | 57                               | 6,9%          |
| 1956 - 2003                                         | 47                               | 5,1%          |
| 1966 - 2003                                         | 37                               | 4,2%          |
| 1976 - 2003                                         | 27                               | 6,2%          |
| 1986 - 2003                                         | 17                               | 6,7%          |
| Range delle stime a orizzonte temporale lungo       |                                  | 4,2% - 7,1%   |
| Extrarendimento calcolato su                        | orizzonti temporali medi e brevi |               |
| 1996 - 2003                                         | 7                                | 5,6%          |
| 2000 - 2003                                         | 3                                | - 9,2%        |
| Range delle stime a orizzonte temporale medio breve |                                  | -9,2 % - 5,6% |

<sup>81</sup> Marcello Esposito e Matteo Gorini, "I premi per il rischio atteso di breve e di lungo periodo: la metodologia di estrazione dei dati correnti di mercato", in "La valutazione delle aziende" a cura di Finanza e Valore, n. 13 - giugno 1999, pag. 94

<sup>82</sup> "L'entità normalmente usa un unico tasso di attualizzazione per la stima del valore di un'attività. Tuttavia, l'entità usa tassi di attualizzazione distinti per esercizi successivi differenti quando il valore d'uso riflette una differenza di rischio per i diversi esercizi o condizioni differenti nella struttura dei tassi di interesse". (IAS 36, A 21)



b) i futuri flussi di cassa fiscali che risulterebbero se il valore fiscale dell'attività fosse uguale al suo valore recuperabile”.

Nel BC 93 lo IASB, nel precisare che già la precedente versione dello IAS 36 prevedeva l'attualizzazione di un flusso ante imposte ad un tasso ante imposte, specifica che l'eventuale decisione di modificare il principio potrebbe essere presa soltanto una volta risolta la questione relativa a quale valenza fiscale attribuire al valore d'uso.

La scelta viene motivata partendo dal presupposto che in teoria “ il valore d'uso dovrebbe comprendere il valore attuale dei futuri flussi di cassa fiscali che risulterebbero se il valore fiscale dell'attività fosse uguale al suo valore d'uso” (BCZ84). L'idea trova fondamento nel concetto di valore d'uso quale grandezza non totalmente specifica per l'impresa, risultato di come un generico soggetto partecipante al mercato prezzerebbe i flussi che il management si aspetta di conseguire dall'uso dell'attività. Il punto di vista è dunque quello di un ipotetico acquirente sul mercato che nell'assegnare il valore ad un'attività implicitamente tiene in considerazione la possibilità di ammortizzarla ai fini fiscali.

D'altra parte la stima secondo tale modalità potrebbe essere gravosa per due motivi:

“a) per evitare un doppio conto, è necessario escludere gli effetti delle differenze temporanee; e

b) il valore d'uso dovrebbe essere determinato attraverso un calcolo iterativo complesso tale per cui lo stesso valore d'uso riflette un valore fiscale pari a quel valore d'uso.

Per tali motivi, lo IASB prevede che le imprese determinino il valore d'uso utilizzando flussi e tassi ante-imposte (pre-tax).” (BCZ84)

Non si può non sottolineare come la scelta sia solo apparentemente risolutiva poiché nel BCZ85 viene poi aggiunto che in teoria il calcolo effettuato con flussi e tassi pre-tax dovrebbe condurre al medesimo risultato ottenuto con flussi e tassi post-tax, nella misura in cui il tasso ante-imposte è rappresentato dal tasso dopo le imposte aggiustato per riflettere la specifica dinamica dei futuri flussi di cassa fiscali.

Per comprendere la complessità della problematica, si propone come può essere formalmente espresso il calcolo iterativo<sup>83</sup>.

Il punto di partenza è la decisione di un ipotetico investitore razionale che, nell'assegnare valore ad un progetto di investimento, attualizza i flussi di cassa che ritiene di poter conseguire in futuro in base ad un tasso adeguato al profilo di rischio associato all'investimento. I flussi sono chiaramente al netto del carico fiscale; la relazione è la seguente:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{FCN_i}{(1+p)^i}$$

$V_0$  = valore dell'investimento al tempo 0

$n$  = numero di anni di durata dell'investimento

$FCN_i$  = flusso di cassa al netto del carico fiscale puntuale annuo (con riferimento all'anno  $i$ -esimo)

$p$  = tasso di attualizzazione dopo le imposte (post-tax)

Come anticipato, secondo lo IAS 36, la stima del valore d'uso deve essere effettuata utilizzando flussi e tassi prima delle imposte, pertanto la relazione illustrata deve essere riformulata nel modo seguente:

---

<sup>83</sup> Andrea Amaduzzi, “La determinazione del valore d'uso ai sensi dello IAS 36: tra contabilità e finanza – 2a parte. Il problema delle imposte”, in “La valutazione delle aziende” a cura di Finanza e Valore, n. 47 – dicembre 2007, pag. 23 e seguenti

Erlend Kvaal, “Topics in accounting for impairment of fixed assets”, A dissertation submitted to BI Norwegian School of Management for the Degree of Dr.Oecon, Series of Dissertations 3/2005, BI Norwegian School of Management Department of Accounting, Auditing and Law

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1+a)^i}$$

dove sia il flusso di cassa (FC) sia il tasso di attualizzazione (a) sono espressi al lordo della tassazione e quindi vale la relazione:

$$FC_i - \text{imposte}_i (\text{tax}_i) = FCN_i$$

D'altra parte il principio internazionale aggiunge che le due modalità di stima, come peraltro è ragionevole che sia, debbono condurre al medesimo risultato; pertanto è possibile scrivere:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{FCN_i}{(1+p)^i} = \sum_{i=1}^n \frac{FC_i - \text{tax}_i}{(1+p)^i} = \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1+a)^i}$$

L'introduzione, a questo punto, del carico fiscale complica il ragionamento.

Ipotizziamo, dapprima per semplicità, che il costo d'acquisto dell'attività non sia fiscalmente deducibile. In questo caso il flusso in uscita per le imposte è facilmente determinabile:

$$\text{Imposte}_i^{84} = \text{tax}_i = FC_i t$$

con  $t$  = aliquota fiscale costante

e il flusso di cassa dopo le imposte diventa:

$$FCN_i = FC_i - \text{tax}_i = FC_i - FC_i t = FC_i (1 - t)$$

Una volta calcolato il valore dell'attività attraverso la seguente relazione

$$V_0^{85} = \sum_{i=1}^n \frac{FC_i (1 - t)}{(1+p)^i}$$

è possibile quantificare il tasso ante-imposte (a) che rappresenta il tasso di attualizzazione che applicato ai flussi pre-tax (FC) permette di giungere allo stesso risultato ottenuto attraverso la stima post-tax.

Ipotizzando diversamente la deducibilità ai fini delle imposte sul reddito del costo dell'attività, il carico fiscale si modifica:

$$\text{Imposte}_i^{86} = \text{tax}_i = (FC_i - \text{ammortamento fiscale}_i) t$$

dove l'ammortamento fiscale è dato dal prodotto tra il costo iniziale dell'attività ( $V_0$ ) e l'aliquota d'ammortamento relativa all'anno  $i$  ( $d_i$ ) e quindi

$$\text{ammortamento fiscale}_i = V_0 d_i$$

---

<sup>84</sup> Le imposte sono pari al reddito imponibile moltiplicato per l'aliquota fiscale  $t$ . Il reddito imponibile in questo caso è pari al flusso di cassa lordo, stante l'ineducibilità del costo dell'attività.

<sup>85</sup> Si ipotizza inoltre che le imposte siano pagabili al termine dell'esercizio a cui si riferiscono.

<sup>86</sup> Le imposte sono ugualmente pari al reddito imponibile moltiplicato per l'aliquota fiscale  $t$ . Il reddito imponibile, in questo secondo caso però, è pari al flusso di cassa lordo decurtato dell'ammortamento fiscale, essendo deducibile il costo dell'attività.

Di conseguenza il flusso di cassa dopo le imposte diventa:

$$FCN_i = FC_i - tax_i = FC_i - (FC_i - V_0 d_i) t = FC_i - FC_i t + V_0 d_i t = (1-t) FC_i + V_0 d_i t$$

Inserendolo nella formula del valore si ottiene:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{(1-t) FC_i + V_0 d_i t}{(1+p)^i}$$

che può essere riespressa nel modo seguente:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{(1-t) FC_i}{(1+p)^i} + V_0 t \sum_{i=1}^n \frac{d_i}{(1+p)^i}$$

A questo punto è possibile calcolare il valore al tempo 0 estraendolo dalla precedente formula

$$V_0 = \frac{1-t}{(1-t \sum_{i=1}^n \frac{d_i}{(1+p)^i})} \cdot \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1+p)^i}$$

e quindi, come nel caso precedente, pervenire al tasso pre-tax (a) da utilizzare per l'attualizzazione dei flussi di cassa lordi d'imposta.

Le relazioni presentate illustrano il concetto di approccio iterativo, di cui parla il principio internazionale, che consiste, in primo luogo, nel calcolare il valore dell'attività secondo un'impostazione post-tax e, successivamente, nel determinare il tasso pre-tax che rappresenta il tasso che utilizzato per attualizzare i flussi di cassa lordi d'imposta permette di pervenire ad un risultato uguale alla stima post-tax.

Quanto illustrato fino ad ora si riferisce al momento di investimento iniziale nell'attività e, pertanto, potrebbe essere di utilità ai fini dell'allocazione del prezzo in una business combination per calcolare il fair value quando, in assenza di un mercato attivo, bisogna ricorrere all'approccio dell'attualizzazione dei flussi di cassa attesi derivanti dall'uso dell'attività.

Ai fini del calcolo del valore d'uso nell'ambito dell'impairment test, è necessario tenere presente che il carico fiscale dell'impresa che detiene l'attività e svolge la verifica di valore è diverso da quello di un ipotetico acquirente sul mercato.

Tornando all'esempio precedente, si ipotizza che l'azienda x, al termine dell'esercizio 1, debba sottoporre a verifica l'attività acquistata al tempo zero corrispondendo il prezzo di  $V_0$ .

Il calcolo passa attraverso la stima del valore post-tax per poi determinare il tasso pre-tax (approccio iterativo).

Premesso che i flussi di cassa lordi di imposta devono essere depurati del carico fiscale, si tratta di stabilire se il prelievo fiscale debba riferirsi all'azienda x che effettua la verifica (ipotesi a) o ad un ipotetico acquirente y nel mercato (ipotesi b); la scelta conduce evidentemente a risultati differenti.

### Ipotesi a

L'ammortamento fiscalmente deducibile si ottiene moltiplicando l'aliquota d per il costo sostenuto al momento dell'investimento  $V_0$ ; una volta determinato il flusso di cassa netto

$$FCN_i = FC_i - tax_i = FC_i - (FC_i - V_0 d_i) t$$

è possibile calcolare il valore d'uso dell'attività secondo la seguente relazione

$$V_{1,x} = \sum_{i=2}^n \frac{FC_i - (FC_i - V_0 d_i) t}{(1+p)^{i-1}}$$

e successivamente determinare il tasso pre-tax.

### Ipotesi b

In questo caso la stima del valore d'uso e quindi del tasso ante-imposte viene effettuata considerando il punto di vista di un potenziale investitore sul mercato che nell'attribuire il valore all'attività tiene in considerazione il beneficio fiscale conseguente alla deducibilità del costo da sostenere per il suo acquisto.

Il flusso di cassa netto può quindi essere scritto come segue:

$$FCN_i = FC_i - tax_i = FC_i - (FC_i - V_{1,y} d_{i-1}) t$$

e il valore d'uso diventa:

$$V_{1,y} = \sum_{i=2}^n \frac{FC_i - (FC_i - V_{1,y} d_{i-1}) t}{(1+p)^{i-1}}$$

Una volta calcolato il valore d'uso secondo la logica post-tax, utilizzando sostanzialmente un'impostazione analoga a quella descritta per  $V_0$ , e precisamente:

$$V_{1,y} = \frac{1-t}{(1-t \sum_{i=2}^n \frac{d_{i-1}}{(1+p)^{i-1}})} \cdot \sum_{i=2}^n \frac{FC_i}{(1+p)^{i-1}}$$

si quantifica il tasso pre-tax.

Un'interpretazione letterale del principio internazionale porterebbe a scegliere la seconda impostazione in quanto meglio rappresentativa di un prezzo che si forma nel mercato, diversamente dalla prima che invece esprime un valore entity-specific, essendo il carico fiscale strettamente legato al costo sostenuto dall'azienda specifica in sede di investimento iniziale.

D'altra parte non ci si può non domandare perché se il valore d'uso di un'attività rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa che l'azienda proprietaria (x) sarà in grado di conseguire nel futuro dall'utilizzo della stessa, sia da preferire la scelta di includere nel valore i futuri oneri fiscali di un altro soggetto, l'ipotetico partecipante al mercato (y), il cui piano d'ammortamento potrebbe anche divergere da quello dell'azienda specifica.

Quest'ultima considerazione mette in luce la natura fortemente soggettiva del valore determinato seguendo la seconda impostazione.

Come visto la previsione di assumere flussi e tassi ante-imposte di fatto non può considerarsi risolutiva ma è comunque da apprezzarsi poiché, nell'attesa della definizione della valenza fiscale attribuibile al valore d'uso, risultano ammesse differenti impostazioni.

Una modalità suggerita per stimare il tasso pre-tax in modo semplificato consiste nel dividere il tasso post-tax per (1-t), ottenendo

$$\text{WACC (lordo)} = \frac{\text{WACC (netto)}}{1-t}$$

Le formule illustrate in precedenza evidenziano come sia difficile che il tasso pre-tax possa essere espresso dalla relazione descritta.

Un caso in cui sembra corretto far uso della modalità semplificata è quello di un'attività, avente vita attesa indeterminata, il cui costo non è fiscalmente deducibile.

Ritornando alle due ipotesi a) e b), si nota che l'indeducibilità fiscale del costo sostenuto per l'acquisto dell'attività (d=0) le rende sostanzialmente equivalenti:

#### Ipotesi a

La formula del valore d'uso diventa:

$$V_{1,x} = \sum_{i=2}^n \frac{FC_i - FC_i \cdot t}{(1+p)^{i-1}}$$

che può essere scritta:

$$V_{1,x} = \sum_{i=2}^n \frac{(1-t) FC_i}{(1+p)^{i-1}}$$

oppure:

$$V_{1,x} = \frac{(1-t)}{1} \cdot \sum_{i=2}^n \frac{FC_i}{(1+p)^{i-1}}$$

#### Ipotesi b

La formula si modifica:

$$V_{1,y} = \frac{(1-t)}{1} \cdot \sum_{i=2}^n \frac{FC_i}{(1+p)^{i-1}}$$

La formula è quindi unica sia che si prenda a riferimento la posizione della specifica impresa sia che si consideri il punto di vista dell'ipotetico partecipante al mercato.

Se si introduce l'ulteriore condizione di vita indeterminata dell'attività (n tendente all'infinito) e i flussi di cassa futuri sono stimati costanti, la formula del valore d'uso si esprime attraverso il valore attuale di una rendita illimitata nel tempo e diventa:

$$V_1 = \frac{(1-t)}{1} \cdot \frac{FC}{p}$$

che si trasforma, ponendo il tasso post-tax (p) pari a WACC (netto), in:

$$V_1 = \frac{FC (1 - t)}{WACC \text{ (netto)}}$$

e quindi:

$$V_1 = \frac{FC}{1} \frac{(1 - t)}{WACC \text{ (netto)}}$$

che si può anche scrivere:

$$V_1 = \frac{\frac{FC}{WACC \text{ (netto)}}}{(1 - t)} = \frac{FC}{WACC \text{ (lordo)}}$$

Seppure semplificata, l'impostazione illustrata rappresenta la soluzione più seguita nella prassi professionale.

## Conclusioni

Il presente lavoro ha cercato di mettere in evidenza la complessità e la conseguente soggettività che contraddistinguono il valore recuperabile calcolato ai fini dell'impairment test e quindi della redazione del bilancio annuale per le società che applicano i principi contabili internazionali. Le scelte che il redattore di bilancio deve compiere sono molteplici, alcune assimilabili a quelle di un esperto valutatore chiamato a stimare una realtà aziendale, altre specifiche della verifica annuale; tutte sono ugualmente complesse e presuppongono una notevole capacità di raccolta delle informazioni e di elaborazione delle stesse affinché la stima dell'attività o CGU possa definirsi attendibile.

Mentre in una valutazione aziendale la discrezionalità rappresenta una componente imprescindibile di cui qualunque soggetto, anche esterno, ha, quantomeno inconsciamente, consapevolezza, nell'ambito della redazione del bilancio tale elemento deve essere ben chiarito ai fruitori dei documenti annuali che potrebbero essere tratti in inganno dall'evidenziazione in conto economico di perdite da impairment o di ricavi da ripristino di valore.

Sebbene anche nella normativa italiana sia, infatti, da tempo, presente il concetto di recuperabilità del valore, per cui "i costi possono essere sospesi e registrati tra le attività se si può ragionevolmente prevedere, sulla base degli elementi disponibili, che tali costi verranno recuperati tramite l'uso o la vendita dei beni o servizi cui essi si riferiscono"<sup>87</sup>, l'operatore italiano non è avvezzo alle svalutazioni, previste soltanto in caso di perdita di valore avente carattere duraturo<sup>88</sup>. In tal caso debbono sussistere obiettive condizioni di irrecuperabilità del valore e la svalutazione deve emergere da uno studio supportato da elementi oggettivi.

Ugualmente il ripristino totale o parziale del valore, seppure previsto, nel caso in cui siano venuti meno i motivi della svalutazione, ha trovato negli anni di rado concreta applicazione.

A ciò deve essere aggiunto il fatto che la caratteristica della rarità delle operazioni di svalutazione ha creato un vuoto nel nostro ordinamento sulla modalità di determinazione del valore recuperabile, lasciando agli esperti ampio spazio su praticamente tutti gli aspetti analizzati nel lavoro dei quali si è sottolineata la rilevanza: la previsione dei flussi attesi derivanti dall'attività e la stima dell'adeguato tasso di attualizzazione.

La naturale conseguenza è una positiva corsa in questi ultimi anni al recupero del tempo perduto, in cui è bene tenere presente che la scelta dei principi internazionali di non limitare la svalutazione all'ipotesi di durevolezza della perdita di valore rende il risultato di bilancio fortemente volatile oltre che discrezionale, in quanto frutto di un'opinione sulla futura performance dell'azienda.

---

<sup>87</sup> Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e Consiglio Nazionale dei Ragionieri, "Le immobilizzazioni materiali", Principio Contabile n.16, marzo 1996, Giuffrè Editore, pag. 49, modificato nel luglio 2005 dall'OIC – Organismo Italiano di Contabilità – in relazione alla riforma del diritto societario.

<sup>88</sup> "Il documento IAS 36 richiede che l'impresa, ad ogni data di riferimento del bilancio, valuti se esistono sintomi di riduzione di valore (la traduzione ufficiale italiana parla di "riduzione *durevole* di valore" ma, come si è rilevato, lo IAS 36 prescinde dalla transitorietà o durevolezza della perdita; per cui quando si accerta la sua esistenza, questa deve essere *sempre* contabilizzata)". Commissione per i Principi Contabili, GUIDA ALL'APPLICAZIONE DELL'IMPAIRMENT TEST DELLO IAS 36 (Determinazione delle perdite di valore delle immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie), febbraio 2006

## Bibliografia

- Antonio Amaduzzi, "Economia aziendale", Cacucci Editore – Bari, 1998
- Andrea Amaduzzi, "La determinazione del valore d'uso ai sensi dello IAS 36: tra contabilità e finanza – 1a parte.", in "La valutazione delle aziende" a cura di Finanza e Valore , n. 46 – settembre 2007
- Andrea Amaduzzi, "La determinazione del valore d'uso ai sensi dello IAS 36: tra contabilità e finanza – 2a parte. Il problema delle imposte", in "La valutazione delle aziende" a cura di Finanza e Valore , n. 47 – dicembre 2007
- Basis for Conclusions che accompagnano la pubblicazione dello IAS 36
- Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e Consiglio Nazionale dei Ragionieri, "Le immobilizzazioni materiali", Principio Contabile n.16, marzo 1996, Giuffrè Editore, modificato nel luglio 2005 dall'OIC – Organismo Italiano di Contabilità – in relazione alla riforma del diritto societario.
- Commissione per i Principi Contabili, Guida all'applicazione dell'impairment test dello IAS 36 (Determinazione delle perdite di valore delle immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie), febbraio 2006
- Erlend Kvaal, "Topics in accounting for impairment of fixed assets", A dissertation submitted to BI Norwegian School of Management for the Degree of Dr.Oecon, Series of Dissertations 3/2005, BI Norwegian School of Management Department of Accounting, Auditing and Law
- Marcello Esposito e Matteo Gorini, "I premi per il rischio atteso di breve e di lungo periodo: la metodologia di estrazione dei dati correnti di mercato", in "La valutazione delle aziende" a cura di Finanza e Valore , n. 13 – giugno 1999
- Luigi Guatri, "Trattato sulla valutazione delle aziende", EGEA, Milano, 1998
- Guatri, Bini, "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", Università Bocconi Editore, EGEA, Milano, 2005
- Guatri Bini "La valutazione delle aziende" EGEA - Milano, 2007
- Giorgio Guatri e Marco Villani, "La valutazione degli intangibili secondo la guida dell'IVSC: alla vana ricerca di standards?" in "La Valutazione delle aziende" cura di Finanza e Valore , n. 46 – settembre 2007
- Mario Massari, "Finanza aziendale Valutazione", McGraw-Hill, 1998
- Mario Massari, "Ancora sull'equity risk premium", in "La valutazione delle aziende" a cura di Finanza e Valore , n. 45- giugno 2007
- M. Massari, C. Della Bella, "Le cautele nell'uso dei "premi al rischio" azionari storici alla luce di evidenze internazionali e domestiche", in "La valutazione delle aziende" a cura di Finanza e Valore , n. 20 – marzo 2001
- OIC – Organismo Italiano di Contabilità – "Applicazioni IAS/IFRS - Impairment e avviamento- Applicazione 1" – Bozza per la consultazione – Febbraio 2009
- A. Poli, "Il costo del capitale. Teoria della finanza e mercati finanziari", Milano, Etas, 1997
- F. Reggiani, "Le rettifiche ai beta grezzi nella stima del costo del capitale", in "La valutazione delle aziende" a cura di Finanza e Valore, n. 11- dicembre 1998
- S. Ross, R. Westerfield, F. Jaffe, "Finanza aziendale", Il Mulino, Bologna 1997
- Angelo Renoldi, "Valore dell'impresa creazione di valore e struttura del capitale", EGEA, Milano, 1997
- Claudia Rossi, "Valutazioni di bilancio secondo i principi contabili internazionali", Isedi, Novara, 2007
- Claudia Tamarowski, "Il premio per il rischio: le più recenti riflessioni sull'utilizzo delle serie storiche per stimare il futuro", in "La valutazione delle aziende" a cura di Finanza e Valore , n. 13 – giugno 1999



I Codici di Contabilità Finanza e Controllo, “Principi Contabili Internazionali – Testo completo e integrato dei Principi Contabili IAS/IFRS e Interpretazioni SIC/IFRIC secondo i Regolamenti (CE)”, Il Sole 24 ORE spa, Milano 2006