



Discussion paper n. 2/2021

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

16 marzo 2021

Sommario

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

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

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

1. PREMESSA

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

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

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

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

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

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

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

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

2. LINEE GUIDA

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

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

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

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

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

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

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

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

- a) *sale or termination of a line of business,*
- b) *the closure of business locations in a country or region or the relocation of business activities from one country or region to another;*
- c) *changes in management structure, for example, eliminating a layer of management; and;*
- d) *fundamental reorganizations that have a material effect on the nature and focus of the entity's operations.*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ALLEGATO: IL RAZIONALE SOTTOSTANTE ALLE LINEE GUIDA (*BASIS FOR CONCLUSION*)

Introduzione

La stima di valore recuperabile ai fini IAS/IFRS richiede competenze specialistiche adeguate sia nel campo della valutazione (di azienda e di attività intangibili e di attività materiali), sia contabili. Ai sensi dei PIV l'esperto non dovrebbe accettare un incarico valutativo per il quale non disponga delle necessarie competenze¹. Per questo motivo il presente documento si rivolge ad un pubblico di esperti e si limita ad affrontare le problematiche di impostazione del *test di impairment* senza entrare nel dettaglio delle tecniche. A solo titolo di esempio, il documento non spiega come debba essere svolta un'analisi Montecarlo o un'analisi di regressione per la stima del rating sintetico di un emittente, sulla base del presupposto che si tratti di nozioni di base già a conoscenza dell'esperto con competenze specialistiche adeguate. Il documento si sofferma invece sugli elementi di impostazione delle analisi.

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

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

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

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

- 1) La capacità di identificare appropriatamente il problema valutativo;
- 2) La conoscenza e l'esperienza per svolgere l'incarico in forma competente;
- 3) La conoscenza delle leggi o dei regolamenti o dei principi contabili che si applicano nella specifica valutazione.

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

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

- ad evitarle. Con la conseguente propensione del management ad esaltare i fattori positivi a spese di fattori negativi o viceversa.
 - ad accrescerle. Quando il management si convince di non poter evitare le *impairment loss* può essere indotto ad accrescerne la misura, così da limitare il rischio di *impairment loss* negli esercizi successivi.
- 4) l'esperto deve assumere un atteggiamento professionalmente critico nei confronti dell'informazione fornita dal management, senza tuttavia coltivare la presunzione che si tratti di informazione distorta. Ciò comporta l'esigenza di richiedere adeguati riscontri a supporto delle variabili chiave. Dal processo valutativo deve emergere come l'esperto ha "sfidato" l'informazione di fonte manageriale e quale grado di affidabilità e ragionevolezza attribuisce a tale informazione;
 - 5) le valutazioni a fini di *impairment* debbono fondarsi in un contesto di crisi su una base informativa il più possibile completa. E' opportuno che l'esperto si faccia rilasciare dal management una *representation letter* nella quale è dichiarato che nessuna informazione rilevante fra quelle fornite all'esperto è stata omessa;
 - 6) le valutazioni in un contesto di incertezza valutativa richiedono all'esperto un impegno ed uno sforzo maggiore in termini di estensione dell'analisi e di livello di documentazione rispetto alle valutazioni in contesti ordinari, impegno subordinato al rispetto di un principio di proporzionalità (minore era la differenza fra valore recuperabile e valore contabile pre-crisi, maggiore è lo sforzo richiesto);
 - 7) l'esperto è chiamato ad uno sforzo maggiore anche in fase di verifica della ragionevolezza delle stime ottenute, tenuto conto degli specifici fatti e circostanze che possono limitare tali verifiche, quali: asimmetria di informazione fra impresa e mercato, inadeguata copertura da parte di analisti finanziari, ecc.;
 - 8) le valutazioni a fini di *impairment* debbono fondarsi su piani finanziari sostenibili. Benché le valutazioni a fini di *impairment test* siano *asset side* (fondate sui flussi di cassa *unlevered*) ed il principio contabile (IAS 36) richieda di prescindere nella stima del costo del capitale dalla specifica modalità con cui si è finanziata l'attività o la CGU o l'entità, ciò non significa che si possa utilizzare per la stima del valore d'uso un piano che non sia finanziariamente sostenibile dalla specifica entità che possiede l'attività (o la CGU);
 - 9) stabilire che il valore recuperabile di un'attività o di una CGU o dell'entità nel suo complesso è superiore al suo valore contabile, in un contesto di elevata incertezza, equivale ad affermare che è più probabile che no che il valore recuperabile sia superiore al valore contabile. L'esperto dovrebbe chiarire questo concetto nella sua relazione evitando di creare una errata percezione di precisione nella stima;
 - 10) la responsabilità del risultato del *test* di *impairment* ricade sugli amministratori della società. Per queste ragioni la valutazione deve illustrare adeguatamente in forma chiara ad amministratori non esperti le cause dell'incertezza valutativa, gli effetti sull'impianto valutativo ed i rimedi adottati per ridurre tale incertezza, dati gli specifici fatti e circostanze. E' importante che l'esperto dia piena *disclosure*:
 - del mandato ricevuto e dei contenuti del proprio incarico (indicando ad esempio se l'incarico ha riguardato anche la definizione delle CGU o meno, la stima del valore contabile coerente con la stima di valore recuperabile dell'attività o del gruppo di attività, ecc.);
 - della procedura di *impairment* adottata dall'entità ed i gradi di libertà che tale procedura ha lasciato all'esperto;
 - della/e configurazione/i di valore stimate (valore d'uso e/o *fair value*);

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

10. principio della adozione di principi di valutazione generalmente accettati. La recente sentenza della Corte di Cassazione Sezioni Unite Penali in tema di falso valutativo² fa riferimento a principi di valutazione generalmente accettati, dai quali non ci si dovrebbe discostare in modo consapevole. Ciò presuppone che le valutazioni a fini di impairment test non si limitino a rispettare il dettato dei principi contabili (i quali come è ben noto sono principle based e lasciano, dunque, ampi spazi di soggettività in sede valutativa), ma adottino esplicitamente anche dei principi di valutazione (così da garantire un allineamento delle stime a standard condivisi). I principi di valutazione di riferimento possono essere sia gli IVS (International Valuation Standards) 2020 sia i PIV (Principi Italiani di Valutazione) 2015, in quanto i due sistemi di principi adottano il medesimo schema concettuale (conceptual framework) di riferimento;

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

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

Parte prima: Gli elementi di contesto

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- *Assessment of the impact of COVID-19 on the historical financial information and non-financial information, including future outlook, which comprise the company’s current financial and operating situation, and how its operations and financial condition may change in the near and longer-term;*
- *Going concern assessments, including management’s plans to mitigate the uncertainty;*
- *Significant judgements and estimates regarding:*
 - *Assessment of goodwill and other nonfinancial assets for impairment*
 - *Fair value measurements using significant unobservable inputs*
 - *Impairment of financial assets including application of accounting for Expected Credit Loss;⁴*
- *Forward looking information may be needed in these areas to project future cash flow or earnings scenario analysis, an important tool in an environment of heightened uncertainty, might be relevant in projecting future cash flows; and*
- *Subsequent events”.*

2. Le caratteristiche della crisi

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

⁴ Bollettino n. 3/2020 del 14 maggio 2020.

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

⁶ Analisi congiunturale, Centro Studi di Confindustria, maggio 2020.

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

Le recenti previsioni di Banca d'Italia⁷, in ragione della graduale riapertura di un elevato numero di attività produttive dopo il lockdown, stimano che il PIL in Italia cadrebbe del 9,2% nella media di quest'anno per poi espandersi del 4,8% nel 2021.

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

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

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

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

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

2.2 L'incertezza economica determinata dalla pandemia sui mercati internazionali

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3. I settori più esposti

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

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

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

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

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

La società di rating S&P ha pubblicato il 27 maggio 2020⁹ per 25 settori di attività la percentuale di emittenti che hanno subito un *downgrade* (in termini di riduzione di uno o più *notch*, oppure di *creditwatch* con implicazioni negative oppure di *outlook* negativo) a causa della crisi indotta dal Covid 19 e della caduta del prezzo del petrolio. Dall'inizio della crisi S&P ha preso 1738 azioni di *downgrade* (di cui 471 nell'area EMEA). Il Grafico 1 seguente mostra che per 12 settori la frequenza di *downgrade* è stata pari o superiore al 40%. I settori più colpiti sono (in ordine decrescente):

- Automotive;
- Trasporti
- Beni d'investimento
- Media e intrattenimento
- Retail
- Energia
- Prodotti di consumo;
- Banche
- Alberghiero
- Intermediari finanziari non bancari
- Real Estate
- Chimico

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

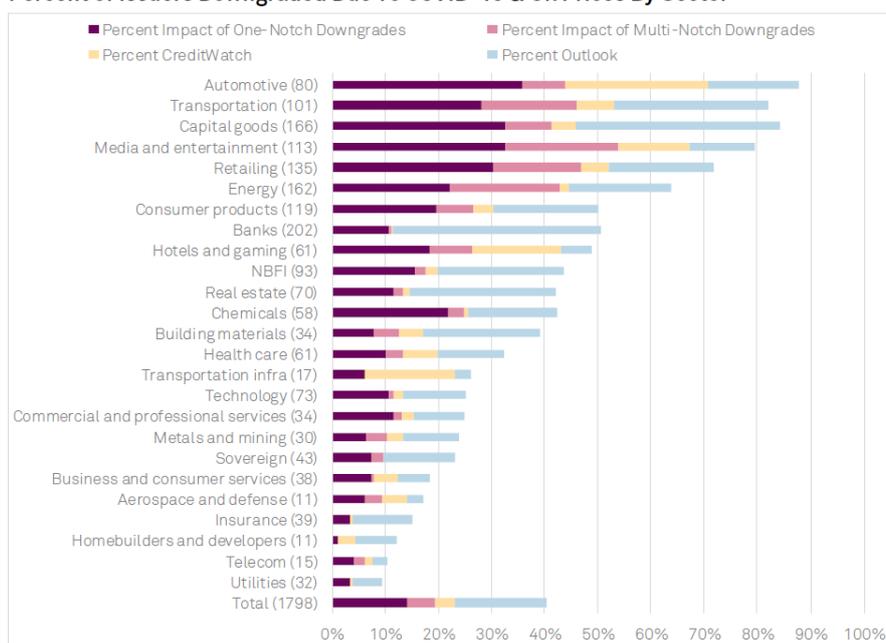
In questo contesto, l'unico settore in controtendenza risulta essere quello farmaceutico, in crescita attesa del 4,2% nel 2020, mentre altri settori economici sono caratterizzati da prospettive all'insegna di una flessione, che si ritiene moderata per il *food&beverage* (-4,4%) e largo consumo (-10,1%)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

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

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

Grafico 1

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



Fonte S&P

2

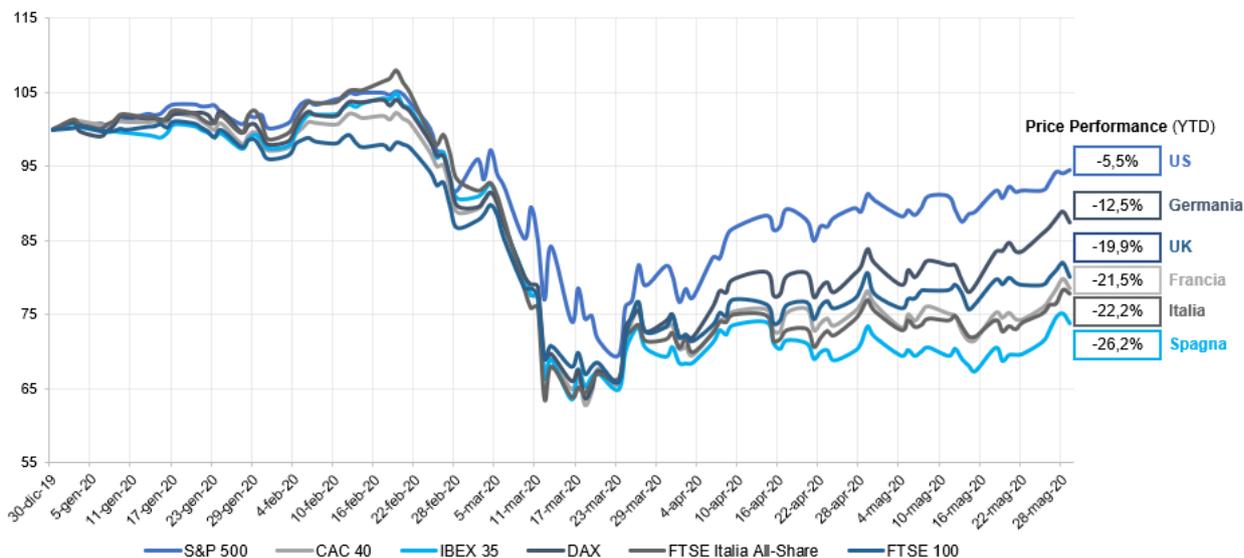
4. Come hanno reagito i mercati finanziari?

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

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

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

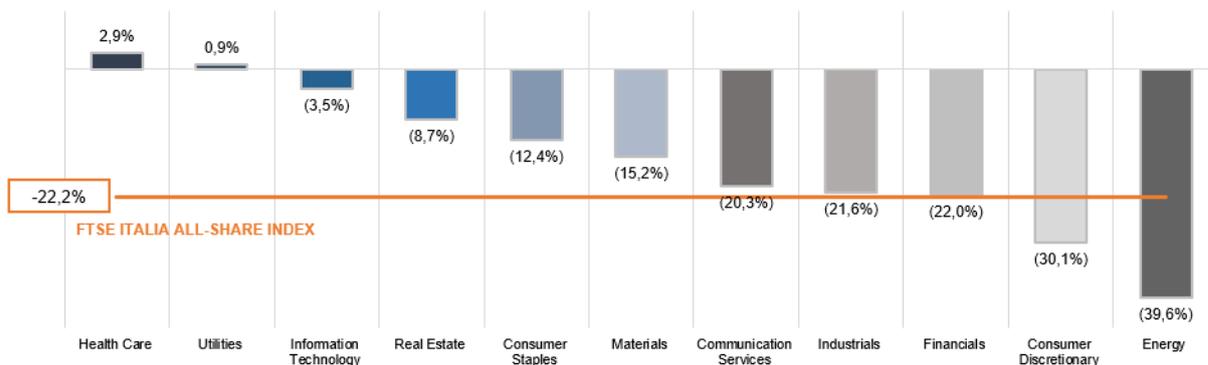
Base 100 al 30 dicembre 2019, fonte: S&P Capital IQ Platform



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

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

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



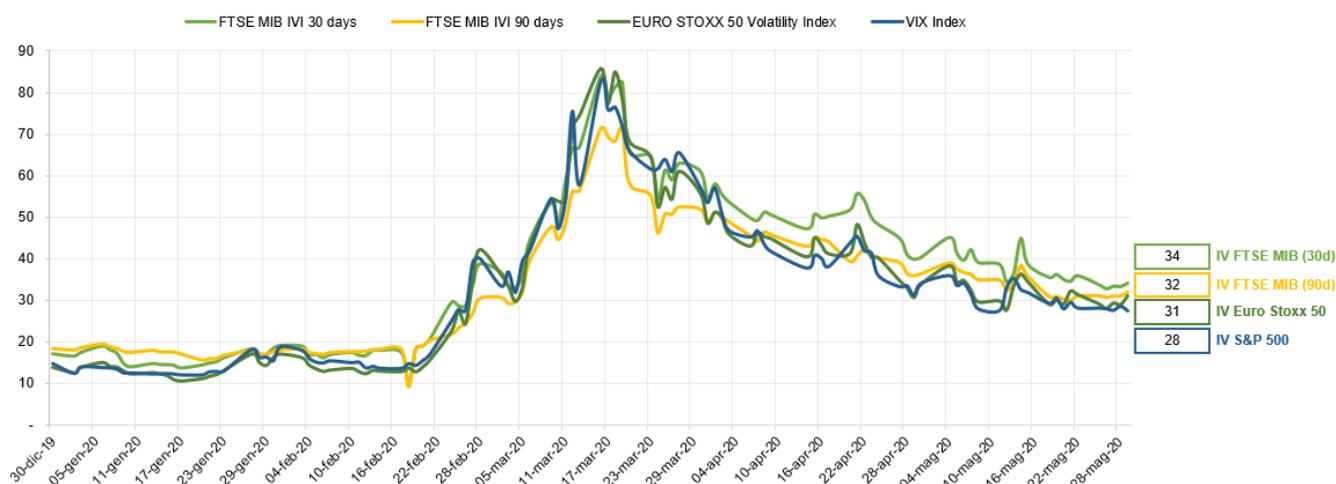
Si è indicato che i listini azionari hanno registrato recuperi dopo i minimi registrati nel mese di marzo. A tal proposito è interessante evidenziare che nei due mesi successivi alle rilevazioni minime osservate (comprese tra il 12 ed il 23 marzo), gli indici azionari sopra menzionati hanno registrato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

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

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

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

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

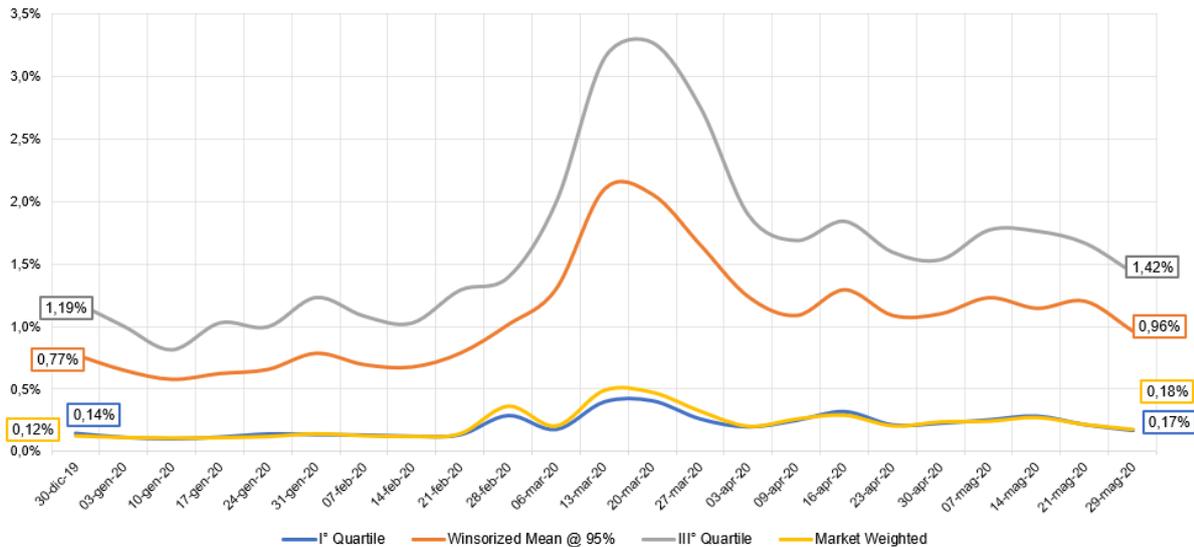


Con l’acuirsi della crisi sanitaria ed economica il mercato azionario domestico ha mostrato ridotta liquidità. Il Grafico 5 analizza l’evoluzione della liquidità del FTSE Italia All-Share sulla base di un indicatore di natura “fondamentale”, quale il *bid-ask spread*, dal 30 dicembre 2019 al 29 maggio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

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

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

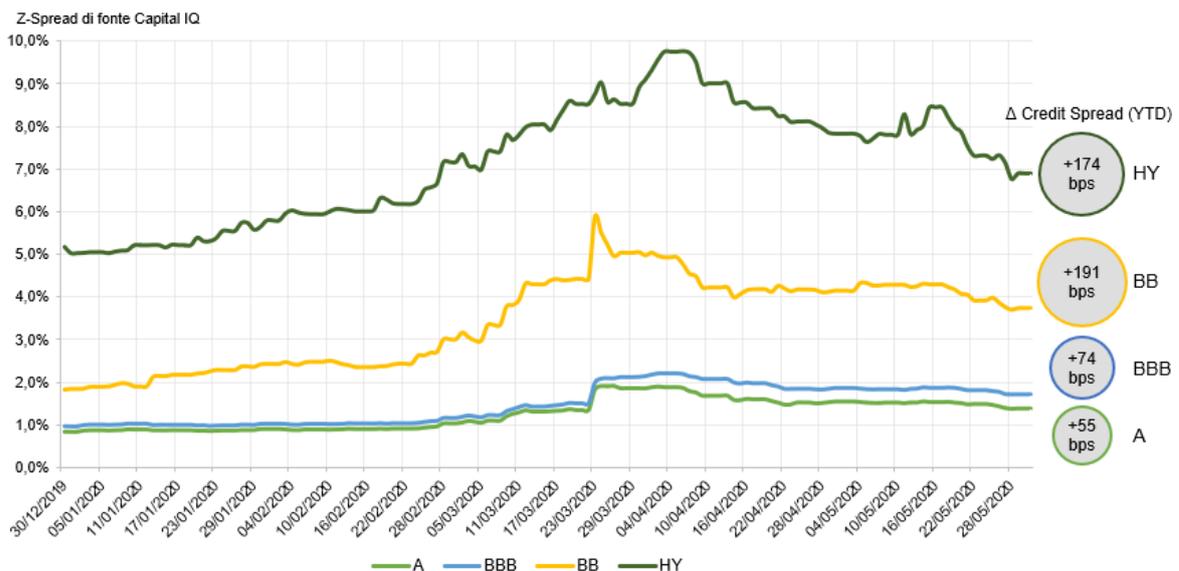
fonte: S&P Capital IQ Platform, Market Weighted corrisponde al bid-ask medio ponderato del FTSE Italia All-Share, con pesi assunti pari alle market caps relative dei constituents



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

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

Fonte: S&P Capital IQ Platform, orizzonte temporale delle osservazioni: 30 dicembre 2019 – 29 maggio 2020, valuta: Euro



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

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

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

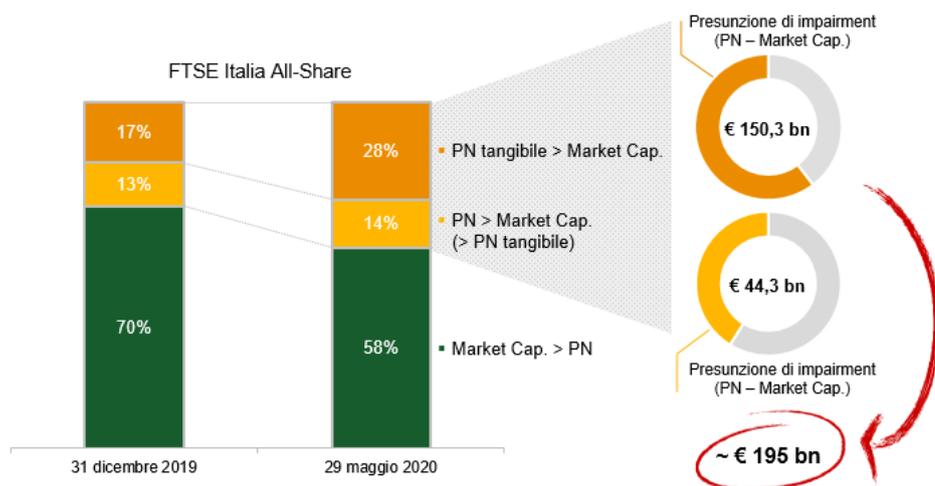
Grafico 7: Prezzi di Mercato e Valori di Bilancio per le società italiane

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

Note

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Le principali ragioni alla base della revisione della procedura consistono:

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

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

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

- non è chiaro come l'incertezza influenzerà i comportamenti di fornitori, clienti e concorrenti;
- non è facilmente identificabile una chiara evoluzione di scenario;
- non sono note le azioni dei concorrenti;
- esistono rischi di dipendenza da clienti/fornitori/istituti di credito;
- l'impresa è stata colpita dalla crisi in una fase in cui sta realizzando un piano di investimenti;
- l'analisi di *sensitivity* di poche variabili è inadeguata ad esprimere l'esposizione al rischio, perché presuppone una costanza delle altre variabili che non cattura l'effetto di portafoglio complessivo;
- non esistono transazioni comparabili che possano essere assunte a riferimento per il *fair value*, in quanto le poche transazioni riguardano soggetti costretti a vendere;
- la particolare natura della crisi (crisi da offerta) è destinata a manifestare effetti più intensi nel breve termine che non nel lungo termine;
- i drivers di valore del business possono essere diversi;

b) Informazioni limitate. Possono riguardare:

- l'assenza di previsioni macroeconomiche di lungo termine (oltre il 2021);
- l'assenza di un piano discusso con i responsabili delle aree/funzioni che debbono assicurare il raggiungimento degli obiettivi (piano top-down, senza supporti bottom-up, costruito sulla base di logiche estrapolative e/o di mera elasticità alle variabili macro) ;
- l'assenza di un piano pluriennale *tout court* e formulazione solo di un budget o di un semplice riaggiornamento del budget ante Covid;
- la disponibilità di sole proiezioni di conto economico di sintesi, senza gli sviluppi patrimoniali e la dinamica delle fonti e degli impieghi;
- l'indisponibilità al confronto dei responsabili delle funzioni chiave, in quanto impegnati nelle emergenze operative;
- l'assenza di adeguati supporti (in quanto le evidenze storiche non sono utili) relativamente alle variabili chiave del piano

c) Presunzioni di *impairment* relative ad attività generalmente escluse dalla procedura di *impairment*. Possono riguardare l'assenza di riferimenti nella procedura di *impairment* annuale delle verifiche da compiere relativamente alle attività a vita definita o alle partecipazioni non consolidate. In particolare:

- le categorie di attività intangibili a vita definita (brevetti, tecnologia, *customer list*, trademark, ecc.) per le quali occorrerebbe verificare ad ogni chiusura di bilancio la vita utile residua e i fattori di presunzione di *impairment*;
- le attività immobilizzate materiali per le quali siano previste destinazioni d'uso differenti, o utilizzi a capacità ridotta, ecc.
- le partecipazioni valutate al costo o con il metodo del patrimonio netto.

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

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

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

Questa fase si compone di tre principali attività:

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

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

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

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

1. Fase della definizione della procedura di impairment.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Parte seconda: i vincoli degli IAS/IFRS

6. I vincoli alla stima del valore d'uso

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Il tasso viene approssimato a "il tasso implicito utilizzato per attività similari nelle contrattazioni correntemente presenti nel mercato o 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

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

7. I vincoli alla stima del *fair value*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

8. *L'imPAIRment test dell'avviamento (di primo e secondo livello)*

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

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

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

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

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

Effetti sulla riorganizzazione delle CGU

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

L'impianto generale dell'impairment test delle altre attività

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

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

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

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

Il valore recuperabile delle attività diverse dall'avviamento

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Disclosure relativa all'impairment test delle altre attività

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

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

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

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

Parte terza: L'analisi fondamentale

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

10.1. Le crisi globali a partire dagli anni'70

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

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

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

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

Un secondo "*shock petrolifero*" si manifestò poi nel 1980, in seguito alla rivoluzione iraniana.

In entrambi i casi si trattò di crisi "da offerta", causate peraltro da restrizioni relative ad un fattore strategico: il petrolio.

- 2) La lunga espansione del periodo 1983-1990 fu interrotta nel 1992 dall'uscita della lira italiana (e della sterlina britannica) dal serpente monetario europeo, accompagnata da una pesante svalutazione, che generò conseguenze diffuse. Il forte innalzamento dei tassi bancari (in Italia fu superato il 17%) mise in difficoltà tutti i grandi prenditori di credito. Sul piano generale la crisi condusse a importanti ristrutturazioni per la ricerca della competitività, in un quadro caratterizzato da una crescente globalizzazione.
- 3) Nel 2000-2001 lo scoppio della bolla speculativa delle "*Dot-Com*", inizialmente di natura finanziaria, ebbe in seguito effetti anche sull'economia reale. In Europa, dopo l'introduzione dell'euro si verificò un aumento dei prezzi accompagnato da un ristagno della produttività. Il fenomeno fu più sensibile in Italia, ove produsse una perdita di competitività nei confronti della Germania e di altri paesi, che determinò l'esigenza di operare altre ristrutturazioni.
- 4) Nel 2007-2008 l'alto costo delle materie prime e lo scoppio della bolla speculativa immobiliare negli Stati Uniti causarono una crisi con effetti sia finanziari (caduta delle borse e dissesti bancari) sia reali (caduta delle esportazioni e degli investimenti; recessione globale). Dopo una temporanea ripresa, nel 2010, in alcuni Paesi europei, tra cui l'Italia,

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

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

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

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

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

10.2 I tipici momenti della risposta delle imprese

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- 2) il miglioramento delle qualità, intesa come conformità allo standard desiderato; l'obiettivo può essere raggiunto ad esempio rivedendo gli *input* immessi nel processo (come gli acquisti), rafforzando i controlli al momento dell'immissione, individuando ed eliminando ogni causa di difformità nell'esecuzione;
- 3) il miglioramento dei tempi di risposta, ad esempio riducendo le fasi dei processi e la consistenza di quanto è in corso di trattamento (come le rimanenze in fase di lavorazione).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

11. L'esigenza di un approccio olistico

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

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

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

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

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

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

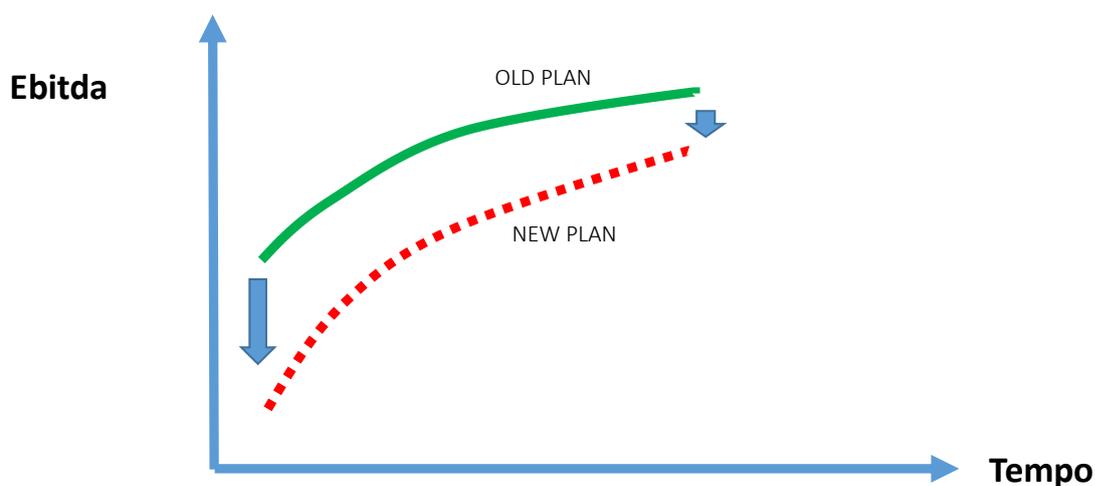
L'*impairment test* non è un esercizio di previsione del futuro, ma la verifica se è più probabile che no che il valore recuperabile delle attività (o delle CGU) da *testare* sia superiore al suo valore contabile. Ciò sulla base della migliore informazione a disposizione e attribuendo maggiore peso all'informazione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

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

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

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

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

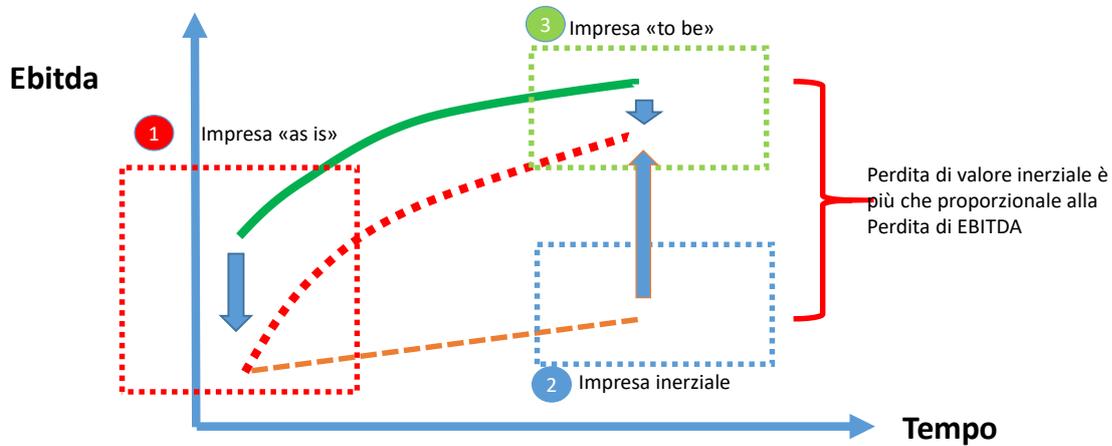


Il management dell'impresa nel formulare il nuovo piano ha adottato un approccio per fasi che ha visto dapprima la proiezione dei risultati sulla base di una logica estrapolativa e successivamente ha individuato le azioni ed i rimedi adottabili per migliorare le performance attese da semplice sviluppo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

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

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

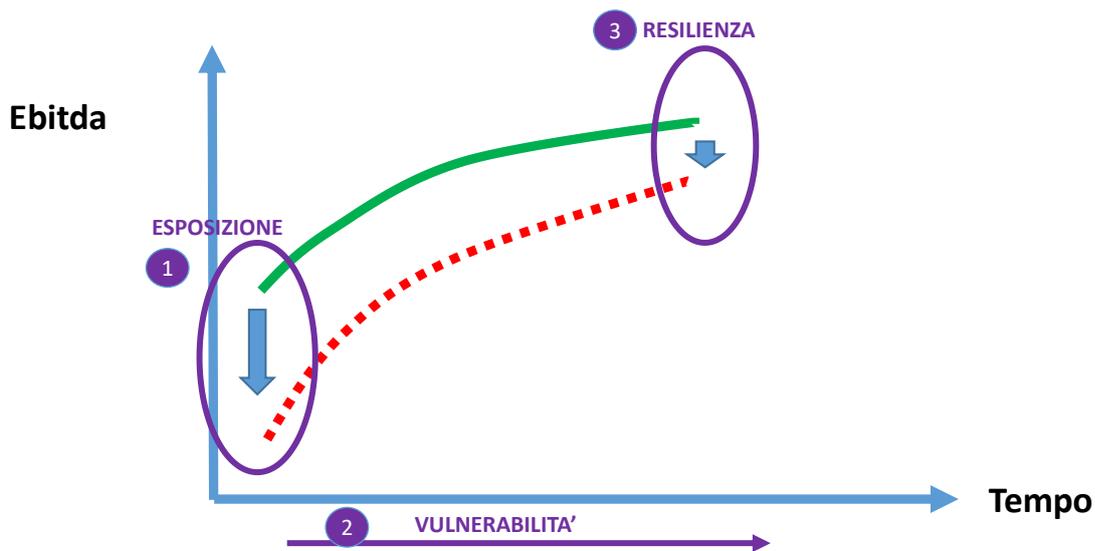
Grafico 9. Lo sviluppo delle previsioni e le tre condizioni d'impresa (as is, inerziale e to be)



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

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

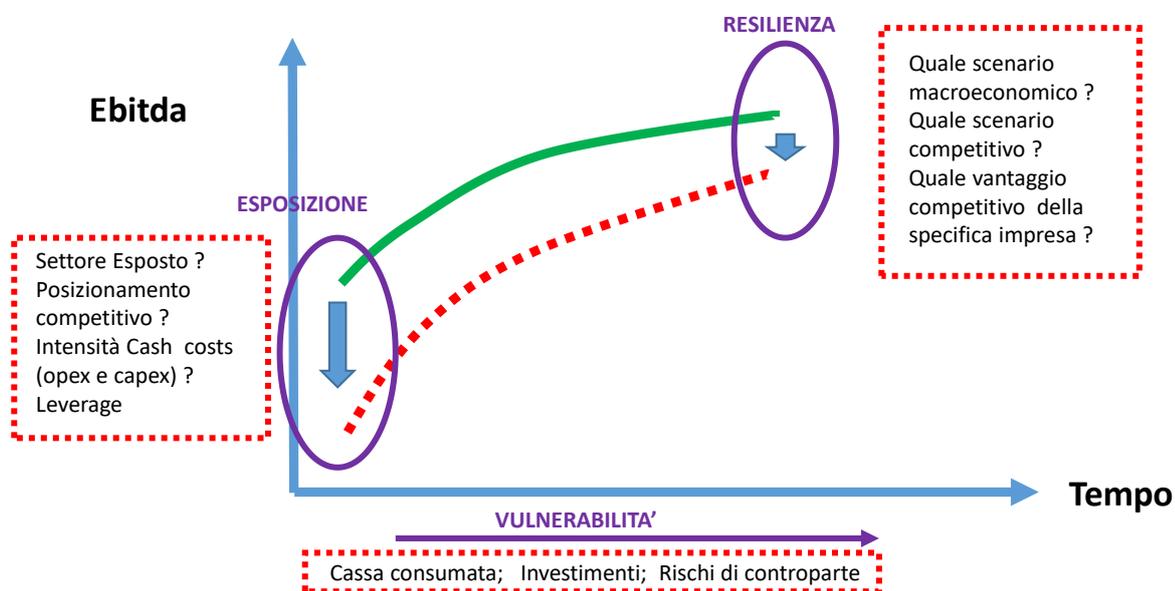
Grafico 10 Esposizione, Vulnerabilità e resilienza



4

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

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



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

12. Esposizione alla crisi

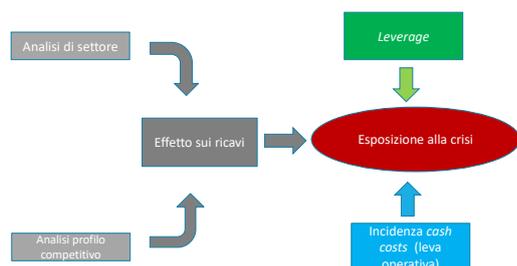
L'esposizione alla crisi può essere concepita come l'incrocio di due differenti profili di analisi, che riguardano rispettivamente la perdita di ricavi nel breve termine (prossimi 12/24 mesi) e le conseguenze della perdita di ricavi sui risultati d'impresa (effetto leva combinata: operativa e finanziaria).

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

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

I profili principali di analisi sono descritti nel grafico seguente.

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



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

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

Grafico 13 Matrice perdita di ricavi e profilo competitivo

		Perdita di ricavi 2020		
		Settore		
		<i>Poco esposto</i>	<i>Mediamente esposto</i>	<i>Molto esposto</i>
Profilo competitivo dell'impresa	<i>Forte</i>	Non materiale	Contenuto	Medio
	<i>Medio</i>	Non materiale	Medio	Forte
	<i>Debole</i>	Contenuto	Forte	Forte

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

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

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

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

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

Grafico 14. Effetto di leva combinata

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

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

Dove l'effetto di leva combinata potrebbe essere:

- Elevato, sopra a 6x
- Medio, compreso fra 3x e 6x
- Contenuto, compreso fra 1,5x e 3x
- Non critico, inferiore a 1,5x

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

13. Vulnerabilità

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

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

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

La vulnerabilità economica riguarda i seguenti profili:

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

La vulnerabilità finanziaria riguarda invece i seguenti profili:

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

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

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

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

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

14. Resilienza

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

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

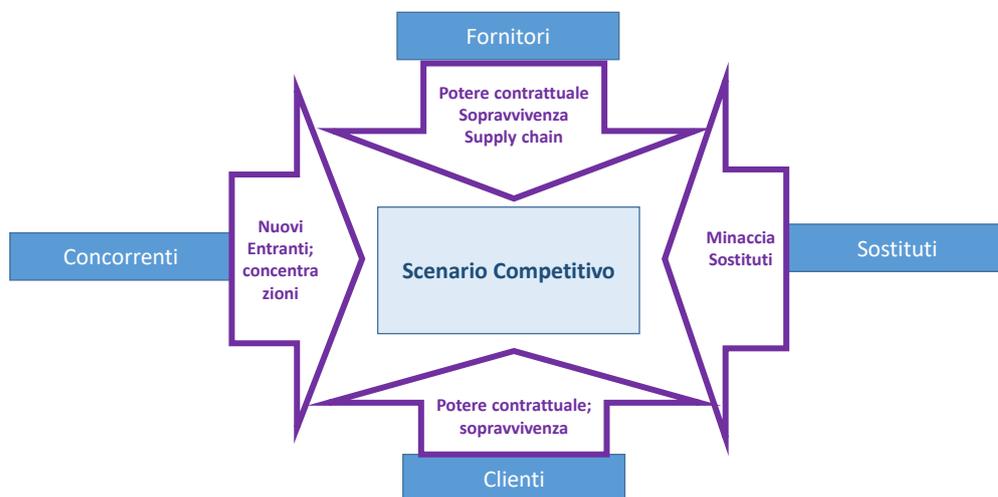
- l'evoluzione attesa dello scenario competitivo;
- la trasformazione dell'impresa "*to be*" rispetto all'impresa "*as is*".

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

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

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

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



7

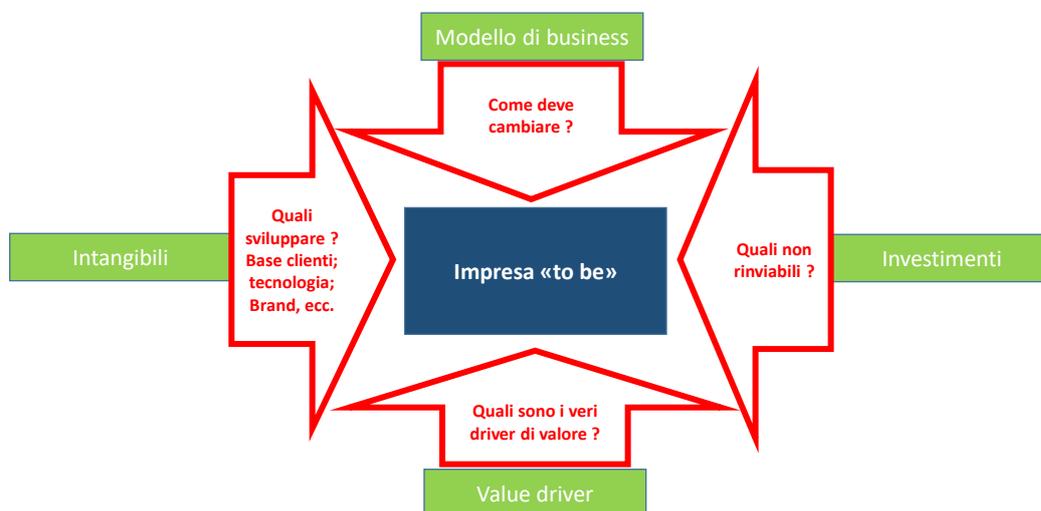
L'analisi della esigenza di trasformazione dell'impresa "to be" rispetto all'impresa "as is" riguarda invece l'individuazione delle condizioni necessarie affinché l'impresa possa mantenere il proprio posizionamento nel nuovo contesto competitivo. Tendenzialmente i profili rilevanti attengono a (grafico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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

Parte quarta: I tassi di sconto ed i multipli

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

19. Effetto sui beta e sull'ERP

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

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

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

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

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

20. Premio per il Rischio paese

Con riferimento al rischio paese esso può essere adeguatamente riflesso nel risk free rate (approccio unconditional) o nell'ERP (approccio conditional) o nel beta¹³ (in relazione all'indice di borsa di riferimento).

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

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

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

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

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

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

21. Quando e perché usare coefficienti alpha

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Parte quinta: Le valutazioni fondate sui flussi di risultato attesi

23 . Principi generali.

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

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

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

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

24. Come trattare l'attuale contesto di incertezza.

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

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

25. Alcune indicazioni di metodo

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

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

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

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

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

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

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

26. Test di ragionevolezza dei risultati

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Come accennato in precedenza, con riguardo ai prezzi di borsa che rappresentano uno dei principali *key inputs* delle analisi di ragionevolezza sopra menzionate, potrebbe sorgere il dubbio che nell'attuale fase di turbolenza dei mercati finanziari siano venute a meno le "condizioni ordinate di scambio" e che pertanto i mercati - attraverso i prezzi - non esprimono più indicazioni ragionevoli di valore. Tuttavia, nonostante l'accentuata volatilità sembrerebbe che non siano venute a meno le condizioni ordinate di scambio¹⁶ (*i.e.* i mercati sono attivi). Sulla base di queste considerazioni i prezzi di borsa non possono essere ignorati, ma occorre che siano adeguatamente apprezzati e pesati, mediante medie dei corsi azionari in luogo che rilevazioni *spot* ed analisi di *sensitivity*. A tal proposito si riporta lo *speech* di Robert G. Fox III, *Professional Accounting Fellows* dell'*Office of the Chief Accountant* della SEC del dicembre 2008, ma particolarmente attuale date le correnti condizioni di contesto "especially in volatile markets, and other unique circumstances, it may not always be reasonable to look at a single day's market capitalization"¹⁷ e "would be more reasonable to look at market capitalization over a reasonable period of time leading up to the date at which you are testing for potential impairment. However, I would also note that it would not be reasonable for a registrant to simply ignore recent declines in their stock price"¹⁸.

In alternativa, anche come consigliato dai Principi Italiani di Valutazione¹⁹, in presenza di mercati perturbati si potrebbe far riferimento ai *target prices*, anziché a prezzi "fatti", a condizione che siano rispettate le condizioni sopra menzionate. Ciò tuttavia non garantisce che le stime del *sell-side* del mercato riescano ad

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

¹⁵ Si veda nota 4.

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

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

¹⁸ Si veda nota 6.

¹⁹ Commento alla Parte III.1.38 dei Principi Italiani di Valutazione.

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

In secondo luogo, ai fini del *sanity check* di ragionevolezza è opportuno tener conto di talune criticità nell'ambito dell'applicazione del *market approach* mediante il metodo delle società quotate comparabili (*guideline company method*) nell'attuale contesto di mercato²⁰, quali (elenco non esaustivo):

- per effetto dell'utilizzo di grandezze contabili prospettive al denominatore (multipli *leading*) potrebbe emergere il rischio o di una sottostima delle previsioni di risultato soprattutto di breve periodo (eccessivo pessimismo, asimmetria informativa, *etc*) oppure di una sovrastima per l'assenza di un *consensus* aggiornato;
- per effetto dell'utilizzo di grandezze contabili storiche *tout court* o rettificate al denominatore (multipli *trailing*) è noto il rischio di una ridotta *value relevance*, rispetto all'attuale contesto economico (di rischio e di aspettative di crescita);
- il numeratore dei multipli *asset-side* potrebbe risultare sovrastimato in tutti quei contesti in cui il rischio sul debito non è trascurabile (β del debito maggiore di zero, *i.e. rating sub-investment grade*), a causa dell'utilizzo del valore contabile o facciale dell'indebitamento finanziario in luogo del valore di mercato;
- il numeratore dei multipli *asset-side* potrebbe risultare sovrastimato in tutti quei contesti in cui la presenza di *minorities* è rilevante ed il valore di mercato patrimonio netto di terzi risulta significativamente inferiore al valore contabile;
- eventuali aggiustamenti attinenti alla prospettiva del soggetto che detiene il controllo (*i.e. premio di controllo*) dovrebbero tenere in considerazione che le *minority positions* dalle quali muove la costruzione del moltiplicatore (prezzo di borsa), a differenza del mercato del "controllo", sono liquide (*i.e. liquidity benefits vs benefits of control*).

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

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

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

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

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

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

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

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

- i. Il valore d'uso risulta superiore al *fair value*: è il caso in cui chi gestisce la società riesce ad ottenere il cosiddetto massimo e migliore uso dell'attività (*highest and best use* - HBU, così come indicato dall'IFRS 13). Possibili dinamiche e parametri di riferimento di tale scenario avvengono quando, ad esempio:
 - l'orizzonte temporale di previsione esplicita considerato dai partecipanti al mercato sia inferiore a quello che viene considerato dall'utilizzatore del bene nell'ambito del calcolo del valore d'uso;
 - le prospettive di crescita a lungo termine oltre l'orizzonte temporale esplicito di previsione considerate dai partecipanti al mercato sono inferiori rispetto a quelle considerate dall'utilizzatore del bene nell'ambito del calcolo del valore d'uso;
 - il tasso di sconto applicato nel calcolo del valore d'uso risulta inferiore a quello applicato nel calcolo del *fair value*. I due tassi non dovrebbero essere comunque differire in maniera consistente tra loro, essendo determinati entrambi in ottica di partecipante al mercato, anche qualora venga applicato nell'ambito del valore d'uso; elementi di specificità riguardano:
 - eventuali premi al rischio considerati, laddove il *value in use* dovrebbe considerare rischi di ottenimento di sinergie specifiche dell'entità, e il *fair value* quella di una possibile modifica di destinazione dell'HBU;
 - premi per il rischio di illiquidità, che si traducono nella richiesta da parte dei partecipanti al mercato di tassi interni di rendimento superiori al costo del capitale stimabile sulla base del CAPM, ogniqualevolta investono in attività illiquide. Il costo del capitale derivato dal CAPM, muove infatti dal rendimento di attività liquide negoziate su mercati regolamentati. Il rendimento richiesto per l'investimento in attività o in CGU non quotate normalmente è superiore, come facilmente desumibile dall'esperienza dei fondi specializzati in *private equity*, *private debt*, *real*

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

- il mercato di borsa nel suo complesso è depresso oltre quanto sarebbe giustificato dai fondamentali, oppure risulta particolarmente depresso, per ragioni contingenti il prezzo di borsa della società (questa considerazione ha evidentemente efficacia nella fattispecie in cui il *fair value* venga attraverso la considerazione della capitalizzazione di borsa, nelle società quotate in mercati regolamentati);
- ii. Il valore d'uso risulta inferiore al *fair value*: è il caso in cui chi gestisce la società non riesce ad ottenere il massimo e migliore uso dell'attività. In tale scenario le dinamiche e parametri di cui sopra risultano invertiti rispetto alla fattispecie precedente. Il valore d'uso può risultare inferiore al *fair value* anche perché è soggetto a limitazioni più stringenti. Si richiama in particolare al paragrafo 44 del principio contabile, che precisa che i flussi finanziari devono essere stimati facendo riferimento alla condizione corrente ("as is"). Le stime devono pertanto escludere i flussi finanziari, siano essi in entrata o uscita, che derivano (i) da una ristrutturazione futura per la quale la società non si sia ancora impegnata; e (ii) il miglioramento e/o ottimizzazione dell'attività. I vincoli qui richiamati fanno riferimento alla sola configurazione del valore d'uso, e pertanto non possono, anzi, non devono, essere considerati nella stima del *fair value*, in particolare attraverso la tecnica dell'*income approach*. Pertanto, qualora nell'ottica del generico operatore di mercato sia ragionevole considerare riorganizzazioni e/o modifiche delle condizioni correnti di produttività, i relativi flussi di cassa in entrata ed uscita devono essere tenuti in considerazione. Di converso, nella determinazione del *fair value*, non possono essere considerati i benefici derivanti da sinergie specifiche realizzabili unicamente dall'attuale utilizzatore del bene, in quanto esse non potranno essere ottenute da un qualsivoglia partecipante al mercato.

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

28. La riconciliazione fra valore recuperabile e capitalizzazione di borsa

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- *"Over-reaction" dei mercati*: l'efficienza del mercato borsistico è verificata in mercati maturi in ottica di medio-lungo periodo. Nel breve termine, il mercato può reagire in misura eccessiva (*over-reaction*) o ridotta (*under-reaction*) a nuove informazioni. Ciò influenza anche la volatilità dei prezzi con effetti sulla propensione all'investimento da parte degli investitori, che prescindono da elementi di natura fondamentale. Fra le cause di *over-reaction* figurano sicuramente gli shock economici negativi;
- *Accorciamento dell'orizzonte temporale di riferimento per la stima del valore*: i precedenti punti combinati, (possibile ampia asimmetria informativa, con il mercato che non ha a disposizione target di medio-termine aggiornati e fase di possibile *over-reaction* del mercato a numerose informazioni esterne negative di breve periodo), inducono gli investitori a valutare i titoli sulla base di informazioni di breve periodo o di normalizzazione dei risultati sempre in un ottica di breve termine;
- *Differente utilizzo di metodologie valutative*: in assenza di nuove informazioni rilevanti per determinare da parte del mercato e dell'applicazione dell'*income approach*, nel contesto attuale è possibile che il mercato applichi valutazioni basate su metodologie più sintetiche, quali i multipli di mercato, con le problematiche richiamate poco sopra.

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

29. Le altre attività a vita indefinita

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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