

### **Impairment test e avviamento: approccio metodologico ed esemplificazioni** di Fabrizio Bencini\*, Francesco Ferragina\*\*, Giovanni Nucera\*\*\*

*I processi valutativi svolti ai fini di bilancio si differenziano notevolmente rispetto alle valutazioni svolte per altri scopi. Ad esempio, il fair value delle attività definito in sede di Business Combination<sup>1</sup> o il valore d'uso per l'Impairment Test sono vincolati alle imposizioni dei principi contabili in merito agli input utilizzabili ed ai metodi di valutazione. L'importanza e la particolarità delle procedure valutative indicate sono tali che negli Usa sono stati pubblicati specifici toolkit per i revisori.*

*Il presente contributo si pone pertanto lo scopo di definire delle brevi linee guida per l'esperto che si cimenti nell'attività valutativa propria dell'impairment test, ed in particolare l'impairment test del goodwill, come definito dallo Ias 36, attraverso la determinazione del valore d'uso. Sarà quindi svolta una breve analisi introduttiva del principio contabile internazionale di riferimento, un approfondimento sulla definizione di valore d'uso e fair value ed infine sarà proposto un esempio pratico di applicazione.*

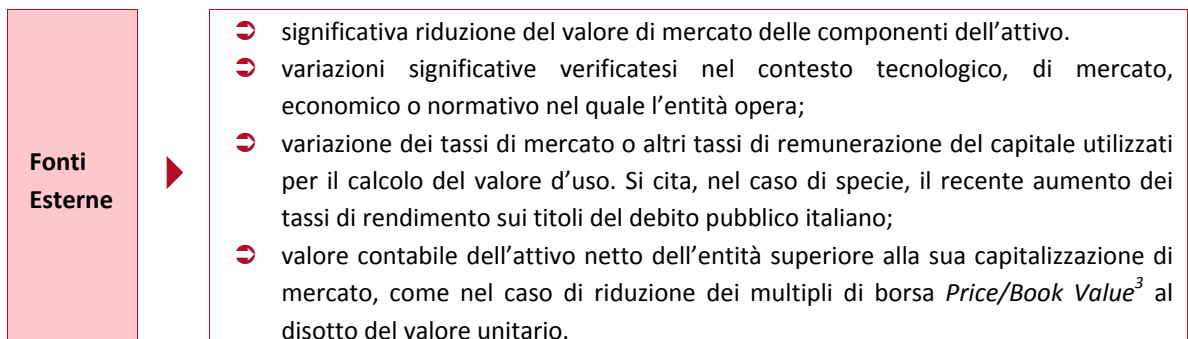
#### **Ias 36 quadro di riferimento**

Lo Ias 36 definisce i principi da applicare per assicurarsi che le componenti dell'attivo di bilancio siano iscritte ad un valore non superiore rispetto a quello recuperabile. Per valore recuperabile si intende l'insieme dei flussi derivanti dall'utilizzo dell'attività (valore d'uso o *value in use*) o la vendita della stessa (valore equo o *fair value*). Nel caso in cui, quindi, il *value in use* o il *fair value* fossero inferiori rispetto al valore contabile di iscrizione dell'attività, l'entità dovrà procedere a contabilizzare tale differenza, in caso contrario è invece confermato il valore contabile.

Lo Ias 36 trova diretta applicazione per tutte le attività di bilancio ad esclusione di:

- rimanenze e attività derivanti da commesse a lungo termine (Ias 2 e Ias 11);
- attività fiscali differite (Ias 12);
- attività derivanti dai benefici per i dipendenti (Ias 19);
- strumenti finanziari (Ias 39);
- investimenti immobiliari che sono valutati al *fair value* (Ias 40);
- attività biologiche connesse all'attività agricola che sono valutate al *fair value* (Ias 41);
- costi di acquisizione differiti e attività immateriali derivanti dai diritti contrattuali dell'assicuratore che rientrano nell'ambito di applicazione dello Ias 4;
- attività non correnti classificate come possedute per la vendita (Ias 5).

La sostenibilità del valore contabile delle attività deve essere verificata quando ricorrano determinate condizioni o *trigger event*<sup>2</sup> derivanti da fonti esterne ed interne. In particolare si fa riferimento:



\* Dottore Commercialista - Partner Kon Spa

\*\* Dottore Commercialista - Partner Kon Spa

\*\*\* Manager Kon Spa

<sup>1</sup> Operazioni nelle quali una società acquista il controllo di una o più attività aziendali. Ias 3.

<sup>2</sup> Ias 36.12.

### Fonti Interne

- obsolescenza e deterioramento fisico dell'attività;
- significativi cambiamenti con effetti negativi sull'entità;
- evidenze interne all'azienda che l'andamento economico della stessa sia peggiore rispetto alle previsioni effettuate.

Nell'attuale fase economica gran parte delle *informazioni esterne* portano a presunzioni di *Impairment* per la maggior parte delle attività di bilancio sottoposte a tale procedura di verifica ed in particolare per le poste di bilancio a vita utile indefinita, come l'avviamento/*goodwill*<sup>4</sup>.

Il *goodwill* esprime la differenza tra prezzo pagato per l'acquisto del controllo di una entità/società ed il *fair value* delle attività nette possedute da quest'ultima alla data della transazione<sup>5</sup>. Il *goodwill*, a differenza di altri intangible, manca di autonoma capacità di generare flussi reddituali e finanziari e, per tale ragione, al momento della definizione dell'operazione di acquisizione da cui trae origine, deve essere allocato a singole *Cash Generating Unit* (Cgu)<sup>6</sup> o gruppi di Cgu. Alla data di riferimento del bilancio e/o quando ne ricorrano le condizioni, si dovrà così procedere alla determinazione del valore d'uso e/o del *fair value* delle singole Cgu o gruppi di Cgu alle quali è stato allocato il *goodwill* e confrontare il risultato con il valore contabile<sup>7</sup> delle stesse, al fine di determinare se il valore di iscrizione in bilancio possa essere confermato. Si ricorda, per completezza, che il *goodwill* derivante da una *Business Combination* può essere allocato anche a CGU dell'entità acquirente e non solo della società *target*. È questo il caso in cui l'avviamento determinatosi sia diretta conseguenza delle sinergie ottenibili dalla *business combination*. In questo caso si potrebbe manifestare un disallineamento tra il valore della Cgu nel bilancio consolidato della controllante e il valore della partecipazione di controllo nel bilancio separato.

### Valore recuperabile, valore d'uso e *fair value*

#### ⇔ Il valore recuperabile

Il valore recuperabile rappresenta il maggiore tra il valore d'uso ed il *fair value* di una determinata entità. Il *test di Impairment* avrà quindi esito negativo, ossia non si dovranno operare svalutazioni, quando una delle due grandezze sarà superiore al valore contabile dell'attività oggetto di analisi.

#### ⇔ Il valore d'uso

Il *valore d'uso* di una entità altro non è che il risultato del valore attuale dei flussi finanziari futuri ottenibili dall'entità stessa o, nel caso del *goodwill*, dalle Cgu o gruppo di Cgu cui è stato allocato l'avviamento. Lo IAS 36.33 individua le caratteristiche che tali flussi dovranno avere al fine di poter essere utilizzati all'uopo:

- le stime a disposizione del *management* dovranno essere fondate su presupposti ragionevoli e sostenibili "[...] in grado di rappresentare la migliore stima effettuabile dalla direzione aziendale";
- le stime dovranno derivare dal più recente *budget* approvato dalla direzione aziendale;
- i valori prospettici dovranno essere depurati da flussi finanziari in uscita e risparmi di costo derivanti da una futura ristrutturazione per la quale l'entità non è ancora impegnata<sup>8</sup> e da flussi finanziari in uscita/entrata che porteranno ad ottimizzazioni dell'andamento dell'attività.

<sup>3</sup> Con *Book Value* si fa riferimento al valore del Patrimonio netto.

<sup>4</sup> Si rammenta a tal fine che come definito dallo IAS 36.10, "Indipendentemente dal fatto che vi siano eventuali indicazioni di riduzione durevole di valore, un'entità deve inoltre:

a) verificare annualmente per riduzioni durevoli di valore un'attività immateriale con una vita utile indefinita [...]

b) verificare l'avviamento acquisito in un'aggregazione aziendale per riduzione durevole di valore annualmente".

<sup>5</sup> Si veda a tal proposito il contributo redatto dagli autori "Conferimento d'azienda: la determinazione dell'avviamento" su questa Rivista di aprile 2013.

<sup>6</sup> Con Cgu si intende il più piccolo gruppo identificabile di attività che genera flussi finanziari in entrata che sono ampiamente indipendenti dai flussi finanziari in entrata generati da altre attività o gruppi di attività. Per le metodologie atte all'individuazione delle stesse si rimanda anche all'Ifrs 8 – Settori Operativi.

<sup>7</sup> Il valore contabile della Cgu è comprensivo dell'avviamento allocato.

<sup>8</sup> Per individuare quando un'azienda sia impegnata in un processo di ristrutturazione si guardi allo IAS 37.75.

Oltre a quanto indicato non dovranno essere compresi i flussi finanziari futuri in entrata o in uscita derivanti da attività di finanziamento, pagamento e rimborsi fiscali.

### ⇒ Il fair value

Il *fair value* rappresenta “[...] l’ammontare ottenibile dalla vendita di un’attività (o unità generatrice di flussi finanziari) in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili [...]”. In merito al *fair value* non sono stabiliti vincoli particolari se non con riguardo al limite della gerarchia delle fonti da rispettare. Come indicato dallo IAS 36.25, la migliore evidenza del *fair value* è rappresentata dal prezzo pattuito in un accordo vincolante di vendita stabilito tra controparti indipendenti; non basta quindi essere in possesso di una semplice manifestazione non vincolante di interesse e/o di un Memorandum of Understanding.

In caso di mancanza di un accordo vincolante ed in presenza di un mercato attivo si può fare riferimento ai prezzi di vendita al netto dei relativi costi di dismissione.

In caso invece di assenza di accordi vincolanti e di mercati attivi il *fair value* potrà essere determinato facendo riferimento alle più recenti transazioni per attività simili effettuate all’interno dello stesso settore industriale. Nel corso degli ultimi anni molte operazioni rientranti nell’ambito delle *business combination* sono state concluse con valori molto più elevati rispetto alla media delle transazioni direttamente comparabili. Tale impostazione non rappresenta sempre un errore di valutazione ma può trovare fondamento nel premio che viene a volte pagato per l’ottenimento del controllo dell’azienda *target*. In tal caso, ai fini della stima del *fair value*, potrebbe essere ulteriormente aggiunto un premio per il “controllo<sup>9</sup>”, supportando con opportune motivazioni ed analisi la base di tale maggior premio. Da quanto indicato dallo Sfas 142.23<sup>10</sup> e sulla base delle comunicazioni Consob<sup>11</sup>, si desume che nel caso di acquisizione del controllo sia possibile che la determinazione del *fair value* possa considerare tale *premium price*. Si precisa, al riguardo, che lo IAS 36 nulla esprime in merito.

Nei paragrafi successivi verrà rappresentato un caso pratico di determinazione del valore d’uso. Nell’attività professionale, infatti, si ricorre molto più spesso alla verifica di tenuta contabile dei valori di bilancio tramite metodologie più analitiche quali l’attualizzazione dei flussi di cassa. L’impostazione in discorso deriva dal fatto che non è sempre agevole determinare il *fair value* secondo le imposizioni dettate dallo IAS 36 (accordi vincolanti, mercato attivo, transazioni comparabili), e che i valori di mercato non riflettono sicuramente i maggior valori pagati in sede di acquisizioni derivanti da sinergie ottenibili e preventivate.

### **Il caso Alfa**

Alfa Spa ha acquisito Gamma Srl, società operante nel settore del riciclaggio di materie plastiche. Gamma ricicla i teloni agricoli e materiali plastici per imballaggi producendo granulo che potrà essere reimpiegato come materia prima per la produzione di coperture per cavi elettrici e/o fibra ottica. L’acquisizione del 100% di Gamma ha generato a livello consolidato un avviamento, pari a 4.900 (€’000). Alla data dell’operazione il *management* di Alfa ha individuato come Cgu sulla quale allocare l’avviamento determinatosi, l’intero capitale investito netto<sup>12</sup> di Gamma Srl; l’operazione di acquisto è stata inoltre condotta in una logica di diversificazione della catena del valore, non generandosi quindi sinergie tra le due entità. Non sono presenti operazioni *intercompany*. Alla data del 31 dicembre si procede come richiesto dello IAS 36 ad effettuare le necessarie procedure di *Impairment Test* sul *goodwill*, passando attraverso tre fasi:

1. analisi del piano ed apporto di eventuali rettifiche;
2. determinazione del tasso di attualizzazione;
3. determinazione del valore d’uso.

---

<sup>9</sup> Si pensi, ad esempio, a premi pagati in caso di Opa, che in passato hanno registrato valori anche superiori al 30% rispetto ai prezzi di borsa.

<sup>10</sup> *Statement of financial accounting standard*.

<sup>11</sup> Si faccia riferimento al Dem/6094867 del 28 novembre 2006.

<sup>12</sup> Intendendosi con Capitale Investito Netto il totale delle immobilizzazioni, del capitale circolante netto e dei Fondi.

## 1. ANALISI DEL PIANO ED APPORTO DI EVENTUALI RETTIFICHE

Il piano redatto dal management di Gamma considera un notevole incremento dei ricavi già nel corso del primo anno di previsione (Anno 2). Tale incremento è reso possibile da un investimento in un nuovo macchinario che permetterebbe la produzione di granulo di maggiore qualità e che potrebbe essere indirizzato a diversi mercati di sbocco rispetto a quelli in essere. La variazione dei ricavi nell'Anno 2 è pari al 20% rispetto all'anno precedente, in conseguenza delle maggiori quantità prodotte e del maggior prezzo di vendita previsto dalla direzione commerciale. Il *management* prevede che l'entrata a regime del nuovo macchinario porterà ad un incremento annuo dei ricavi del 10% per gli anni 3 e 4. In correlazione ai ricavi anche la marginalità a livello di Ebitda subirà una variazione positiva di circa 400 bps<sup>13</sup> rispetto al 20% registrato nell'ultimo bilancio chiuso (Anno 1). Alla data di redazione del piano la direzione aziendale non dispone di risorse finanziarie sufficienti per effettuare l'investimento in discorso, il cui ammontare sarebbe pari a 1.600 (€'000); in ragione di ciò nel piano sono considerati debiti finanziari di pari importo a quello dell'investimento, con un tasso di interesse pari al 5,5% e durata quinquennale. Di seguito si rappresentano i valori economico patrimoniali aggregati di Gamma Spa.

Conto Economico €'000	Actual		Plan		
	0	1	2	3	4
Ricavi	6.000	6.120	7.344	8.078	8.886
Consumi di Materie	(1.921)	(1.940)	(2.328)	(2.561)	(2.817)
<b>Gross Margin</b>	<b>4.079</b>	<b>4.180</b>	<b>5.016</b>	<b>5.518</b>	<b>6.069</b>
Costi per Servizi	(1.940)	(1.960)	(2.350)	(2.585)	(2.844)
Costi del Personale	(990)	(1.000)	(1.020)	(1.040)	(1.061)
<b>EBITDA</b>	<b>1.149</b>	<b>1.220</b>	<b>1.646</b>	<b>1.892</b>	<b>2.165</b>
<b>EBITDA%</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>24%</b>
Amm. Mater	(220)	(245)	(350)	(375)	(400)
Amm. Imm	(84)	(98)	(112)	(126)	(140)
<b>EBIT</b>	<b>845</b>	<b>877</b>	<b>1.184</b>	<b>1.391</b>	<b>1.625</b>
<b>EBIT%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>
Int./Inc. Exp Mortgage	(83)	(76)	(152)	(138)	(118)
Int./Inc. Exp	(11)	(3)	(14)	1	12
Gestione Straordinaria	---	---	---	---	---
Tax	(278)	(293)	(366)	(440)	(522)
<b>Net Income</b>	<b>474</b>	<b>505</b>	<b>652</b>	<b>814</b>	<b>996</b>

Stato Patrimoniale €'000	0		1		
	0	1	2	3	4
Imm. Materiali	2.180	2.435	4.185	4.310	4.410
Imm. Immateriali	686	658	616	560	490
Imm. Finanziarie	---	---	---	---	---
<b>Tot. Assets</b>	<b>2.866</b>	<b>3.093</b>	<b>4.801</b>	<b>4.870</b>	<b>4.900</b>
Magazzino	600	612	734	808	889
Crediti Commerciali	995	1.014	1.217	1.339	1.473
Debiti Commerciali	(364)	(387)	(453)	(504)	(555)
<b>CCN</b>	<b>1.230</b>	<b>1.240</b>	<b>1.499</b>	<b>1.642</b>	<b>1.807</b>
Fondo TFR e Altri Fondi	(700)	(700)	(550)	(550)	(550)
<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>3.396</b>	<b>3.633</b>	<b>5.750</b>	<b>5.962</b>	<b>6.157</b>
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>1.800</b>	<b>2.305</b>	<b>2.957</b>	<b>3.772</b>	<b>4.768</b>
Mutui	1.383	1.261	2.514	2.255	1.979
Debiti Finanziari (cassa)	213	67	278	(64)	(590)
<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>1.596</b>	<b>1.328</b>	<b>2.792</b>	<b>2.191</b>	<b>1.389</b>
<b>Fonti</b>	<b>3.396</b>	<b>3.633</b>	<b>5.750</b>	<b>5.962</b>	<b>6.157</b>

<sup>13</sup> 100 Basis Point = 1%.

Lo IAS 36 ai punti 34 e 44 prescrive che:

“[...] La direzione aziendale deve assicurare che le ipotesi su cui si basano le attuali proiezioni di flussi finanziari siano coerenti con i risultati effettivi passati, a condizione che gli effetti degli eventi successivi o di circostanze che non esistevano quando tali flussi finanziari attuali erano generati lo rendano appropriato”; i flussi finanziari futuri per la determinazione del valore d'uso delle attività devono essere stimati facendo riferimento alle condizioni correnti dell'entità.

Alla luce di tali indicazioni e considerando:

- la forte crescita in termini di ricavi correlata ad un investimento ancora non effettuato e per il quale non si dispone delle sufficienti risorse finanziarie;
- la particolare fase di stagnazione a livello macroeconomico;
- i risultati storici ottenuti da Gamma Spa;
- saranno rettificare le voci di ricavo direttamente ascrivibili all'entrata in funzione del macchinario ed il relativo ammontare del finanziamento. Di seguito i valori economico patrimoniali rettificati secondo quanto descritto.

Conto Economico €'000	Actual		Plan		
	0	1	2	3	4
Ricavi	6.000	6.120	6.181	6.274	6.368
Consumi di Materie	(1.921)	(1.940)	(1.959)	(1.989)	(2.019)
<b>Gross Margin</b>	<b>4.079</b>	<b>4.180</b>	<b>4.222</b>	<b>4.285</b>	<b>4.349</b>
Costi per Servizi	(1.940)	(1.960)	(1.978)	(2.008)	(2.038)
Costi del Personale	(990)	(1.000)	(1.020)	(1.040)	(1.061)
<b>EBITDA</b>	<b>1.149</b>	<b>1.220</b>	<b>1.224</b>	<b>1.237</b>	<b>1.250</b>
<b>EBITDA%</b>	<b>19,2%</b>	<b>19,9%</b>	<b>19,8%</b>	<b>19,7%</b>	<b>19,6%</b>
Amm. Mater	(220)	(245)	(270)	(295)	(320)
Amm. Imm	(84)	(98)	(112)	(126)	(140)
<b>EBIT</b>	<b>845</b>	<b>877</b>	<b>842</b>	<b>816</b>	<b>790</b>
<b>EBIT%</b>	<b>14,1%</b>	<b>14,3%</b>	<b>13,6%</b>	<b>13,0%</b>	<b>12,4%</b>
Int./Inc. Exp Mortgage	(83)	(76)	(69)	(62)	(55)
Int./Inc. Exp	(11)	(3)	2	5	9
Gestione Straordinaria	---	---	---	---	---
Tax	(278)	(293)	(286)	(281)	(277)
<b>Net Income</b>	<b>474</b>	<b>505</b>	<b>489</b>	<b>478</b>	<b>468</b>

Balance Sheet €'000	0		1		
	0	1	2	3	4
Imm. Materiali	2.180	2.435	2.665	2.870	3.050
Imm. Immateriali	686	658	616	560	490
Imm. Finanziarie	---	---	---	---	---
<b>Tot. Assets</b>	<b>2.866</b>	<b>3.093</b>	<b>3.281</b>	<b>3.430</b>	<b>3.540</b>
Magazzino	600	612	618	627	637
Crediti Commerciali	995	1.014	1.025	1.040	1.056
Debiti Commerciali	(364)	(387)	(391)	(397)	(402)
<b>CCN</b>	<b>1.230</b>	<b>1.240</b>	<b>1.252</b>	<b>1.271</b>	<b>1.290</b>
Fondo TFR e Altri Fondi	(700)	(700)	(700)	(700)	(700)
<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>3.396</b>	<b>3.633</b>	<b>3.833</b>	<b>4.001</b>	<b>4.130</b>
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>1.800</b>	<b>2.305</b>	<b>2.794</b>	<b>3.272</b>	<b>3.740</b>
Mutui	1.383	1.261	1.131	994	850
Debiti Finanziari (cassa)	213	67	(92)	(265)	(460)
<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>1.596</b>	<b>1.328</b>	<b>1.039</b>	<b>729</b>	<b>390</b>
<b>Fonti</b>	<b>3.396</b>	<b>3.633</b>	<b>3.833</b>	<b>4.001</b>	<b>4.130</b>

### 2. DETERMINAZIONE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

I flussi finanziari derivanti dalle previsioni del *management* dovranno essere opportunamente attualizzati al fine di pervenire alla definizione del valore d'uso. Si procederà quindi alla determinazione di un tasso di attualizzazione che prenda in considerazione il costo medio ponderato del capitale investito o Wacc<sup>14</sup>.

$$WACC = w_e * K_e + w_d * K_d * (1-t)$$

- ▶  $w_e$  Peso attribuito al capitale proprio
- ▶  $w_d$  Peso attribuito al capitale di terzi (debiti onerosi netti)
- ▶  $K_e$  Costo del capitale proprio
- ▶  $K_d$  Tasso di interesse medio sul capitale di terzi
- ▶  $t$  Aliquota fiscale sul reddito delle società

Il costo del capitale proprio ( $K_e$ ) viene determinato attraverso l'utilizzo del *Capital Asset Pricing Model*, secondo la seguente formula

$$K_e = rf + s = rf + \beta * (erp)$$

Dove:

- ▶  $rf$ : tasso di rendimento di attività prive di rischio/*risk free*;
- ▶  $erp$ : *Equity Risk Premium*, ovvero il premio di rendimento di cui godono le azioni in confronto alle obbligazioni per il maggior rischio che comportano, anche a parità di ente emittente;
- ▶  $\beta$ : Il coefficiente rappresenta una misura del rischio non diversificabile del *business*.

Normalmente, in Italia, per la determinazione del *risk free* vengono presi in considerazione i rendimenti lordi dei BTP con scadenza decennale. Il particolare contesto macroeconomico ha portato negli ultimi tempi al verificarsi di fenomeni di elevata volatilità sui titoli del debito pubblico italiano, creando parecchie problematiche circa l'individuazione di un vero tasso che fosse definibile come *risk free*. Le ultime analisi e produzioni accademiche/professionali<sup>15</sup> hanno portato a soluzioni quali l'utilizzo del tasso Irs a 10 anni o l'applicazione di una media *rolling*<sup>16</sup> ad un anno dei tassi lordi BTP10Y. Nella pratica professionale abbiamo osservato spesso il ricorso alla seconda soluzione indicata. Alla data di valutazione la media dei BTP10Y a un anno risulta pertanto pari a 5,10%.

Per quanto riguarda l'Erp gli ultimi dati disponibili<sup>17</sup> indicano un valore pari a 5,80%. Si precisa che il valore indicato fa riferimento ad un *risk premium* base che non prende quindi in considerazione la rischiosità specifica del Paese di riferimento. L'utilizzo infatti di un valore medio dei Btp decennali incorpora già il rischio inerente il paese di riferimento dell'entità oggetto di valutazione<sup>18</sup>.

Per la determinazione del Beta<sup>19</sup> sono stati individuati diversi *comparable* quotati su mercati regolamentati internazionali non essendovi diretti concorrenti quotati sul mercato domestico.

Nome società	$b_l$ vs. mercato (1)	marginal tax rate (1)	D/E ratio (1) (2)	$b_u$ (2)
COMP 1	0,94	29,4%	1,43	0,47
COMP 2	1,22	34,0%	0,48	0,92
COMP 3	0,18	28,0%	0,69	0,12
COMP 4	0,32	33,3%	0,25	0,27
<b>Media</b>	<b>0,66</b>	<b>31,2%</b>	<b>0,71</b>	<b>0,45</b>

<sup>14</sup> Weighted Average Cost of Capital.

<sup>15</sup> Si pensi al *discussion paper* dell'Organismo Italiano di Valutazione "Impairment Test dell'avviamento in contesti di crisi finanziaria e reale".

<sup>16</sup> La media ha l'effetto di mitigare il noto processo di *flight to quality*.

<sup>17</sup> Fonte: Aswath Damodaran, Stern School of Business at New York University.

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html).

<sup>18</sup> All'opposto, in caso di utilizzo dell'IRS decennale il valore dell'erp sarebbe stato pari a 8,43%, valore che incorpora anche il rischio paese Italia.

<sup>19</sup> Il Beta medio è determinato partendo dal beta delle società comparabili riformulato al fine di eliminare dalle stesse il rischio derivante dalla leva finanziaria (Debito su Equity -D/E), tramite l'utilizzo della formula di Hamada  $\beta_u = \beta_l / [1 + (1 - t) D/E]$ . Si osservi a tal fine la colonna  $b_u(2)$  indicata nella tabella.

Considerando quindi un *beta unlevered* medio di settore pari a 0,45 e un livello di leva finanziaria della società pari a 0,57<sup>20</sup>, il *beta levered* di Gamma risulta pari a 0,63<sup>21</sup>.

Inoltre le dimensioni della società sono sicuramente inferiori rispetto ai *comparable* utilizzati, ed è quindi opportuno applicare un appropriato tasso di sconto che prenda in evidenza tale ulteriore variabile. A tal scopo è stato quindi considerata una maggiorazione del 2,6%<sup>22</sup> a titolo di “*size premium*”. Nella prassi si è spesso assistito all’inserimento nel calcolo del  $K_e$  di ulteriori “premi” aggiuntivi ma questi sono di solito utilizzati nel caso in cui i valori prospettici di piano non siano stati opportunamente rettificati per tener conto degli effettivi rischi aziendali. Nel caso di specie non sono stati aggiunti ulteriori “correttivi” al tasso di sconto in considerazione dei riallineamenti effettuati sulle ipotesi di piano. Aggravi del  $K_e$  determinerebbero in tal caso errori di *double counting*<sup>23</sup>.

Per quanto concerne il costo dell’indebitamento è stato determinato prendendo come riferimento il Rod (*return on debt*) medio registrato dalla società nel corso degli anni 0 ed 1 pari al 6%. I pesi  $w_e$  e  $w_d$  presi in considerazione sono quelli della società nell’anno 1.

WACC		
Risk Free		5,2%
a ERP	5,8%	
b Beta	0,63	
Premio per il Rischio (a*b)		3,7%
Small Premium		2,6%
<b>Ke (Costo Equity)</b>		<b>11,5%</b>
Kd		5,9%
Tax Rate		27,5%
<b>Kd (Costo del debito)</b>		<b>4,3%</b>
Peso Equity		63,5%
Peso Debito		36,5%
<b>WACC (Ke*We+Kd*Wd)</b>		<b>8,85%</b>

Il Wacc determinato dovrà essere poi depurato dagli effetti fiscali, e quindi basterà dividere il Wacc per (1 - 27,5%).

<b>WACC (Ke*We+Kd*Wd)</b>	<b>8,85%</b>
Fattore 1/(1-t)	1,38
<b>WACC Lordo Imposte</b>	<b>12,21%</b>

### 3. DETERMINAZIONE DEL VALORE D’USO

I flussi finanziari da utilizzare per la definizione del valore d’uso saranno rappresentati dai flussi operativi al netto della componente riferibile agli investimenti effettuati per mantenere inalterata la struttura strategica e concorrenziale dell’entità. Dovrebbero essere esclusi da tale calcolo i valori dell’attivo corrente<sup>24</sup>, in quanto i saldi relativi a tale aggregato sono sottoposti a separata verifica di perdite di valore in conformità a quanto previsto dai principi contabili internazionali<sup>25</sup>. Tuttavia, “*Per motivi pratici, il valore di un’unità generatrice di flussi finanziari è talvolta determinato dopo aver tenuto conto anche di attività che non fanno parte dell’unità generatrice di flussi finanziari (per esempio crediti o altre attività finanziarie) o passività che sono state rilevate (per esempio debiti, indennità e altri accantonamenti)*”<sup>26</sup>. In linea con quanto indicato si

<sup>20</sup> Determinato sulla base dei dati al 31 dicembre dell’anno 1.

<sup>21</sup> Il calcolo è effettuato sulla base della formula inversa indicata al punto 19, considerando un *beta unlevered* di 0,45, un tasso di imposta del 27,5% ed indice D/E pari a 0,57.

<sup>22</sup> Fonte *Ibbotson Associates, Stock, Bond, Bills and Inflation, Valuation Edition, 2001* pagg.28 e 109.

<sup>23</sup> “*Qualsiasi approccio un’entità adotti per valutare il valore d’uso di un’attività, i tassi di interesse utilizzati per attualizzare i flussi finanziari non dovrebbero riflettere i rischi per cui i flussi finanziari stimati sono stati rettificati. Altrimenti, gli effetti connessi ad alcuni presupposti potrebbero essere calcolati due volte*” (Ias 36. A15).

<sup>24</sup> In tal caso facciamo riferimento al Capitale Circolante Netto.

<sup>25</sup> Si pensi allo Ias 2 *Rimanenze*, Ias 39 *Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione*.

<sup>26</sup> Ias 36.79.

procede quindi al calcolo dei *free cash flow* prospettici. L'Anno 1 viene esposto nella tabella a soli fini comparativi poiché essendo consuntivo non verrà considerato nella base di calcolo.

FREE CASH FLOW €'000	1	2	3	4	TV
EBITDA	1.220	1.224	1.237	1.250	1.244
Ammortamenti	(343)	(382)	(421)	(460)	(441)
<b>EBIT</b>	<b>877</b>	<b>842</b>	<b>816</b>	<b>790</b>	<b>803</b>
IRRES 0,0%	---	---	---	---	---
IRAP 0,0%	---	---	---	---	---
<b>NOPLAT</b>	<b>877</b>	<b>842</b>	<b>816</b>	<b>790</b>	<b>803</b>
Ammortamenti	343	382	421	460	441
(Inc.to)/Decr.to NWK	(9)	(12)	(19)	(19)	(19)
(Investimenti)/Dismissioni Assets	(570)	(570)	(570)	(570)	(570)
Inc.to/(Decr.to) fondi	---	---	---	---	---
<b>FREE CASH FLOW (FCF)</b>	<b>641</b>	<b>642</b>	<b>648</b>	<b>661</b>	<b>655</b>
WACC	0	1	2	3	
	12%	12%	12%	12%	
FATTORE DI ATTUALIZZAZIONE	1,00	0,89	0,79	0,71	
<b>VALORE ATTUALE</b>		<b>572</b>	<b>515</b>	<b>468</b>	

Alla sommatoria dei flussi attualizzati di cui sopra dovrà essere aggiunto il valore attuale dei flussi di cassa successivi al periodo di previsione esplicita, definito come *terminal value* (TV)<sup>27</sup> o *valore residuo*. Per la determinazione del *terminal value*, considerando la particolare stabilità degli FCF nel corso degli anni, è stata utilizzata, quale flusso medio normale, la media<sup>28</sup> dei *Free Cash Flow* dell'anno 3 e 4<sup>29</sup>. Il tasso di crescita successivo al periodo di previsione esplicita è ipotizzato pari all'1%, in coerenza anche con il *consensus* relativo al tasso di crescita del Prodotto Interno Lordo<sup>30</sup> italiano.

A	Σ VALORE ATTUALE	1.555
<b>TERMINAL VALUE</b>		
	AVERAGE FCF YARS 3&4	655
	GROWTH% TV	1%
f	AVERAGE FCF*GROWTH	661
k	FATTORE DI ATTUALIZZAZIONE 1	8,92
j	FATTORE DI ATTUALIZZAZIONE 2	0,71
B	VALORE ATTUALE TV (f*k*j)	4.176
<b>VALUE IN USE (A+B)</b>		
		<b>5.731</b>

Il valore d'uso della Cgu risulta essere quindi pari a 5.731 €'000.

Sul valore così ottenuto sono effettuate opportune analisi di sensitività al fine di confermare il valore contabile del *goodwill*. Si rappresenta di seguito la tabella riepilogativa dello *stress test* sul tasso di crescita del TV e sul tasso di attualizzazione.

		TERMINAL VALUE		
		Growth Rate		
		0%	1%	2%
WACC	13%	4.945	5.262	5.635
	12%	5.351	5.731	6.185
	11%	5.829	6.292	6.855
		IMPLIED MULTIPLE (EV/EBITDA)		
		Growth Rate		
		0%	1%	2%
WACC	13%	4,04x	4,30x	4,60x
	12%	4,37x	4,68x	5,05x
	11%	4,76x	5,14x	5,60x

<sup>27</sup>  $TV = (\text{AVERAGE FCF ANNO 3\&4}) * (1+g) * (\text{Fattore di Attualizzazione 1}) * (\text{Fattore di attualizzazione 2})$ . Fattore di attualizzazione 1 =  $1/(Wacc-g)$ ; Fattore di attualizzazione 2 =  $1/(1+g)^n$ .

<sup>28</sup> Normalmente nella pratica professionale si tende ad utilizzare la media dei flussi degli ultimi anni di piano in modo da normalizzare e rendere prudenziale il processo valutativo.

<sup>29</sup> Cerchio tratteggiato in rosso.

<sup>30</sup> Il tasso di crescita deve essere "[...] stabile in diminuzione a meno che un tasso crescente possa essere giustificato." In ogni caso lo stesso "[...] non deve eccedere il tasso medio di crescita a lungo termine della produzione, dei settori industriali, del Paese o dei Paesi in cui l'entità opera, o dei mercati nei quali il bene utilizzato è inserito salvo che un tasso superiore possa essere giustificato" las 36.33 (c).



Il valore d'uso in nessun caso registra valori inferiori a 4.900 (€'000). Si aggiunga a questo che i multipli impliciti di tale valutazione risultano essere allineati con i dati derivanti da *comparable* quotati su mercati regolamentati (tabella in basso).

<b>SOCIETA</b>	<b>EV/EBITDA</b>
COMP 1	7,00x
COMP 2	6,32x
COMP 3	6,80x
COMP 4	6,20x
<b>SOCIETA</b>	<b>6,58x</b>
Sconto	30%
<b>SOCIETA</b>	<b>4,61x</b>

### Conclusioni

Considerando che:

- il valore di iscrizione in bilancio dell'avviamento è pari a 4.900 (€'000),
- il valore d'uso derivante dall'attualizzazione dei flussi di cassa è pari a 5.731 (€'000),
- l'attività di *sensitivity* svolta ha confermato il valore di iscrizione in bilancio,
- tale valore risulta essere allineato anche con quanto indicato dal mercato,

il valore contabile del *goodwill* al 31 dicembre dell'anno 1 può essere confermato. Nel caso in cui il valore d'uso fosse risultato inferiore rispetto al valore contabile di iscrizione della Cgu, la differenza, si sarebbe dovuta imputare a riduzione del *goodwill*. Nel caso in cui il *goodwill* non fosse risultato capiente si sarebbe dovuto procedere alla svalutazione delle attività costituenti la Cgu, in modo proporzionale al valore contabile di ciascuna di esse.