



# OIC 9

## Suggerimenti e soluzioni operative nella predisposizione dell'*Impairment Test*

Ottobre 2017





# Table of Contents

1. Le configurazioni di valore per le valutazioni a fini di bilancio

2. *Impairment Test* e criticità operative: alcuni *special topics*

A) Il Capitale Circolante Netto: *compare like with like*

B) La stima del Valore in Uso: il tasso di sconto al lordo delle imposte?

C) L'allocazione dell'Avviamento

D) Avviamento: dismissione di una CGU e/o riorganizzazione aziendale

E) Valore in Uso e Flussi di Cassa denominati in valuta estera

F) I limiti dell'approccio basato sulla capacità di ammortamento

G) La capacità previsionale del *Management*

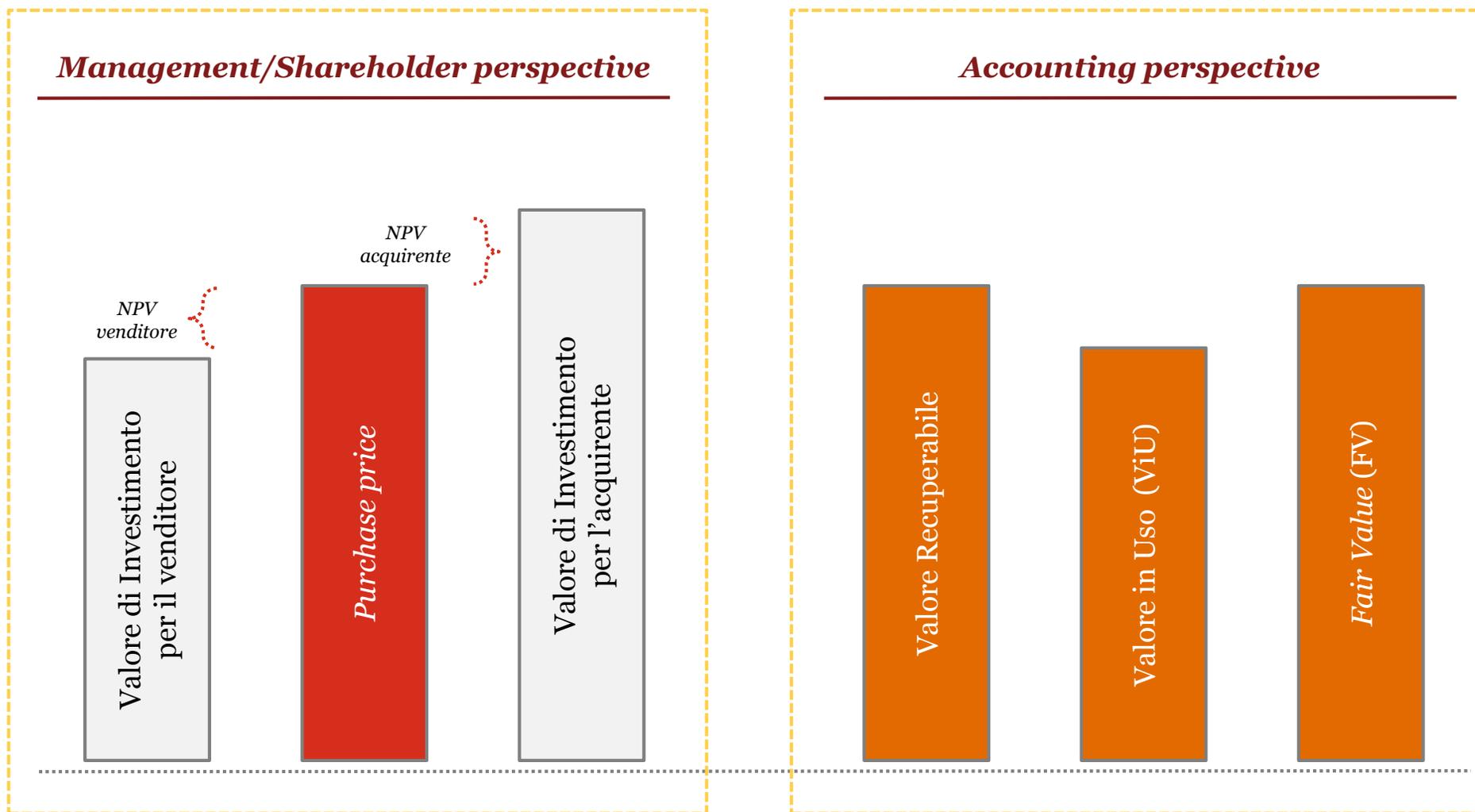
# 1

---

Le configurazioni di valore per le valutazioni  
a fini di bilancio

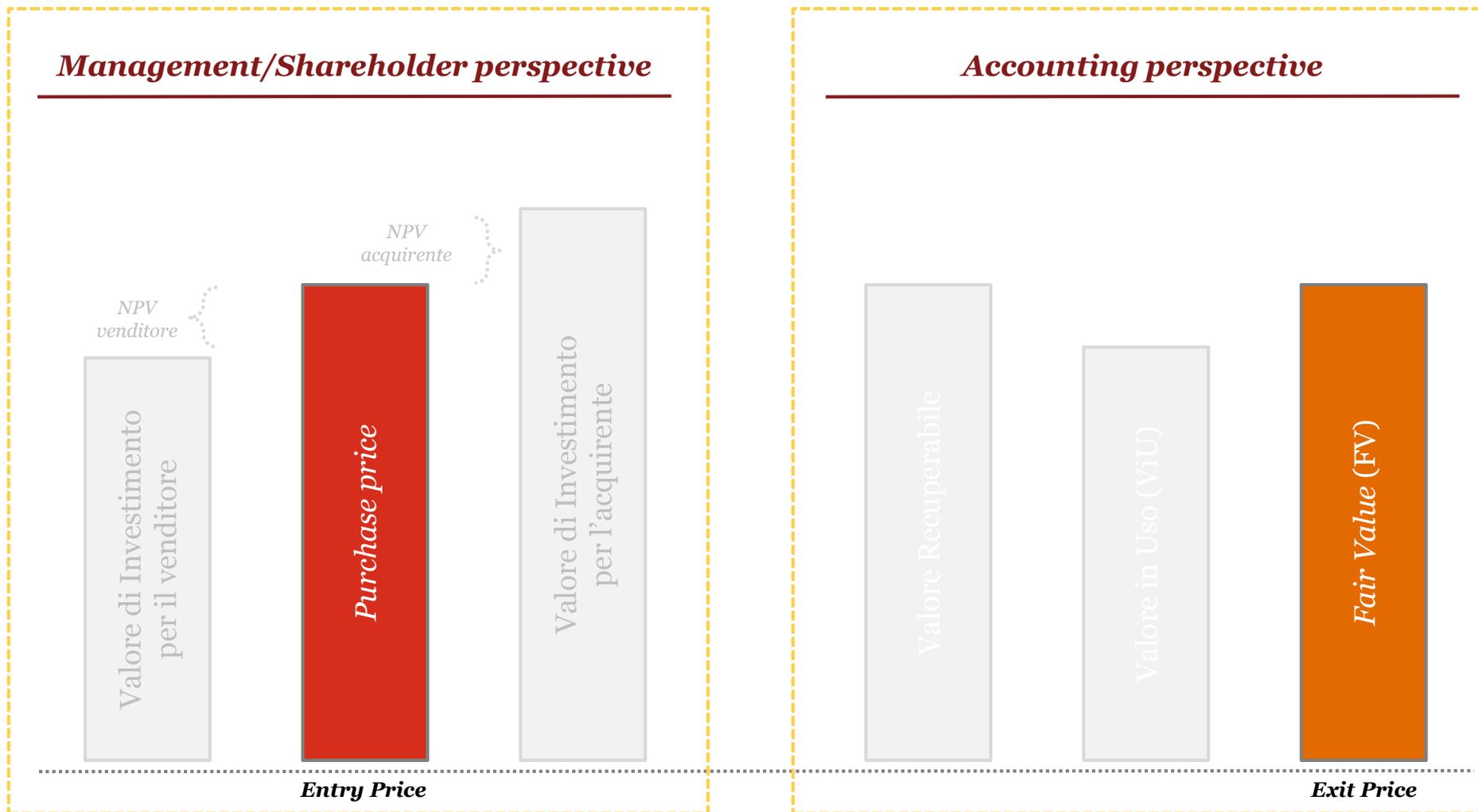
# Dall'acquisizione all'*Impairment Test*

*Le differenti configurazioni di valore coinvolte*



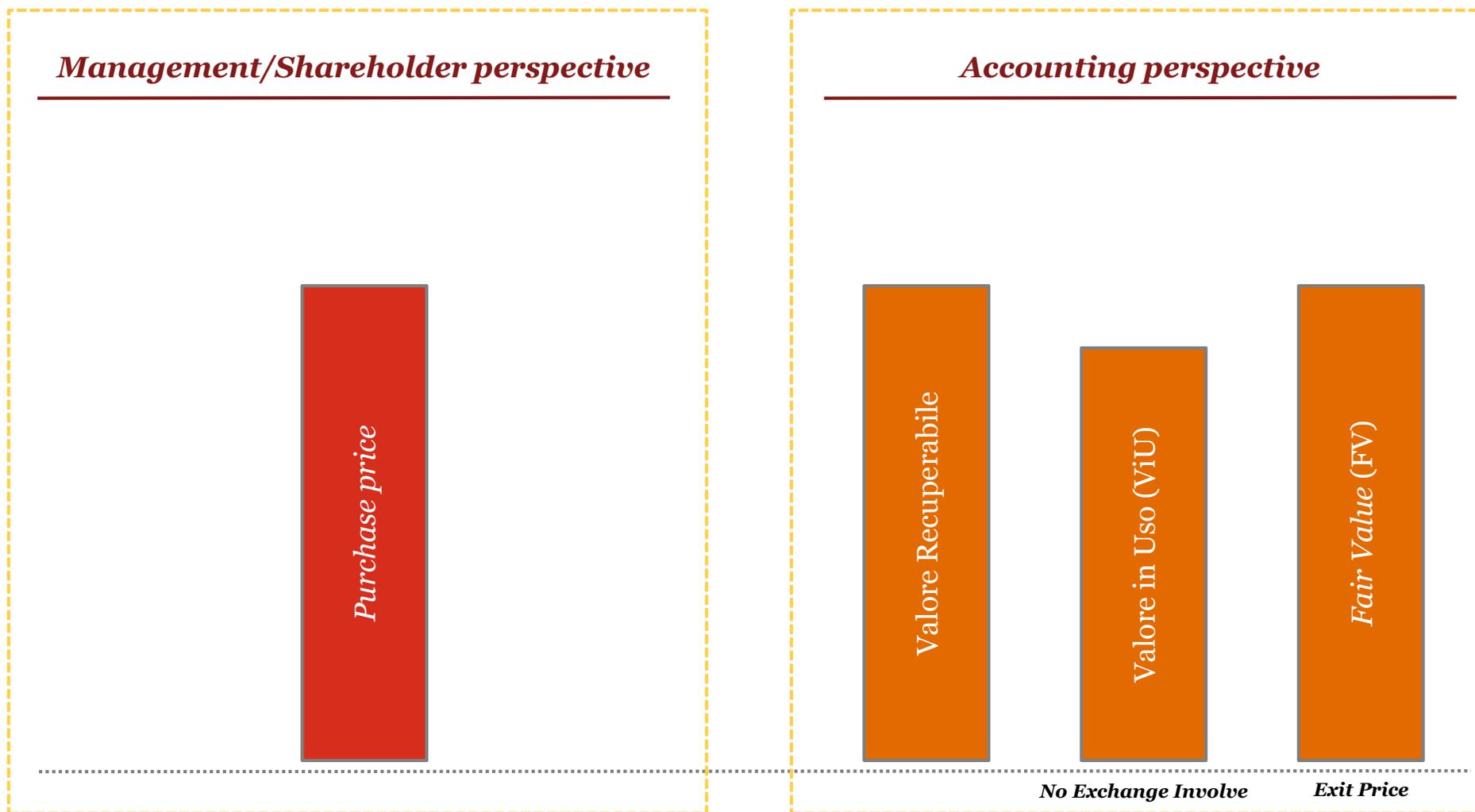
## Dall'acquisizione all'*Impairment Test* (cont'd)

Quali configurazioni di valore sottendono uno scambio?



## Dall'acquisizione all'*Impairment Test* (cont'd)

*Le configurazioni di valore rilevanti ai fini di bilancio*



# La riconciliazione delle configurazioni di valore, rilevanti ai fini di bilancio, nell'ambito di un *Income Approach*



La Società  $\alpha$  acquista la Società  $\beta$



## Deal Key Highlights

Tipologia di acquirente	Strategic Buyer
Data di acquisizione	Dicembre 2016
Quota % di acquisita	100% [totalitaria]
Deal Value (Equity Value)	Euro 726 mln
Deal EV/EBITDA Adjusted <small>Actual FY2016</small> Deal EV/EBITDA Adjusted <small>Expected FY2017</small>	7,6x 7,3x

## Informazioni sull'operazione

- ✓ Il *deal* permetterà di generare **sinergie strategiche** (sia *market participant* che *entity specific*) e **finanziarie** (minore costo opportunità del capitale).
- ✓ La realizzazione delle sinergie richiederà **investimenti** ed **interventi di restructuring**.
- ✓ Il rationale del *deal* è sintetizzabile attraverso il progetto di **ampliamento dell'attività della Società  $\alpha$  in US**:

- 1. raddoppio della capacità produttiva**, mediante la realizzazione di una **seconda linea di produzione** (Linea 2, identica a quella già esistente) con un'agevolazione fiscale, costituita da una riduzione di aliquota dal 35% al 25%;
- 2. risparmi acquisto delle materie prime**, rispetto ai costi sostenuti dalla Società  $\beta$  *stand alone*, i.e. *Sinergia Entity Specific*;
- 3. la realizzazione di economie di scala**, tale per cui al raddoppio della capacità produttiva i costi fissi monetari aumentano del 90%, i.e. *Sinergia Mkt Participant*.

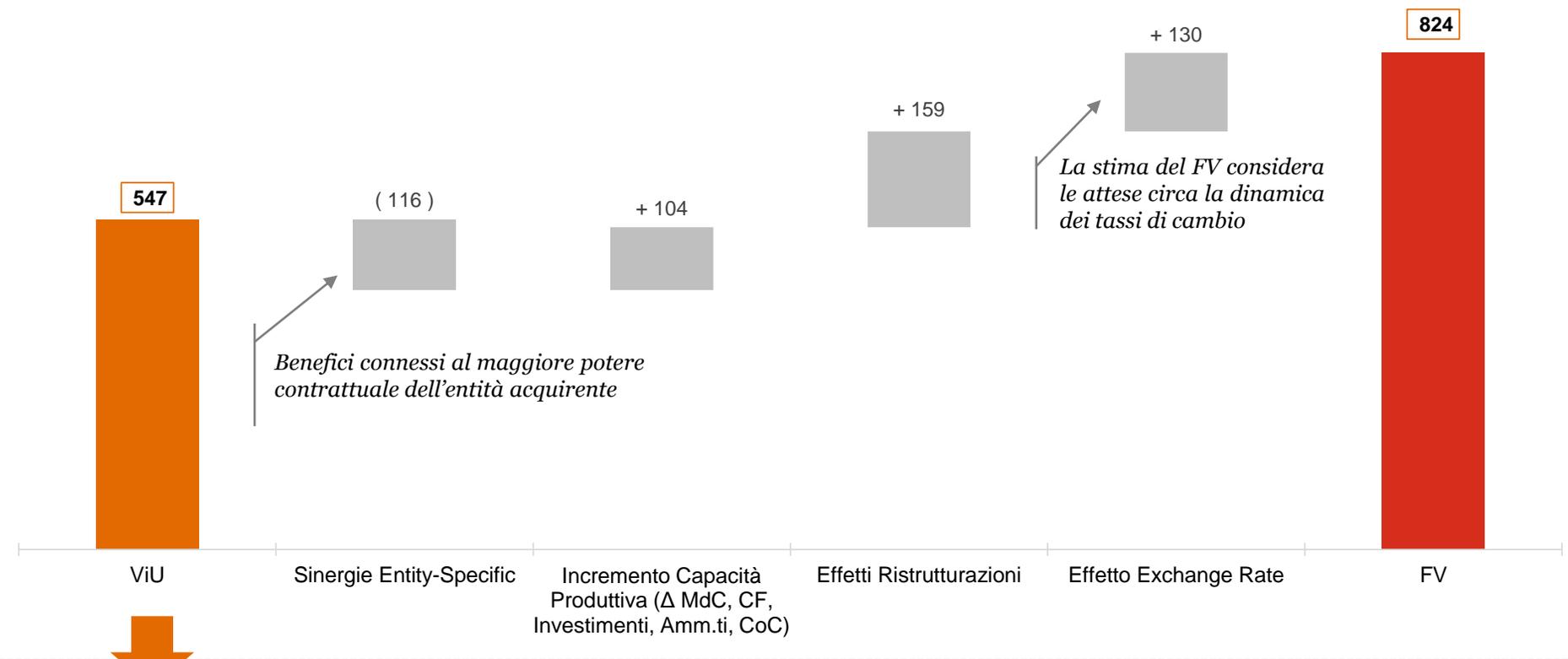
# La riconciliazione delle configurazioni di valore, rilevanti ai fini di bilancio, nell'ambito di un *Income Approach* (cont'd)

	<i>Value source</i>	<i>Benefici a...</i>	<i>Purchase Price</i>	<i>Fair Value</i>	<i>Value in Use</i>
Stand Alone	<i>Business As-Is</i>	<i>Venditore</i>	✓	✓	✓
	<i>Ottimizzazione</i>	<i>High and Best User</i>	...non tutti i benefici...	✓	✓
Sinergie	<i>Seconda Linea di Produzione</i>	<i>Market Participant</i>	...non tutti i benefici...	✓	✗
	<i>Savings Costi (Materie Prime)</i>	<i>Entity Specific</i>	...non tutti i benefici...	✗	✓
	<i>Incentivo Fiscale (Tax Rate da 35% a 25%)</i>	<i>Market Participant</i>	...non tutti i benefici...	✓	✗
	<i>Economie di scala (costi fissi)</i>	<i>Market Participant</i>	...non tutti i benefici...	✓	✗
	<i>Benefici netti Ristrutturazione</i>	<i>Market Participant</i>	...non tutti i benefici...	✓	✗
Prospettiva Investitore	<i>Tasso di cambio</i>	-	?	<i>Forward Rate</i>	<i>Spot Rate</i>
	<i>Execution Risk</i>	-	?	✓	✗
	<i>Wacc</i>	-	?	<i>Market Participant</i>	<i>Market Participant</i>

# Il Valore Recuperabile

*La riconciliazione tra il ViU ed il FV: prospettiva asset-side che prescinde dalle specifiche scelte della struttura finanziaria dell'entità considerata*

Valore Recuperabile l'anno successivo all'acquisizione: riconciliazione tra il ViU ed il FV



*Ma nel tempo, quando gli investimenti di espansione e le attività di restructuring verranno realizzati, quale sarà la sua evoluzione?*

---

Impairment Test e criticità operative: alcuni  
*special topics*

## A. Il Capitale Circolante Netto: *compare like with like*

### *OIC 9: il Capitale Investito Netto deve includere o meno il Capitale Circolante Netto?*

#### CASO 1

Si ipotizzi che la società abbia iscritti in bilancio al 31.12 dell'esercizio 0:

- cespite A: valore netto contabile 600, vita utile residua 5 anni;
- cespite B: valore netto contabile 400, vita utile residua 5 anni;
- avviamento: valore netto contabile 500, vita utile residua 5 anni.

I valori netti contabili dei cespiti A e B e dell'avviamento includono la quota di ammortamento maturata nell'esercizio 0.

Source: OIC 9, Casi Applicativi



#### 3.4 Il valore contabile della CGU

Il valore contabile della CGU include il valore contabile delle sole attività (non correnti) che possono essere attribuite direttamente, o ripartite secondo un criterio ragionevole e uniforme, alla CGU. Le poste dell'attivo circolante non sono incluse nel calcolo del valore contabile e del valore recuperabile, in quanto i saldi relativi al capitale circolante sono sottoposti separatamente a verifica per perdite di valore, conformemente a quanto stabilito dai principi applicabili (le rimanenze ed i crediti, per esempio, sono sottoposti a verifica sulla perdita di valore secondo le disposizioni dello IAS 2, *Rimanenze* e IAS 39, *Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione*). Inoltre, non devono essere incluse le passività relative alla *cash generating unit*, ad eccezione del caso in cui il valore recuperabile dell'unità generatrice di flussi finanziari sia stimabile solo includendo anche specifiche passività (si veda il capitolo 9.1). Ad esempio:

Avviamento	30
+ Altre attività immateriali	80
+ Attività materiali	170
= Valore contabile della CGU	280

Source: Serie Applicazioni IAS/IFRS, Impairment e Avviamento

## A. Il Capitale Circolante Netto: *compare like with like (cont'd)*

### *La neutralità del metodo selezionato*

✓ La Società A sta stimando il Valore in Uso di una CGU caratterizzata da una vita utile finita (*i.e.* no *terminal value*). Il Capitale Investito è suddiviso tra:

(i) Euro 180 mln di Immobilizzazioni Tecniche;

(ii) Euro 9 mln di Capitale Circolante Netto commerciale (per semplicità ipotizziamo che il magazzino sia nullo).



### Metodo 1: Inclusione del CCN

<b>In Euro/m</b>	<b>Year 1</b>	<b>Year 2</b>	<b>Year 3</b>	<b>Year 4</b>	<b>Totale</b>
EBITDA	...	...	...	...	
...	...	...	...	...	
Δ CCN commerciale	(10)	(12)	(13)	(14)	(49)
<b>Flusso di cassa operativo</b>	<b>90</b>	<b>108</b>	<b>117</b>	<b>126</b>	<b>441</b>

Valore Recuperabile  
no discounted 441

Capitale Investito  
Netto 189

**Surplus 252**

## A. Il Capitale Circolante Netto: *compare like with like (cont'd)*

### *La neutralità del metodo selezionato*

#### **Metodo 2: Esclusione del CCN**

<b>In Euro/m</b>	<b>Year 1</b>	<b>Year 2</b>	<b>Year 3</b>	<b>Year 4</b>	<b>Totale</b>
EBITDA	...	...	...	...	
...	...	...	...	...	
Δ CCN commerciale	(10)	(12)	(13)	(14)	(49)
CCN commerciale iniziale	(9)	-	-	-	(9)
<b>Flusso di cassa operativo</b>	<b>81</b>	<b>108</b>	<b>117</b>	<b>126</b>	<b>432</b>

Valore Recuperabile  
no discounted 432

Capitale Investito  
Netto 180

**Surplus 252**

*One-off cash flow*, in quanto la Società A deve “acquistare-ricostituire” il CCN commerciale per svolgere la sua attività. In questa prospettiva, il Flusso di cassa operativo del primo anno include l’assorbimento del CCN commerciale da Euro 0 mln ad Euro 19 mln, cioè il CCN commerciale a fine dell’anno 1.

*Le risultanze delle due metodologie, in termini di Surplus, differiscono per il solo effetto connesso all’attualizzazione del CCN commerciale iniziale (**neutralità del metodo selezionato**).*

*Nell’esempio presentato i risultati sono illustrati ante processo di attualizzazione.*



**Anche l’impatto del magazzino risulta neutrale? Il caso del gross up...**

## B. La stima del Valore in Uso: il tasso di sconto al lordo delle imposte?

*Come determinarlo, dato che non è osservabile sul mercato finanziario?*

---

26. Il(i) tasso(i) di sconto usato(i) ai fini del calcolo del valore attuale è(sono) il(i) tasso(i) al lordo delle imposte che rifletta(ano) le valutazioni correnti del mercato:
- del valore temporale del denaro, e
  - dei rischi specifici dell'attività per i quali le stime dei flussi finanziari futuri non sono state rettificare.
- Il(i) tasso(i) di sconto utilizzato(i) per valutare il valore d'uso di un'attività non riflette(ono) i rischi per i quali le stime dei flussi finanziari futuri sono state rettificare, per evitare duplicazioni.

7

Source: OIC 9



## B. La stima del Valore in Uso: il tasso di sconto al lordo delle imposte? (cont'd)

### *Pre-tax vs Post-tax Calculation*

---

#### Alcune considerazioni teoriche

- ✓ I Principi Contabili Nazionali (OIC 9) ed Internazionali (IAS 36) richiedono che il Valore in Uso sia calcolato “**on a pre-tax basis**”. Secondo quanto illustrato nelle *Basis for Conclusion* dello IAS 36: “*Discounting post-tax cash flows at post-tax discount rate should lead to the same result as discounting pre-tax cash flows with pre-tax discount rate*” (IAS 36.BCZ85).
- ✓ Alcune metodologie, spesso osservate tra i *practitioners*, quali:
  - i. **omettere il tax-shield** nella stima del costo del debito,
  - ii. oppure effettuare il “*grossing up*” del tasso di attualizzazione,  **$Wacc/(1-tax\ rate)$**  e dei flussi di cassa,  **$FCF/(1-tax\ rate)$** ,

**non risultano compliant con il dettato dei Principi Contabili.** Ad esempio, perché un *pre-tax cost of equity* non può essere osservato sul mercato dei capitali (e.g. CAPM), oppure nel caso del “*grossing up*” del tasso di attualizzazione perché il *timing* del *tax payment* non sempre coincide con quello della *tax base* (i.e. ricavi e costi).
- ✓ Per convertire un tasso di attualizzazione *post-tax* in *pre-tax* è necessario un **processo di calcolo iterativo**, come di seguito illustrato nelle successive *slide* mediante un esempio.

## B. La stima del Valore in Uso: il tasso di sconto al lordo delle imposte? (cont'd)

### Pre-tax vs Post-tax Calculation

#### Step 1: post-tax analysis

Tax Rate 35%

Wacc post-tax 8,0%

In Euro/K	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8
EBITDA	365	370	375	380	385	390	395	400
D&A	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)
<b>EBIT</b>	<b>125</b>	<b>130</b>	<b>135</b>	<b>140</b>	<b>145</b>	<b>150</b>	<b>155</b>	<b>160</b>
EBITDA	365	370	375	380	385	390	395	400
D&A fiscali <sup>1</sup>	(800)	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	(435)	370	375	380	385	390	395	400
Imposte	152	(130)	(131)	(133)	(135)	(137)	(138)	(140)
<b>NOPAT</b>	<b>277</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>20</b>
D&A	240	240	240	240	240	240	240	240
Capex	-	-	-	-	-	-	-	-
Δ CCN commerciale	(3)	(3)	(4)	(4)	(5)	(5)	(6)	30
<b>Flusso di cassa operativo [post-tax]</b>	<b>515</b>	<b>238</b>	<b>240</b>	<b>243</b>	<b>246</b>	<b>249</b>	<b>251</b>	<b>290</b>
Periodo	1	2	3	4	5	6	7	8
Fattore di sconto	0,93	0,86	0,79	0,74	0,68	0,63	0,58	0,54
<b>PV(Flusso di cassa operativo) [post-tax]</b>	<b>477</b>	<b>204</b>	<b>191</b>	<b>179</b>	<b>167</b>	<b>157</b>	<b>147</b>	<b>157</b>
<b>Valore in Uso</b>	<b>1.677</b>							

<sup>1</sup>Il costo storico dell'asset è pari ad Euro 2,400K (Year -1) e la vita utile fiscale è pari 3 anni (Year 1 ultimo anno di "vita fiscale")

## B. La stima del Valore in Uso: il tasso di sconto al lordo delle imposte? (cont'd)

### Pre-tax vs Post-tax Calculation

#### Step 2: pre-tax cash flows

Tax Rate 0%

Wacc pre-tax ?

In Euro/K	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8
EBITDA	365	370	375	380	385	390	395	400
D&A	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)
<b>EBIT</b>	<b>125</b>	<b>130</b>	<b>135</b>	<b>140</b>	<b>145</b>	<b>150</b>	<b>155</b>	<b>160</b>
EBITDA	365	370	375	380	385	390	395	400
D&A fiscali <sup>1</sup>	(800)	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	(435)	370	375	380	385	390	395	400
Imposte	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>NOPAT</b>	<b>125</b>	<b>130</b>	<b>135</b>	<b>140</b>	<b>145</b>	<b>150</b>	<b>155</b>	<b>160</b>
D&A	240	240	240	240	240	240	240	240
Capex	-	-	-	-	-	-	-	-
Δ CCN commerciale	(3)	(3)	(4)	(4)	(5)	(5)	(6)	30
<b>Flusso di cassa operativo [pre-tax]</b>	<b>363</b>	<b>367</b>	<b>372</b>	<b>376</b>	<b>381</b>	<b>385</b>	<b>390</b>	<b>430</b>
Periodo	1	2	3	4	5	6	7	8
Fattore di sconto	0,93	0,86	0,79	0,74	0,68	0,63	0,58	0,54
<b>PV(Flusso di cassa operativo) [pre-tax]</b>	<b>336</b>	<b>315</b>	<b>295</b>	<b>276</b>	<b>259</b>	<b>243</b>	<b>227</b>	<b>232</b>

**Valore in Uso**

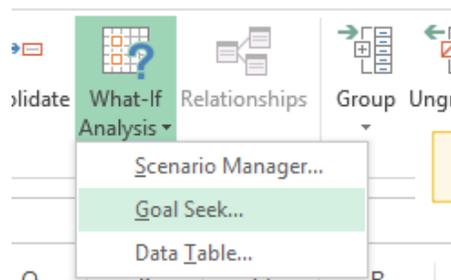
<sup>1</sup>Il costo storico dell'asset è pari ad Euro 2,400K (Year -1) e la vita utile fiscale è pari 3 anni (Year 1 ultimo anno di "vita fiscale")

## B. La stima del Valore in Uso: il tasso di sconto al lordo delle imposte? (cont'd)

### Pre-tax vs Post-tax Calculation

#### Step 3a: calcolo iterativo

Attivare in Excel la funzione "Goal Seek"



Goal seek function in Excel  
Data → What-If Analysis → Goal Seek

Calcolo del Wacc pre-tax che permette di ottenere un ViU uguale a risultante dal calcolo post-tax (Euro 1.677K)

In Euro/K	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8
EBITDA	365	370	375	380	385	390	395	400
D&A	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)
EBIT	125	130	135	140	145	150	155	160
EBITDA	365	370	375	380	385	390	395	400
D&A fiscali <sup>1</sup>	(800)	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	(435)	310	315	320	325	330	335	340
Imposte	-	-	-	-	-	-	-	-
NOPAT	125	130	135	140	145	150	155	160
D&A	240	240	240	240	240	240	240	240
Capex	-	-	-	-	-	-	-	-
Δ CCN commerciale	(3)	-	-	-	-	(5)	(6)	30
Flusso di cassa operativo [pre-tax]	363	367	372	376	381	385	390	430
Periodo	1	2	3	4	5	6	7	8
Fattore di sconto	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
PV(Flusso di cassa operativo) [pre-tax]	309	367	372	376	381	385	390	430
Valore in Uso								

## B. La stima del Valore in Uso: il tasso di sconto al lordo delle imposte? (cont'd)

### Pre-tax vs Post-tax Calculation

#### Step 3b: pre-tax results

Tax Rate 0%

Wacc pre-tax 15,3%

In Euro/K	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8
EBITDA	365	370	375	380	385	390	395	400
D&A	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)
<b>EBIT</b>	<b>125</b>	<b>130</b>	<b>135</b>	<b>140</b>	<b>145</b>	<b>150</b>	<b>155</b>	<b>160</b>
EBITDA	365	370	375	380	385	390	395	400
D&A fiscali <sup>1</sup>	(800)	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	(435)	370	375	380	385	390	395	400
Imposte	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>NOPAT</b>	<b>125</b>	<b>130</b>	<b>135</b>	<b>140</b>	<b>145</b>	<b>150</b>	<b>155</b>	<b>160</b>
D&A	240	240	240	240	240	240	240	240
Capex	-	-	-	-	-	-	-	-
Δ CCN commerciale	(3)	(3)	(4)	(4)	(5)	(5)	(6)	30
<b>Flusso di cassa operativo [pre-tax]</b>	<b>363</b>	<b>367</b>	<b>372</b>	<b>376</b>	<b>381</b>	<b>385</b>	<b>390</b>	<b>430</b>
Periodo	1	2	3	4	5	6	7	8
Fattore di sconto	0,87	0,75	0,65	0,57	0,49	0,43	0,37	0,32
<b>PV(Flusso di cassa operativo) [pre-tax]</b>	<b>314</b>	<b>276</b>	<b>242</b>	<b>213</b>	<b>187</b>	<b>164</b>	<b>144</b>	<b>138</b>

**Valore in Uso**

**1.677**

<sup>1</sup>Il costo storico dell'asset è pari ad Euro 2,400K (Year -1) e la vita utile fiscale è pari 3 anni (Year 1 ultimo anno di "vita fiscale")

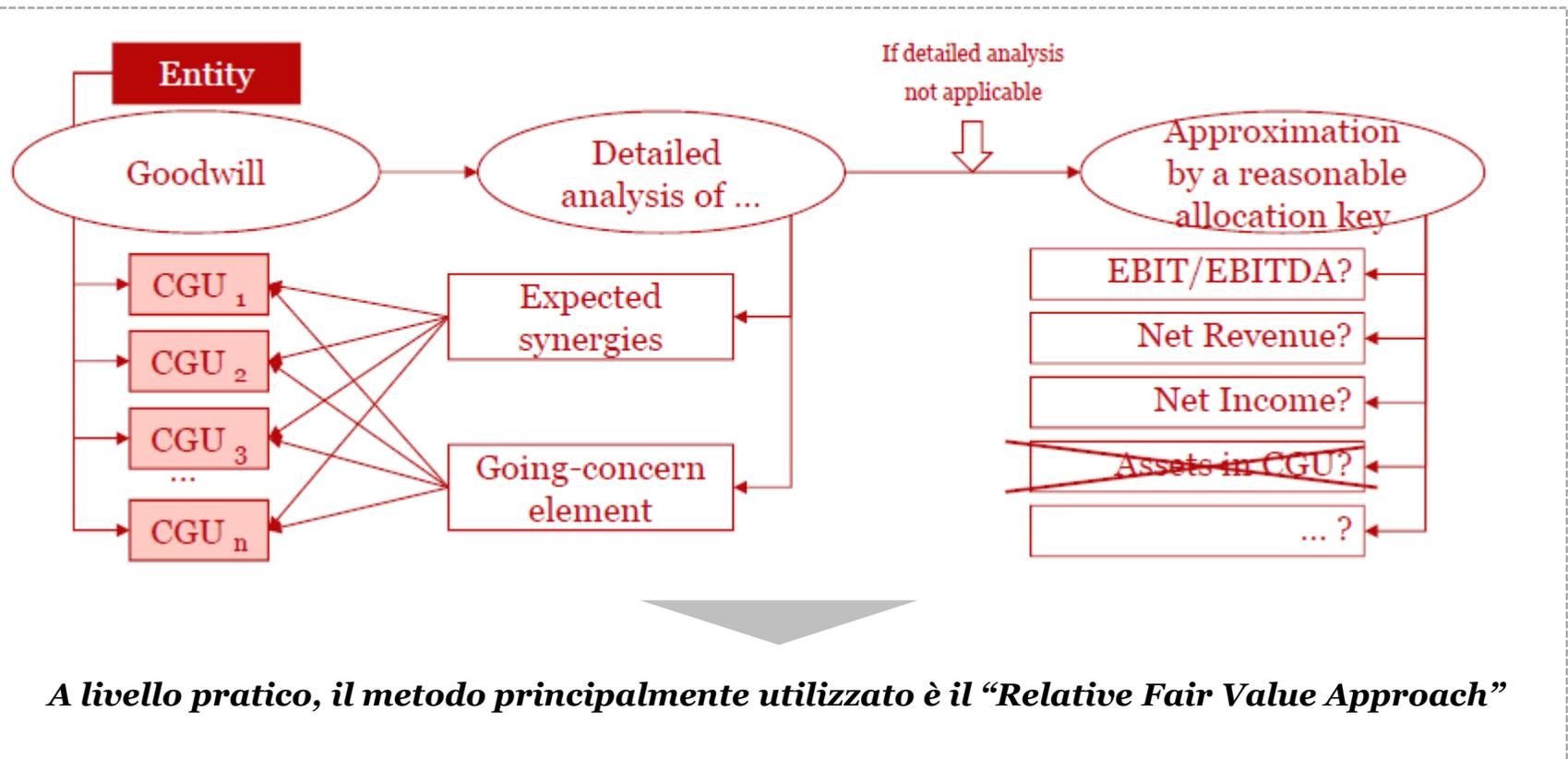
## C. L'allocazione iniziale dell'Avviamento

### Il framework teorico di riferimento

OIC 9

“Ai fini della verifica della sua recuperabilità l'avviamento è allocato, in sede di prima iscrizione in bilancio, ad una o più UGC. Per effettuare tale allocazione occorre **individuare le UGC che ci si aspetta generino i flussi di benefici che giustificano l'iscrizione in bilancio dell'avviamento.**”

IAS 36



## D. Avviamento: dismissione di una CGU e/o riorganizzazione aziendale

### *Il fallimento del “Relative Value Approach”, un caso pratico*

- ✓ Il Gruppo S è una realtà multinazionale con una presenza capillare in diversi continenti. Nel 2012 il Gruppo S ha acquistato Z, un Gruppo che opera prevalentemente in America Latina. L'avviamento emerso dalla *business combination* è stato pari ad Euro 1 milione ed il Management del Gruppo S ha inizialmente identificato 3 CGUs (A, B e C), sulla base delle *location* geografiche delle attività svolte.
- ✓ Nel 2016 è stato avviato un processo di riorganizzazione aziendale. Il Management del Gruppo S ha rideterminato le CGUs sulla base del portafoglio prodotti offerti dal Gruppo Z (3 nuove CGUs, X, Y e Z). Le CGUs X e Y svolgono prevalentemente un'attività manifatturiera, producendo e commercializzando rispettivamente i prodotti X e Y in America Latina, mentre C è una *consultancy firm*.
- ✓ Sulla base dell'applicazione *Relative Fair Value Approach*, ottenuto mediamente un *Income Approach*, il Management ha ottenuto le seguenti risultanze:

In Euro/K	CGU X	CGU Y	CGU Z	Totale
<b>Fair Value complessivo</b>	<b>4.000</b>	<b>6.000</b>	<b>10.000</b>	<b>20.000</b>
Fair Value complessivo %	20%	30%	50%	100%
<b>Avviamento allocato</b>	<b>200</b>	<b>300</b>	<b>500</b>	<b>1.000</b>
Carrying Amount ante allocazione GW	3.800	6.000	5.000	14.800
Carrying Amount post allocazione GW	4.000	6.300	5.500	
<b>Headroom (Svalutazione)</b>	<b>-</b>	<b>(300)</b>	<b>4.500</b>	

Svalutazione



## D. Avviamento: dismissione di una CGU e/o riorganizzazione aziendale (cont'd)

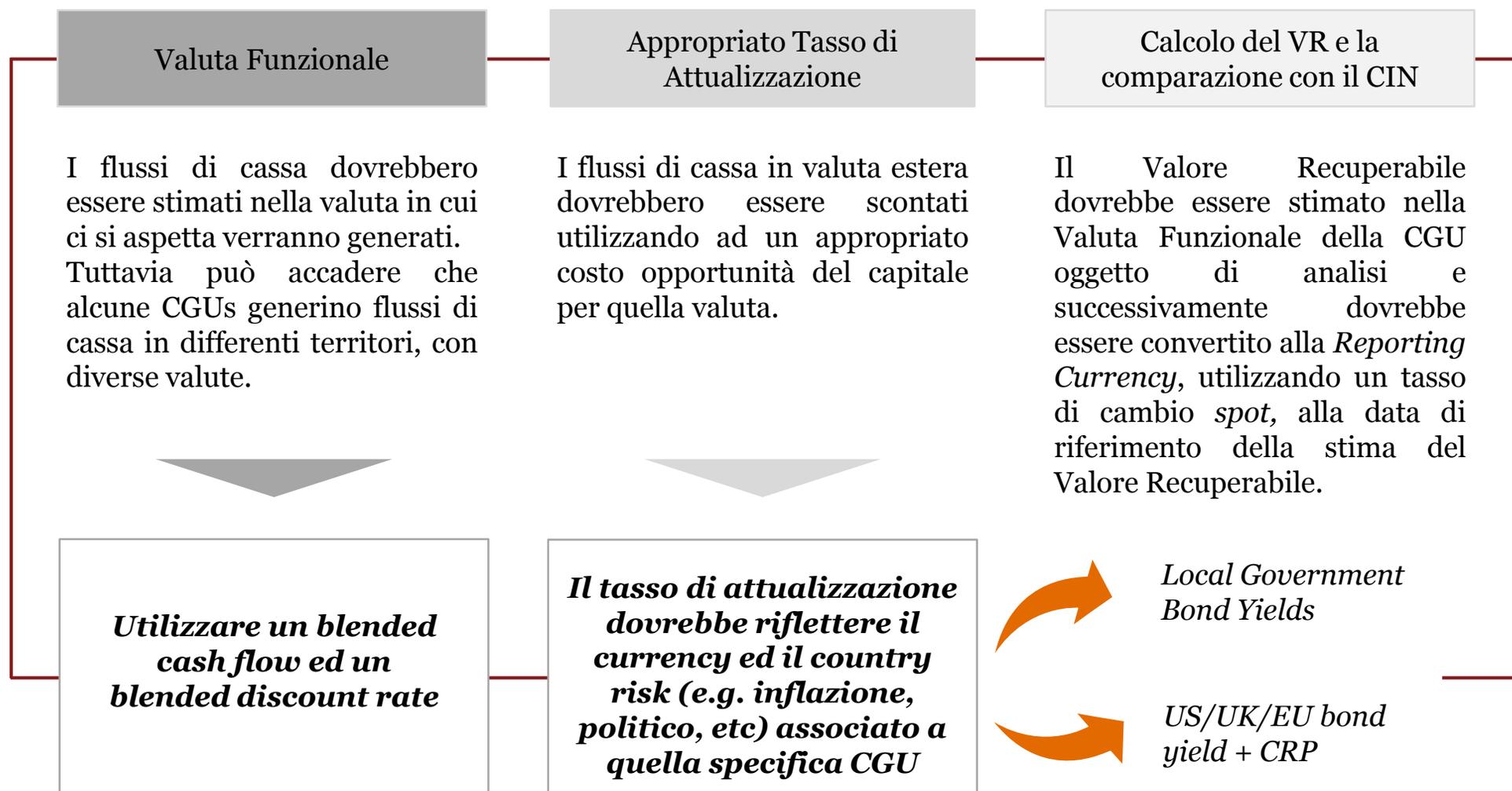
### *Il fallimento del “Relative Value Approach”, un caso pratico*

- ✓ Tuttavia questo approccio prescinde dalle peculiarità dei *business* oggetto di analisi, come dimostrato dalle risultanze ottenute (immediata svalutazione della CGU Y). Infatti le CGU X e Y sono *manufacturing businesses*, e pertanto *highly asset-intensive*, mentre la CGU C, essendo un *consultancy business*, è caratterizzato da una minore dotazione patrimoniale.
- ✓ Quale può essere un approccio alternativo al “*Relative Fair Value approach*”, al fine di considerare le differenti peculiarità dei *business*, in termini di intensità di capitale, che caratterizzano le 3 CGUs oggetto di analisi?

<u>In Euro/K</u>	<u>CGU X</u>	<u>CGU Y</u>	<u>CGU Z</u>	<u>Totale</u>	
Fair Value complessivo	4.000	6.000	10.000	20.000	
Carrying Amount ante allocazione GW	3.800	6.000	5.000	14.800	
<b>Avviamento nozionale</b>	<b>200</b>	-	<b>5.000</b>	<b>5.200</b>	Si tratta di effettuare una sorta di PPA per ciascuna CGU
Avviamento Nozionale %	4%	0%	96%	100%	
<b>Avviamento allocato</b>	<b>38</b>	-	<b>962</b>	<b>1.000</b>	Avviamento da allocare
Carrying Amount post allocazione GW	3.838	6.000	5.962		
<b>Headroom (Svalutazione)</b>	<b>162</b>	-	<b>4.038</b>		

## E. Valore in Uso e Flussi di Cassa denominati in valuta estera

### *Alcune considerazioni pratiche*



## E. Valore in Uso e Flussi di Cassa denominati in valuta estera (cont'd)

### Wacc: il concetto di blended discount rate

#### In teoria...

I flussi di cassa che sono generati in molteplici paesi dovrebbero essere scontati separatamente *utilizzando local currency discount rate e local currency ERP*, al fine di determinare il ViU, e successivamente dovrebbero essere convertiti al tasso di cambio *spot* al fine di ottenere in ViU nella Valutazione Funzionale della CGU.

#### Ma in pratica?

A causa della granularità e della interconnessione dei flussi di cassa prospettici l'esercizio suggerito dalla teoria risulta di difficile applicazione.

#### Soluzione suggerita

Calcolare il tasso di attualizzazione (incluso il CRP), e pesare mediante un adeguata metrica al fine di stimare un *blended discount rate* da applicare ai *cash flows* complessivi.

Wacc - Post-Tax	Italy	UK	Russia	Blended
Risk-free rate	1,8%	1,2%	8,5%	2,6%
Equity Risk Premium (ERP)	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
$\beta$ Unlevered	0,86	0,86	0,86	0,86
D/E	0,08	0,08	0,08	0,08
$\beta$ Levered	0,93	0,93	0,93	0,93
Market Risk Premium	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
<b>Ke - LC</b>	<b>7,4%</b>	<b>6,8%</b>	<b>14,0%</b>	<b>8,2%</b>
<i>Risk-free rate</i>	1,8%	1,2%	8,5%	2,61%
<i>Estimated Credit Spread</i>	2,0%	2,0%	2,0%	2,00%
Gross cost of debt	3,8%	3,2%	10,5%	4,6%
Tax Rate	24,0%	19,0%	20,0%	21,7%
Tax Shield	(0,9%)	(0,6%)	(2,1%)	(1,0%)
<b>Kd after-tax - LC</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,6%</b>	<b>8,4%</b>	<b>3,6%</b>
D/(D+E)	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
E/(E+D)	92,4%	92,4%	92,4%	92,4%
<b>WACC - LC</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,5%</b>	<b>13,6%</b>	<b>7,8%</b>
Currency	EUR	GBR	RUB	
Weight based on EBIT	50%	35%	15%	



## F. I limiti dell'approccio basato sulla capacità di ammortamento

### *Alcune riflessioni critiche*

La *capacità di ammortamento* di un dato esercizio è costituita dal margine economico che la gestione mette a disposizione per la copertura degli ammortamenti. La capacità di ammortamento è determinata sottraendo algebricamente al risultato economico dell'esercizio gli ammortamenti delle immobilizzazioni.

Source: OIC 9



**1**

### *Volatilità dei risultati in capo alle imprese vicine alla soglia dimensionale*

- ✓ Siccome il criterio fondato sui **flussi di cassa attualizzati è più “severo”** di quello fondato sui flussi di cassa non attualizzati potrebbe accadere che in un esercizio un'impresa di dimensioni appena inferiori alla **soglia dimensionale** superi le verifiche di recuperabilità dei cespiti al verificarsi di fattori di presunzione di perdita durevole, ma l'anno successivo **superando la soglia si trovi costretta a svalutare** non tanto perché siano intervenuti fatti nuovi negativi, ma solo perché è scattato l'obbligo di un *test* più “severo”.
- ✓ Questa circostanza sarebbe **difficile da comprendere da parte dei fruitori esterni del bilancio**. Lo stesso potrebbe accadere per effetto di **una fusione di due imprese sotto soglia** che considerate congiuntamente la superano.

Source: M. Bini (2013)

## F. I limiti dell'approccio basato sulla capacità di ammortamento (*cont'd*)

### *Alcune riflessioni critiche*

#### *Applicazione dell'approccio basato sulla capacità di ammortamento (approccio semplificato)*

L'andamento prospettico della gestione, così come desunto dai piani aziendali più recenti a disposizione, è il seguente:

	anno 1	anno 2	anno 3	anno 4	anno 5	tot
ricavi	4.000	6.500	9.000	9.000	9.000	37.500
costi variabili	-2.500	-3.750	-5.000	-5.000	-5.000	-21.250
costi fissi	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-15.000
oneri finanziari	-200	-200	-200	-200	-200	-1.000
<b>capacità d'ammortamento</b>	<b>-1.700</b>	<b>-450</b>	<b>800</b>	<b>800</b>	<b>800</b>	<b>250</b>
ammortamenti A	-120	-120	-120	-120	-120	-600
ammortamenti B	-80	-80	-80	-80	-80	-400
ammortamento avviamento	-100	-100	-100	-100	-100	-500
<b>totale ammortamenti</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>	<b>-1.500</b>
<b>risultato netto</b>	<b>-2.000</b>	<b>-750</b>	<b>500</b>	<b>500</b>	<b>500</b>	<b>-1.250</b>

Source: OIC 9



## 2

*Coerenza fra le verifiche fondate sui flussi attualizzati e quelle fondate sui flussi non attualizzati*

- ✓ I **casi applicativi** riportati in Appendice C del principio sembrano riferirsi a una **verifica equity side** (cioè fondata su risultati al netto degli oneri finanziari) quando si adotta l'**approccio semplificato**, e a una verifica **asset side** (fondata sui risultati operativi, cioè al lordo di oneri finanziari) **quando si tratta di flussi di cassa**. Ciò mentre sarebbe naturale pensare che la verifica di recuperabilità delle attività dovrebbe sempre seguire una logica **asset side** (al lordo degli oneri finanziari).

## G. La verifica della capacità previsionale del *Management*

### *L'analisi per scostamenti*

#### Il framework teorico di riferimento

- ✓ Spesso il Professionista è chiamato ad effettuare una valutazione ricevendo **stime da parte del Management** societario, eventualmente approvate da un organo di amministrazione (tipicamente il Consiglio di Amministrazione). Ai fini dell'utilizzo delle stime per la valutazione è necessario effettuare una **analisi storica degli scostamenti** tra le proiezioni e quanto effettivamente consuntivato. Ciò al fine di **verificare l'effettiva capacità predittiva** della società ed al fine di verificare che i più recenti scostamenti osservati tra *budget* e consuntivo siano recepiti nelle nuove proiezioni.
- ✓ Ai fini dell'analisi per scostamenti è opportuo far una distinzione fra due tipologie di scostamenti:



**1**  
Scostamenti non  
sistematici

Scostamenti imputabili a fattori di **natura specifica** aziendale (natura non sistematica);



**2**  
Scostamenti  
sistematici

Scostamenti imputabili a fattori di **natura esterna** e quindi sistematici.

- ✓ Tali scostamenti sono legati a **differenti tipologie di rischio**: il rischio specifico ed il rischio sistematico. A livello teorico nelle valutazioni il **rischio specifico** dovrebbe essere catturato nei **flussi di risultato attesi**, mentre il **rischio sistematico** nel costo opportunità del capitale (in particolare dal **coefficiente beta,  $\beta$** ).
- ✓ Pertanto sotto il profilo valutativo occorrerebbe tenere conto dei soli **scostamenti di natura specifica aziendale giudicati non transitori**; tali scostamenti andrebbero idealmente **“trascinati” nel nuovo piano**.

## G. La verifica della capacità previsionale del *Management* (cont'd)

*Gli scostamenti di natura sistematica con riguardo al tasso di interesse*

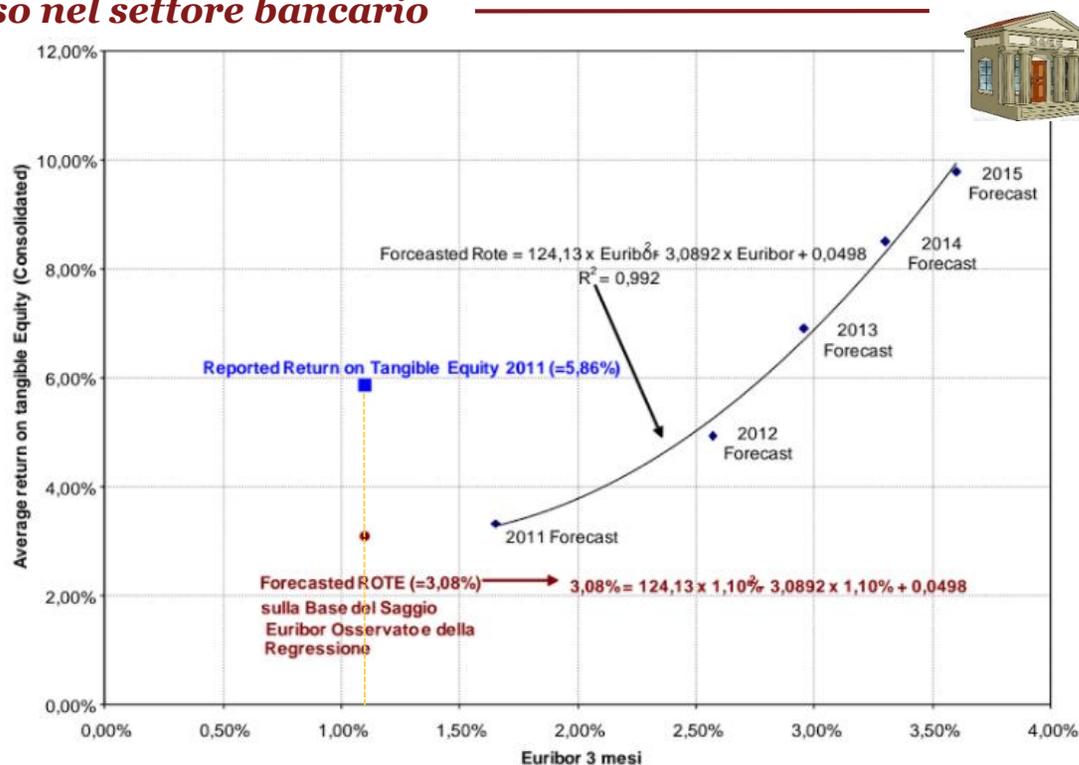
### Un caso nel settore bancario

**1** Dal piano del *Management* è stata stimata la sensibilità della redditività della banca rispetto ai tassi di interessi interbancari previsti nei differenti anni ed oggetto dell'ultima previsione effettuata.

**2** Sulla base della relazione individuata si procede a stimare il RoTE per l'ultimo esercizio consuntivato, sulla base del tasso EURIBOR effettivamente osservato nel corso dell'ultimo esercizio.

**3** Lo scostamento di natura sistematica è stimabile come differenza tra la redditività della banca fondata sulla previsione di tasso medio annuo formulata in sede di *budget* ed il RoTE stimato al punto precedente (2).

**4** Lo scostamento di natura non sistematica è ricavabile invece come differenza tra il RoTE effettivo ed il ROTE stima al punto precedente (3).



A) Rote da Budget 2011	3,32%
B) Rote di Piano Implicito in un Tasso Euribor pari all'1,10% = $4,98\% - 3,0892 \times \text{Euribor} + 124,13 \times \text{Euribor}^2$	3,08%
C) Scostamento di Natura Sistematica = B - A	-0,24%
D) Rote Effettivo 2011 (Proxy: Rote II Se. 2010 - I Sem. 2011)	5,86%
E) Scostamento di Natura Specifica = D - B	2,78%
F) Scostamento Complessivo = C + E = D - A	2,56%

*Grazie per l'attenzione*

*Q&A*

*stefano.giussani@it.pwc.com*

*luca.durini@it.pwc.com*

*"Nowadays people know the price of  
everything and the value of nothing."*

*(Oscar Wilde, The Picture of Dorian Gray)*