



ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
DI MILANO

RIVISTA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

ANNO LVII
2006

*Rivista pubblicata con il patrocinio
del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti
e con la collaborazione editoriale della Fondazione Aristeta*



GIUFFRÈ EDITORE - MILANO

LORENZO POZZA
Professore associato
Istituto Amministrazione Finanza e Controllo
Università L. Bocconi

CHIARA MANCINI
Professore a contratto
Istituto Amministrazione Finanza e Controllo
Università L. Bocconi

IAS 36 — IMPAIRMENT OF ASSETS: IL TEST DI IMPAIRMENT NELLA VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI (*) ()**

SOMMARIO: **1.** La rappresentazione in bilancio delle partecipazioni secondo gli IAS. *L'impairment test*. — **2.** Il test di *impairment*: lineamenti generali; a) la determinazione del *fair value less costs to sell*; b) la determinazione del *value in use*. — **3.** Il test di *impairment*: l'applicazione all'*asset* « partecipazione ». — **4.** La determinazione del valore recuperabile: il *focus* sui flussi attesi. — **5.** La stima dei flussi finanziari futuri per la determinazione del *value in use*: alcune « cautele ». — **6.** La « specificità » del *value in use* e la « generalità » del *fair value*: la considerazione delle sinergie. — **7.** I premi puri di controllo nel calcolo di *value in use* e *fair value*. — **8.** La considerazione dei flussi della gestione finanziaria e delle imposte. — **9.** Conclusioni.

1. La rappresentazione in bilancio delle partecipazioni secondo gli IAS. *L'impairment test*. — I principi contabili internazionali (IAS/IFRS) introducono significative novità in tema di rappresentazione in bilancio delle partecipazioni.

Profondamente rinnovato è il criterio di classificazione delle partecipazioni; non più partecipazioni da classificarsi nell'attivo immobilizzato ovvero nell'attivo circolante in ragione della destina-

(*) Il presente contributo è frutto del lavoro congiunto degli autori. È possibile tuttavia riferire i parr. 1, 3, 5, 7, 9 a Lorenzo Pozza e i parr. 2, 4, 6, 8 a Chiara Mancini.

(**) Il presente contributo è in corso di pubblicazione all'interno dei Quaderni del Progetto FIN.TE.M.A. presso le Edizioni EGEEA. Gli autori ringraziano l'Editore per la gentile concessione alla pubblicazione.

zione funzionale, bensì partecipazioni in società controllate, collegate, *joint venture* e altre partecipazioni diverse dalle precedenti (distinte, a loro volta, in attività finanziarie *available for sale* o *held for trading*).

Diversa poi è la valutazione delle differenti tipologie di partecipazioni nel bilancio separato ovvero in quello consolidato.

Infatti, nel bilancio separato:

— le partecipazioni in società controllate, collegate e *joint venture* sono valutate alternativamente al costo ovvero al *fair value*;

— le altre partecipazioni (diverse dalle categorie sopra menzionate) sono valutate a *fair value*; le variazioni di *fair value* sono imputate, per le partecipazioni *held for trading*, a conto economico, mentre per quelle *available for sale*, nella maggior parte dei casi, a patrimonio netto.

Nel bilancio consolidato:

— le partecipazioni in società controllate sono consolidate con il metodo integrale;

— le partecipazioni in società collegate sono valutate con il metodo del patrimonio netto;

— le partecipazioni in *joint venture* sono, alternativamente, consolidate con il metodo proporzionale ovvero valutate con il metodo del patrimonio netto;

— le altre partecipazioni sono valutate come nel bilancio separato, cioè a *fair value*.

Tra le principali novità suscitate dall'introduzione dei principi IAS in merito alla rappresentazione in bilancio delle partecipazioni, è di particolare interesse il tema dell'*impairment test*. Si tratta di una « verifica di valore » periodica richiesta dallo IAS 36 per i principali *asset* detenuti dall'impresa ⁽¹⁾ e, tra questi, per le

(1) Sono soggette al test di *impairment* tutte le attività, ad eccezione di: rimanenze, attività derivanti da commesse a lungo termine, attività fiscali differite, attività derivanti da benefici per i dipendenti, attività finanziarie diverse dalle partecipazioni in società controllate, collegate e *joint venture*, investimenti immobiliari valutati a *fair value*, attività non correnti classificate come possedute per la dismissione, attività biologiche connesse all'attività agricola valutate al *fair value* dedotti i costi stimati al punto vendita, costi di acquisizione differiti e attività immateriali derivanti dai diritti contrattuali dell'assicuratore in contratti cui si applica l'IFRS 4.

partecipazioni in società controllate, collegate e *joint venture* contabilizzate in bilancio secondo il criterio del costo.

L'obiettivo fondamentale del test in parola è quello di rettificare il valore di costo in presenza di diminuzioni di valore. A tal fine si richiede ai redattori di bilancio di confrontare periodicamente il valore di carico dell'*asset* con il suo valore « effettivo » (definito « valore recuperabile »). Se il valore effettivo risulta inferiore rispetto al dato contabile, occorre rilevare in bilancio una *impairment loss*.

Nel seguito si tracciano i lineamenti generali del test di *impairment*, per svolgere poi alcune riflessioni sulle principali problematiche applicative del test in parola con specifico riguardo alle partecipazioni.

2. Il test di *impairment*: lineamenti generali. — Lo IAS 36 definisce, in generale, i principi che una società deve applicare per assicurarsi che i suoi *asset* siano iscritti in bilancio ad un valore non superiore a quello cosiddetto « recuperabile », inteso come il valore che può essere ottenuto dall'utilizzo o dalla vendita dell'*asset* medesimo.

In particolare, si richiede alla società di verificare, a ogni data di bilancio, se esistono segnali tali da indurre a ritenere che un determinato *asset* ha subito una riduzione di valore. Se esiste una qualsiasi indicazione in proposito, è necessario eseguire il test di *impairment*; si deve cioè stimare il cosiddetto valore recuperabile dell'*asset*. Tale valore è il maggiore tra *i*) il *fair value*, al netto dei costi diretti di vendita (« *fair value less costs to sell* »), e *ii*) il valore d'uso (« *value in use* »).

Se il valore recuperabile risulta inferiore rispetto al dato contabile, la società deve rilevare in bilancio una *impairment loss* di importo pari all'eccedenza del valore contabile dell'*asset* rispetto al valore recuperabile.

Il test di *impairment*, dunque, si articola nelle seguenti fasi:

- a) determinazione del *fair value less costs to sell* dell'*asset*;
- b) determinazione del suo *value in use*;
- c) confronto del maggiore tra i valori *sub a)* e *b)* con il valore contabile dell'*asset* medesimo.

a) La determinazione del *fair value less costs to sell*. — Il

fair value less costs to sell (nel seguito « *fair value* ») di un *asset* è l'ammontare ottenibile dalla sua vendita in una libera transazione tra parti consapevoli e disponibili, al netto dei costi di dismissione.

Per misurare il *fair value*, occorre procedere nei seguenti termini:

— se esiste un accordo vincolante di vendita dell'*asset* tra parti indipendenti, il prezzo definito in tale accordo, al netto dei costi di dismissione, rappresenta il *fair value*;

— se non esiste alcun accordo vincolante di vendita, ma esiste un mercato attivo dell'*asset*, il *fair value* è costituito dal prezzo d'offerta corrente (*bid price*) o, in sua assenza, dal prezzo fatto nella transazione più recente, eventualmente rettificato per tenere conto di significativi mutamenti intervenuti nel contesto economico;

— se non esiste alcun accordo vincolante di vendita, né un mercato attivo, il *fair value* è stimato sulla base di tecniche di valutazione che utilizzino le migliori informazioni disponibili, considerando anche recenti transazioni aventi ad oggetto *asset* simili avvenute all'interno del medesimo settore.

In alcuni casi, peraltro, non è possibile determinare il *fair value*. Ciò accade « *quando non esiste alcun criterio per effettuare una stima attendibile dell'importo ottenibile dalla vendita dell'attività in una contrattazione tra parti consapevoli e disponibili* »⁽²⁾. In tale caso, il valore recuperabile dell'*asset* è pari al suo *value in use*.

b) La determinazione del *value in use*. — Il *value in use* è il valore attuale dei flussi di cassa futuri che l'impresa si attende dall'uso continuativo di uno specifico *asset* e dalla sua dismissione al termine della vita utile dello stesso.

La misurazione del *value in use* deve tenere conto dei seguenti elementi:

- 1) i flussi finanziari futuri attesi dall'*asset*;
- 2) le aspettative in merito a possibili variazioni del valore e del tempo di realizzazione dei flussi finanziari attesi;

⁽²⁾ IAS 36, § 20.

3) il valore finanziario del tempo, rappresentato dal tasso *risk-free*;

4) il premio per il rischio connesso ai flussi finanziari attesi dall'*asset*;

5) altri fattori (ad esempio, la carenza di liquidità) che gli operatori di mercato scontano nell'apprezzare i flussi finanziari attesi dall'*asset* ⁽³⁾.

La IAS 36 prevede inoltre che, nella stima del *value in use*, siano rispettati alcuni principi generali:

— i flussi finanziari attesi devono riflettere ipotesi ragionevoli, sostenibili e dimostrabili, basate sui più recenti *budget* e piani economico-finanziari; questi devono essere approvati dal *management* della società detentrica dell'*asset* e devono essere coerenti con i risultati passati;

— le previsioni devono riferirsi analiticamente ad un periodo massimo di cinque anni; il tasso di crescita per il periodo successivo a quello di previsione analitica deve essere assunto in misura stabile o in diminuzione, e comunque non superiore a quello medio del settore di riferimento;

— le stime dei flussi devono fare riferimento agli assetti e alle condizioni correnti dell'*asset*, senza tenere conto dell'impatto di future ristrutturazioni e di miglioramenti non già implementati e avviati;

— occorre verificare la congruità dei piani alla luce degli andamenti storici;

— i flussi finanziari non devono considerare: *i*) i flussi, positivi e negativi, attesi dalla gestione finanziaria, *ii*) i pagamenti o i rimborsi d'imposta;

— i tassi di attualizzazione devono essere coerenti con i flussi finanziari considerati.

Da ultimo, si richiama che, se non vi è ragione di ritenere che il *value in use* di un *asset* superi significativamente il suo *fair value*, non è necessario calcolare il *value in use*. In questo caso, il valore recuperabile dell'*asset* è costituito dal suo *fair value*. Ciò accade, in particolare, per *asset* destinati alla vendita.

⁽³⁾ I fattori sub 2, 4 e 5 possono essere alternativamente considerati nei flussi attesi o nel tasso di attualizzazione.

3. Il test di *impairment*: l'applicazione all'*asset* « partecipazione ». — Lo IAS 36 traccia le linee guida per l'applicazione del test di *impairment* in termini generali, senza differenziare tra *asset* di specie diversa.

È peraltro evidente che valutare una partecipazione è cosa ben diversa dal valutare, ad esempio, un impianto.

Un primo elemento di complessità nella valutazione di una partecipazione è legato al fatto che l'*asset* in parola è un filtro giuridico che sottende un insieme complesso di altri elementi. La partecipazione, infatti, esprime la quota di interessenza nel capitale di un'altra società; quest'ultima, a sua volta, è l'insieme articolato e complesso di beni, diritti e impegni; è cioè una azienda.

La valutazione di una partecipazione implica pertanto la stima preliminare del valore dell'azienda facente capo alla società partecipata. La determinazione del valore recuperabile di una partecipazione è dunque tema connesso a quello della valutazione d'azienda, dove l'azienda è quella della società partecipata.

Vi è poi un ulteriore elemento di complessità. La valutazione della società partecipata non si riflette in termini diretti e con automatismi parametrici nel valore della partecipazione in tale società e nel prezzo a cui tale partecipazione può essere scambiata sul mercato. Una partecipazione, infatti, ha un valore, e un ipotetico prezzo di scambio, non necessariamente proporzionali alla quota di interessenza nella società partecipata. Vi sono elementi di « specificità » della partecipazione, che incidono sul valore/prezzo di questa ma sono estranei al valore della società partecipata. Si pensi all'entità del pacchetto azionario detenuto (partecipazione di controllo o di minoranza), alla sua liquidabilità, ai diritti amministrativi e patrimoniali che la partecipazione attribuisce al suo detentore, alla coesione del capitale residuo, alle sinergie che lo specifico detentore è in grado di realizzare grazie alla integrazione dell'attività della partecipata con le proprie. Tali elementi di specificità dell'*asset* di secondo livello (la partecipazione), prescindono dagli *asset* di primo livello (l'azienda della società partecipata) che la partecipazione sottende.

Pertanto, la valutazione di una partecipazione prende avvio dalla valutazione dell'azienda della società partecipata, per poi distaccarsi da questa per effetto della valorizzazione di elementi di « specificità » propri della partecipazione medesima.

Gli elementi di complessità sopra illustrati richiedono che le

disposizioni dello IAS 36, formulate « in generale » per tutti gli *asset*, siano lette e interpretate alla luce delle particolari caratteristiche dell'*asset* considerato. Pertanto: *i*) la determinazione del valore di una partecipazione postula la preliminare stima del valore della società partecipata; *ii*) il valore di una partecipazione, e il suo ipotetico prezzo di scambio, non sono necessariamente proporzionali alla quota di interessenza nella società partecipata.

Ciò determina il sorgere di particolari problematiche applicative dell'*impairment* test.

In tale ambito, è interessante osservare che il test di *impairment* si svolge necessariamente su un terreno in cui l'area « amministrazione » e l'area « finanza » sono chiamate a cooperare e a intrecciare le loro competenze. La valutazione di una partecipazione, infatti, implica la stima del valore della società partecipata, sulla base dei principi e delle tecniche della finanza aziendale. L'applicazione del test di *impairment* alle partecipazioni porta pertanto all'attenzione dei redattori dei bilanci alcune problematiche tipicamente legate alla valutazione delle aziende. Nasce così una sorta di « ponte informativo » tra l'area amministrazione e l'area finanza. Infatti, le problematiche di trattamento contabile delle partecipazioni (tra queste, l'*impairment* test), che competono ai redattori del bilancio, e dunque alla funzione amministrativa, vengono a intrecciarsi e sovrapporsi con i temi fondamentali della determinazione del valore, propri della funzione finanziaria.

Nel seguito si svolgono alcune riflessioni sulle principali problematiche applicative del test di *impairment* alla valutazione delle partecipazioni. Tale approfondimento passa necessariamente attraverso la lettura ragionata dello IAS 36. Occorre cioè ricercare nelle stesse parole dello IAS 36, lette ed interpretate alla luce dei principi generali di determinazione del valore, le possibili ipotesi di soluzione delle problematiche applicative oggetto di esame.

4. La determinazione del valore recuperabile: il focus sui flussi attesi. — Al fine di garantire una applicazione del test di *impairment* alle partecipazioni coerente con gli obiettivi e i principi che ispirano la formulazione dello IAS 36 e il più ampio *framework* in cui tale *standard* si inserisce, è essenziale in primo luogo approfondire quali siano i principi fondamentali che devono ispirare le stime di valore rilevanti ai fini dell'*impairment* test (il

fair value e il *value in use*). Tali principi orientano poi le metodologie valutative da seguire.

Anzitutto va osservato che la stima del valore recuperabile di una partecipazione ha quale base di riferimento primaria i flussi attesi. Si tratta, più precisamente, dei flussi che potranno derivare dalla partecipazione: flussi ottenibili dalla sua vendita, per il *fair value*, flussi connessi alla sua detenzione, per il *value in use*. Ciò emerge chiaramente proprio dalle definizioni generali di *fair value* e *value in use* date dallo IAS 36: il *fair value* è « l'ammontare ottenibile dalla vendita di un'attività (...) in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili, dedotti i costi della dismissione »; il *value in use* è « il valore attuale dei flussi finanziari futuri che si prevede abbiano origine da un'attività »⁽⁴⁾. L'assunto alla base di tale impostazione è che il valore di un *asset* è funzione diretta dei flussi finanziari ottenibili dallo stesso indirettamente, attraverso cioè il suo utilizzo (*value in use*), ovvero direttamente, mediante la sua vendita (*fair value*).

È evidente che, nel caso dell'*asset* partecipazione, i flussi che il possessore può ricavare (direttamente e indirettamente) dall'investimento dipendono in via immediata dai flussi autonomamente producibili dalla società partecipata.

Nel caso del *value in use*, di fatto, le due categorie di flussi (quelli generati dalla partecipata e quelli rivenienti alla partecipante) tendono a sovrapporsi. Infatti, nel lungo termine, i flussi generati dalla società partecipata rifluiscono alla società partecipante, naturalmente filtrati dalla quota di partecipazione. Secondo lo IAS 36, più precisamente, la determinazione del *value in use* deve fondarsi sulle previsioni dei flussi finanziari formulate dal *management* e riflesse nei piani economico-finanziari periodicamente approvati. Il principio in parola definisce in dettaglio i criteri che devono ispirare la stima di tali flussi (tale aspetto sarà approfondito nel § 5).

I flussi attesi dalla società partecipata assumono un rilievo preminente anche per il *fair value*. Quest'ultimo, come si è visto, è il prezzo che può essere fatto in una libera transazione tra parti consapevoli e disponibili avente ad oggetto la partecipazione. Tale prezzo, peraltro, a sua volta esprime e sintetizza le attese del mer-

⁽⁴⁾ IAS 36, § 6.

cato circa i flussi che l'impresa partecipata sarà in grado di generare in futuro. Si legge infatti nello IAS 36: « *In other words, fair value less costs to sell reflects the market's expectations of the future cash flows for an assets after the market's consideration of the time value of money and the risks inherent in receiving those cash flows, less disposal costs* »⁽⁵⁾. Dunque, anche il *fair value*, come il *value in use*, riflette le stime dei flussi futuri della società partecipata; stime, in questo caso, formulate dal mercato, e non dal *management*.

In particolare:

— se esiste un accordo vincolante di vendita della partecipazione tra parti indipendenti, il prezzo definito in tale accordo, al netto dei costi di dismissione, rappresenta il *fair value*. In questo caso, i flussi attesi della partecipata sono valorizzati nel prezzo convenuto;

— se non esiste alcun accordo vincolante di vendita, ma la partecipazione è scambiata in un mercato attivo, il *fair value* è costituito dal prezzo d'offerta corrente (*bid price*) o, in sua assenza, dal prezzo fatto nella transazione più recente. Anche in questo caso i flussi attesi sono apprezzati nelle quotazioni di Borsa della società partecipata ovvero valorizzati nei prezzi fatti in transazioni recenti;

— se non esiste alcun accordo vincolante di vendita, né la partecipazione ha un proprio mercato attivo di riferimento, il *fair value* è stimato sulla base dei criteri di valutazione propri della finanza aziendale, considerando anche recenti transazioni comparabili. In tal caso, il riferimento ai flussi attesi della società partecipata è imprescindibile. La teoria della finanza, infatti, postula la dipendenza del valore del capitale d'impresa dai flussi che la stessa è in grado di produrre. Lo IAS 36 peraltro non prescrive — come per il *value in use* — l'utilizzo di un criterio di valutazione fondato sull'attualizzazione dei flussi attesi; viene lasciata al redattore del bilancio ampia libertà nella scelta della metodologia di stima da adottare⁽⁶⁾. In ogni caso, a prescindere dal criterio va-

⁽⁵⁾ IAS 36, Basis for conclusions, BCZ32.

⁽⁶⁾ Si legge infatti: « *IAS 36 does not preclude the use of other [rispetto ai criteri fondati sull'attualizzazione dei flussi finanziari attesi] valuation techniques in estimating fair value less costs to sell* », IAS 36, Basis for conclusions, BC58.

lutativo impiegato, occorrerà esplicitare come siano state considerate le attese sui flussi futuri della società partecipata. Sarà pertanto frequente il ricorso ai medesimi criteri di stima utilizzati per il calcolo del *value in use* (fondati sull'attualizzazione dei flussi) con, in aggiunta, il riferimento alle evidenze di eventuali transazioni ritenute comparabili.

Dunque, sia il *value in use* sia il *fair value* riflettono le previsioni dei flussi futuri della società partecipata. Il primo (*value in use*), esprime le stime dei flussi attesi formulate, all'interno della società, dal *management*, sulla base di informazioni anche strategiche e di natura « privata » non sempre note al mercato, e comunque, se note, non necessariamente condivise dagli operatori; il secondo (*fair value*), riflette le attese del mercato circa i flussi che l'impresa sarà in grado di generare in futuro, attese espresse e sintetizzate nel prezzo di una libera transazione tra parti consapevoli e disponibili (7). Lo IAS, definendo il valore recuperabile di una partecipazione come il maggiore tra *fair value* e *value in use*, non esprime alcuna preferenza tra le previsioni di flussi futuri formulate dal *management* e quelle del mercato (8).

Lo IAS 36, peraltro, nonostante l'uguale apprezzamento dato alle previsioni del mercato e del *management*, richiede l'attenta considerazione del mercato. Anche la stima del *value in use*, che si basa sulle previsioni dei flussi futuri formulate dal *management*, deve infatti essere fondata su ipotesi e parametri di mercato. Tutte le scelte valutative (tra queste, in particolare, la determinazione del saggio di attualizzazione, la scelta del tasso di crescita di medio lungo termine g, ecc.) devono affondare le proprie radici nel mercato. Si legge infatti nel principio in esame: « *an asset's*

(7) In tale senso anche L. GUATRI-M. BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, 2005, 810 ss.

(8) Ciò risulta chiaramente dalle parole del principio in considerazione: « *IASC believed that no preference should be given to the market's expectation of the recoverable amount of an asset (...) over a reasonable estimate performed by the individual enterprise that owns the asset (...). For example, an enterprise may have information about future cash flows that is superior to the information available in the market place. Also, an enterprise may plan to use an asset in a manner different from the market's view of the best use* », IAS 36, Basis for conclusions, BCZ17, BCZ23.

value in use reflects how the market would price the cash flows that management expects to derive from that assets »⁽⁹⁾.

5. La stima dei flussi finanziari futuri per la determinazione del *value in use*: alcune « cautele ». — Con specifico riferimento al calcolo del *value in use*, lo IAS 36 richiede che la stima dei flussi finanziari sia condotta in modo rigoroso e secondo principi di prudenza. Tale « atteggiamento » è richiesto solo nel calcolo del *value in use*, in ragione del fatto che quest'ultimo, a differenza del *fair value*, non si forma nel mercato quale risultato di forze (la domanda e l'offerta) contrapposte, ma dipende significativamente dalle valutazioni del *management* della società.

Nel calcolo del *value in use*, in particolare, le proiezioni dei flussi futuri devono fare riferimento ai più recenti piani economico-finanziari formalmente approvati dalla direzione aziendale. Con riguardo alla valutazione delle partecipazioni, si ritiene che l'approvazione formale debba essere quella del *management* della società partecipata, senza che sia necessario l'ulteriore « sigillo » formale del *management* della società partecipante. Appare sufficiente che le proiezioni della partecipata siano condivise e fatte proprie dal *management* della società partecipante mediante la loro inclusione nei piani di tale ultima società.

È poi richiesta una verifica attenta, rigorosa e motivata delle ipotesi su cui si fondano le previsioni dei flussi formulate dal *management*. Ciò per garantire la sostenibilità e la ragionevolezza di tali previsioni. Il redattore del bilancio, infatti, « *deve basare le proiezioni dei flussi finanziari su presupposti ragionevoli e sostenibili in grado di rappresentare la miglior stima effettuabile da parte della direzione aziendale di una serie di condizioni economiche che esisteranno lungo la restante vite utile dell'attività* »⁽¹⁰⁾.

Nell'ambito della verifica delle ipotesi assunte alla base delle previsioni, è essenziale il riscontro della coerenza tra i flussi prospettici e quelli storici. In tale prospettiva, occorre i) valutare la ragionevolezza delle ipotesi su cui si fondano le stime, esaminando « *le cause delle differenze tra le proiezioni dei flussi finanziari passati e i flussi finanziari presenti* » e ii) « *assicurare che le ipotesi*

⁽⁹⁾ IAS 36, Basis for conclusions, BC60.

⁽¹⁰⁾ IAS 36, § 33 a).

su cui si basano le attuali proiezioni di flussi finanziari siano coerenti con i risultati effettivi passati »⁽¹¹⁾, considerando peraltro gli effetti di circostanze o eventi intervenuti successivamente⁽¹²⁾.

Le stime dei flussi attesi devono inoltre essere sempre ispirate ad una « logica conservativa ». In tale ottica, lo IAS 36 definisce alcune « restrizioni » alla libertà del *management* nella formulazione delle previsioni:

— le stime dei flussi devono considerare l'*asset* (l'impresa partecipata, nel nostro caso) nelle sue condizioni di funzionamento correnti, senza tenere conto di benefici e miglioramenti di *performance* potenzialmente derivanti da future ristrutturazioni o « ottimizzazioni », salvo il caso in cui tali processi siano già stati implementati e avviati con il conseguente sostenimento di costi;

— le stime analitiche dei flussi finanziari attesi devono riferirsi ad archi temporali non superiori ai cinque anni; le previsioni che vanno al di là di tale periodo, infatti, sono ritenute scarsamente attendibili;

— al di là del periodo di previsione analitica, le proiezioni devono essere svolte considerando un tasso di crescita « g » non aggressivo, stabile o in diminuzione, e comunque non superiore a quello medio del settore di appartenenza.

Le « cautele » descritte, da adottare nella stima dei flussi attesi della società partecipata, non devono comunque ledere la significatività del valore cui si perviene. Il *value in use* di una partecipazione, come detto, è il valore che il soggetto detentore si attende di recuperare in futuro attraverso la produzione di flussi finanziari da parte dell'impresa partecipata. Tale valore, per essere significativo, anche ai fini del confronto con il dato contabile, oltre che razionale e prudente, deve essere « aggiornato ». Il *value in use*, pertanto, non può limitarsi a valorizzare le capacità che la partecipata ha già raggiunto in passato e può ragionevolmente

⁽¹¹⁾ IAS 36, § 34.

⁽¹²⁾ L'importanza della coerenza tra stime e risultati storici emerge chiaramente dalle seguenti parole: « *the Board remained of the view that in developing the assumptions on which the cash flow forecasts are based, management should remain mindful of, and when appropriate make the necessary adjustments for, an entity's actual past performance or previous history of management consistently overstating or understating cash flow forecasts* », IAS 36, Basis for conclusions, BC64.

mantenere in futuro; esso deve anche considerare e apprezzare le potenzialità future della società oggetto di stima, seppure con le attente verifiche e le numerose cautele sopra richiamate. Il *value in use*, infatti, deve rappresentare « la miglior stima effettuabile da parte della direzione aziendale di una serie di condizioni economiche che esisteranno lungo la restante vita dell'impresa »⁽¹³⁾. L'importanza di ragionare su basi aggiornate emerge chiaramente dalle *Basis for conclusions* dello IAS 36: « IASC rejected a proposal that estimates of future cash inflows should reflect only future cash inflows relating to the asset that was initially recognised (...) »⁽¹⁴⁾. « The proposal (...) would also conflict with the requirement under IAS 36 that cash flow projections should reflect reasonable and supportable assumptions that represent management's best estimate of the set of economic conditions that will exist over the remaining useful life of the asset. Therefore, the Standard requires that future cash inflows should be estimated for an asset in its current condition, whether or not these future cash inflows are from the asset that was initially recognised or from its subsequent enhancement or modification »⁽¹⁵⁾.

6. La « specificità » del *value in use* e la « generalità » del *fair value*: la considerazione delle sinergie. — Il *value in use*, come si è visto, è il valore recuperabile di una partecipazione nell'ottica del suo detentore e in ipotesi di mantenimento della sua proprietà. Esso, pertanto, è funzione delle conoscenze e delle attese che lo specifico detentore ha *i*) sui flussi futuri autonomamente producibili dall'impresa partecipata e *ii*) sui benefici, in termini di efficienze e sinergie, che il detentore medesimo è in grado di estrarre dal possesso della partecipazione. Il *value in use* di una partecipazione, pertanto, non è un valore generale, valido cioè per qualsiasi investitore, bensì un valore « specifico », riferibile ad un definito detentore.

Considerazioni opposte valgono per il *fair value*. Tale valore infatti esprime le attese del mercato sui flussi che la partecipata produrrà in futuro. Esso rappresenta il valore recuperabile per un

⁽¹³⁾ IAS 36, § 33 a).

⁽¹⁴⁾ IAS 36, Basis for conclusions, BCZ 43.

⁽¹⁵⁾ IAS 36, Basis for conclusions, BCZ 45.

generico investitore interessato all'acquisto della partecipazione. Il *fair value*, dunque, prescinde dai benefici « individuali » che uno specifico acquirente può trarre dall'investimento in esame e valorizza i benefici « generali » che possono essere colti da qualsiasi investitore (16).

Da quanto sopra esposto discende che la stessa partecipazione, pur avendo sempre il medesimo *fair value*, ha verosimilmente *value in use* differenti in funzione delle caratteristiche specifiche del soggetto che la detiene (17).

Quanto ora osservato con riguardo alla « specificità » del *value in use*, contrapposta alla « generalità » del *fair value*, si riflette anche sulle caratteristiche dei flussi attesi da considerare ai fini della stima dell'uno o dell'altro valore. Il tema è quello della considerazione, o meno, nelle stime dei flussi attesi, delle sinergie (18). Queste, infatti, devono essere considerate in termini differenti a seconda del concetto di valore ricercato (*fair value* o *value in use*). Ciò in ragione della differente prospettiva (quella del generico investitore per il *fair value* e quella dello specifico detentore dell'*asset* per il *value in use*) sottesa a tali concetti.

Più precisamente, nella stima del *fair value* — valore « generale » — potranno essere considerate le sole sinergie cosiddette « universali », ossia i benefici che qualsiasi investitore può trarre dalla detenzione della partecipazione.

(16) Nel principio in considerazione si legge infatti: « *IASC rejected the proposal that an asset's recoverable amount should be determined by reference to its fair value (...). The reasons are the following: (...) IASC believed that in assessing the recoverable amount of an asset, it is the amount that an enterprise can expect to recover from that asset, including the effect of synergy with other assets, that is relevant* », IAS 36, Basis for conclusions, BCZ 17.

(17) In tal senso si è espresso anche l'Organismo Italiano di Contabilità nella *Guida operativa per la transizione ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS)* ottobre 2005, 226: « Il *fair value* riflette la conoscenza e le stime di venditori e acquirenti consapevoli e disponibili. Al contrario, il valore d'uso riflette le stime dell'impresa [intesa come il detentore della partecipazione], inclusi gli effetti dei fattori che possono essere specifici dell'impresa stessa e non applicabili a qualunque impresa. In sostanza, il primo riflette valori "oggettivi", esterni all'impresa, mentre il secondo esprime un valore "soggettivo", "interno" all'impresa. Il valore d'uso, infatti, riflette la conoscenza e le stime dell'impresa e i fattori specifici di una determinata entità economica, non applicabili alle imprese in generale ».

(18) Su natura e classificazione delle sinergie, si veda più in dettaglio L. GUATRI-M. BINI, *op. cit.*, Università Bocconi Editore, 2005, 906 ss.

Nell'ambito di tali sinergie rientrano:

— i benefici che potranno realizzarsi direttamente in capo alla società partecipata, determinandone un incremento di valore, di cui beneficerà anche il soggetto partecipante per la propria percentuale di interessenza;

— le sinergie che si formano in capo a qualsiasi soggetto partecipante, a prescindere dunque dalle « caratteristiche » dello stesso, per effetto della detenzione della partecipazione, senza che via sia un incremento di valore della società partecipata (ad esempio, sfruttamento della base clienti per l'offerta di prodotti). Si tratta dei benefici cosiddetti « privati » che competono di regola a detentori di pacchetti di maggioranza.

Nella stima del *value in use* — valore « specifico » — oltre alle sinergie « universali » sopra descritte, potranno altresì essere considerate le sinergie cosiddette « speciali », ossia i benefici realizzabili solo dallo specifico detentore considerato (e non da altri) per effetto dell'integrazione tra le proprie attività e quelle della società partecipata (ad esempio, riduzione dei costi di approvvigionamento per effetto dell'integrazione a monte che la partecipante realizza con la partecipata).

Comunque, nel calcolo del *value in use*, anche la valorizzazione delle sinergie, universali e speciali, è « vincolata » al rispetto di tutte le « cautele » previste, in generale, per la stima dei flussi finanziari attesi (cfr. § 5). Si ricorda, in particolare, che le stime dei flussi devono considerare l'impresa partecipata nelle sue condizioni di funzionamento correnti, senza tenere conto di benefici, miglioramenti di *performance* e sinergie derivanti da ristrutturazioni o ottimizzazioni non già implementate; inoltre, al di là del periodo di previsione analitica massimo di cinque anni, il tasso di crescita dei flussi deve essere stabile o in diminuzione. Dunque, le stime dei flussi potranno valorizzare solo i benefici e le sinergie derivanti da processi già avviati, nella misura in cui questi trovino realizzazione in un arco temporale limitato e ben definito (cinque anni).

Tali « cautele », si ricorda, non sono previste anche per il *fair value*. Pertanto, nella stima di tale valore, potranno considerarsi le sinergie di tipo « universale » dianzi descritte senza le rilevanti restrizioni previste per il *value in use*.

La valorizzazione delle sinergie potrà dunque essere anche molto diversa nel calcolo di *value in use* e *fair value*, e ciò a causa

i) delle diversa tipologia di sinergie che possono essere considerate (« universali » per il *fair value*, « universali » e « speciali » per il *value in use*) e *ii*) dei diversi « vincoli » che condizionano le stime dei due valori in esame (nessuno per il *fair value*, molteplici e rilevanti per il *value in use*)⁽¹⁹⁾.

7. I premi puri di controllo nel calcolo di *value in use* e *fair value*. — Un tema di particolare interesse nell'ambito dell'applicazione del test di *impairment* alle partecipazioni è costituito dalla possibilità di considerare i cosiddetti « premi di controllo » (o sconti di minoranza) nella stima di *value in use* e *fair value*.

Lo IAS 36 non contiene alcuna indicazione in proposito. Pertanto, per cercare di risolvere la questione in esame occorre, *i*) in primo luogo, chiarire la natura dei premi di controllo di cui trattasi e *ii*) rifarsi poi alle caratteristiche dei concetti di *value in use* e *fair value* per valutare se i premi (o gli sconti) in parola possano essere considerati nel calcolo di tali valori.

Il valore di una partecipazione, si è visto, non è necessariamente proporzionale alla quota di interessenza nella società partecipata. Vi sono infatti elementi di « specificità » della partecipazione che incidono sul suo valore ma sono estranei a quello della società partecipata. In particolare, vi sono significative differenze tra il profilo di rischio/rendimento dell'investimento in una specifica frazione del capitale dell'impresa e il rischio/rendimento dell'investimento nel 100% del capitale⁽²⁰⁾. Una partecipazione di maggioranza, ad esempio, attribuisce il diritto di controllo, ossia il

⁽¹⁹⁾ A questo proposito, lo IAS 36 (Basis for conclusions, BC 69) propone il seguente caso esemplificativo: « *the value in use of a newly acquired unit would (...) be less than the price paid for the unit to the extent that the price includes the net benefits of a future restructuring to which the entity is not yet committed. However, this does not mean that a comparison of the unit's recoverable amount with its carrying amount immediately after the acquisition will result in the recognition of an impairment loss. (...) the best evidence of a recently acquired unit's fair value less costs to sell is likely to be the arm's length price the entity paid to acquire the unit (...). (...) if the unit's fair value less costs to sell were to be otherwise estimated, it would also reflect the market's assessment of the expected net benefits any acquirer would be able to derive from restructuring the unit or from future capital expenditure on the unit* ».

⁽²⁰⁾ Su significato e modalità di applicazione di premi e sconti, si veda più in dettaglio L. GUATRI-M. BINI, *op. cit.*, 896 ss.

« potere » per il suo possessore di determinare le politiche gestionali, finanziarie e strategiche della società partecipata, pur non detenendone l'intero capitale. Il mercato attribuisce un valore autonomo a tale diritto: il cosiddetto « premio puro per il controllo » (cui si contrappone lo sconto puro di minoranza). Dunque, i premi puri per il controllo (e gli sconti puri di minoranza) sono correzioni che incidono sul passaggio dal valore di una partecipazione, calcolato in termini parametrici rispetto al valore dell'intera società partecipata, al suo ipotetico prezzo di scambio sul mercato. Tali correzioni sono volte « a "catturare" quei fattori che modificano il profilo di rendimento-rischio dell'investimento in una frazione del capitale dell'impresa rispetto all'investimento nella totalità delle azioni » (21).

Vediamo ora se le disposizioni relative a *value in use* e *fair value* forniscono spunti per comprendere se occorre considerare i premi puri per il controllo nella stima di tali valori.

Come si è visto nel precedente paragrafo, il *value in use* è il valore recuperabile di una partecipazione nell'ottica del suo « specifico » detentore. Esso, pertanto:

— nei flussi finanziari, riflette le attese dello specifico detentore sui flussi futuri autonomamente producibili dalla società partecipata e sui benefici (efficienze e sinergie) che il detentore medesimo potrà estrarre dal possesso della partecipazione. Tali attese, necessariamente, sono funzione della posizione dello specifico detentore, socio di maggioranza (o di minoranza), e sono formulate sulla base delle sue specifiche prospettive;

— nel tasso di attualizzazione, riflette il profilo di rischio/rendimento dello specifico investimento considerato (la partecipazione, di maggioranza o di minoranza, oggetto di stima).

Il *value in use*, dunque, è il valore « specifico » di un dato investimento per un definito detentore. Esso valorizza, nei flussi finanziari e/o nel tasso di attualizzazione, i « benefici del controllo », intesi come il miglior profilo di rendimento-rischio associato allo specifico pacchetto azionario detenuto. In sostanza, il *value in use* già apprezza, nei flussi e/o nel tasso, la « porzione » di valore che il detentore ritiene di poter estrarre dal possesso della partecipa-

(21) GUATRI-M. BINI, *op. cit.*, 908.

zione per il solo fatto di detenere il controllo della società partecipata.

Se si correggesse il valore della partecipazione così determinato applicando il premio puro per il controllo (cioè il valore autonomo che il mercato assegna al « diritto di controllo »), si rischierebbe di valorizzare più volte il diverso profilo di rischio/rendimento che caratterizza l'investimento nella specifica frazione del capitale della partecipata rispetto a quello dell'investimento nel 100% del capitale. Tale differente profilo di rischio/rendimento, infatti, sarebbe apprezzato, *i*) una prima volta, *nella prospettiva del detentore della partecipazione*, ad esempio in termini di maggiori flussi e minor rischio fruibili grazie al controllo della società partecipata, *ii*) una seconda volta, *nella prospettiva del mercato*, come valore autonomo che il mercato riconosce al « diritto di controllo » (valore riflesso nel « premio puro per il controllo »).

Con riguardo al *fair value*, atteso che questo può essere determinato utilizzando differenti riferimenti (cfr. § 2), occorre distinguere tra i seguenti casi: *a*) il *fair value* è costituito dal prezzo definito in un accordo vincolante di vendita della partecipazione; *b*) il *fair value* è costituito dal prezzo d'offerta corrente (*bid price*) delle azioni della società partecipata; *c*) il *fair value* è stimato sulla base dei criteri di valutazione propri della finanza aziendale.

Nel primo caso, il *fair value* è costituito da un prezzo fatto per la specifica partecipazione considerata. Tale prezzo, dunque, già incorpora il valore che il mercato riconosce al « diritto di controllo » associato alla specifica partecipazione considerata⁽²²⁾. Il premio puro per il controllo, pertanto, non dovrà essere considerato.

Nel secondo caso, il *fair value* fa riferimento al prezzo di mercato di singole azioni della società partecipata. È evidente che il profilo di rischio/rendimento associabile ad una azione è significativamente diverso rispetto a quello che caratterizza l'investimento in un « pacchetto azionario » di controllo. Tale differente profilo dovrà pertanto essere separatamente valorizzato con la considerazione del premio puro per il controllo.

⁽²²⁾ Anche lo IASB riconosce che le transazioni relative all'acquisto di quote di maggioranza inferiori al 100% normalmente incorporano un premio per il controllo (cfr. lavori preparatori dello IAS 36, *IASB Update*, marzo 2003).

Da ultimo, si consideri il caso in cui il *fair value* sia stimato sulla base dei criteri di valutazione propri della finanza aziendale. La stima del *fair value*, come si è visto, è volta ad approssimare il prezzo che un generico investitore sarebbe disposto a pagare per l'acquisto della partecipazione considerata. Pertanto, tale prezzo deve incorporare sia le attese del mercato sui flussi futuri della società partecipata (cfr. § 4 e 6), sia il valore che il mercato riconosce al « diritto di controllo » (il cosiddetto premio puro per il controllo). Conseguentemente, la stima del *fair value* deve riflettere entrambe le « componenti » ora richiamate.

8. La considerazione dei flussi della gestione finanziaria e delle imposte. — Come si è visto nel § 2, lo IAS 36 prevede che, nel calcolo del *value in use*, « le stime dei flussi finanziari futuri non devono includere: a) i flussi finanziari in entrata o in uscita derivanti da attività di finanziamento; b) pagamenti o rimborsi d'imposta »⁽²³⁾. Anche il tasso di attualizzazione deve essere al lordo delle imposte.

Le disposizioni in esame sono formulate « in generale » per tutti gli *asset* da sottoporre al test di *impairment*. Ove però oggetto di valutazione (ai fini del citato test) sia l'*asset* partecipazione, tali disposizioni devono essere attentamente considerate.

Attese le caratteristiche dell'*asset* partecipazione (bene « di secondo livello », che a sua volta sottende un insieme complesso e articolato di beni, diritti e impegni), le possibili interpretazioni alternative del passo dello IAS 36 sopra proposto sono le seguenti:

a) nel calcolo del *value in use*, devono essere esclusi i flussi derivanti dalle gestioni finanziaria e tributaria facenti capo alla società partecipata. In tale ipotesi, la prospettiva di osservazione è costituita dalla società partecipata: i flussi finanziari non devono tenere conto di oneri/proventi finanziari e pagamenti/rimborsi d'imposta che la partecipata sosterrà/percepirà. Nel calcolo del *value in use*, pertanto, devono essere attualizzati flussi finanziari attesi della partecipata *unlevered* (cioè prima delle componenti, positive e negative, della gestione finanziaria) e lordi d'imposta;

b) nel calcolo del *value in use*, devono essere esclusi i flussi derivanti dalle gestioni finanziaria e tributaria facenti capo alla

⁽²³⁾ IAS 36, § 50.

società partecipante e relative alla detenzione della partecipazione soggetta al test di *impairment*. In tale ipotesi, la prospettiva di osservazione è rappresentata dalla società partecipante: i flussi finanziari non devono tenere conto di oneri/proventi finanziari e pagamenti/rimborsi d'imposta che la partecipante sosterrà/percepirà in relazione all'acquisto/detenzione della partecipazione. Nel calcolo del *value in use*, pertanto, devono essere attualizzati i flussi che la partecipante si attende dalla partecipata, espressione a loro volta di flussi finanziari attesi della partecipata *levered* (cioè dopo le componenti, positive e negative, della gestione finanziaria) e netti d'imposta. Tali flussi sono infatti *unlevered* e lordi di imposta nell'ottica della società partecipante.

Al fine di individuare la corretta interpretazione da assumere per orientare le stime per l'*impairment*, è utile ritornare al testo dello IAS 36. In tale principio, tra l'altro, si legge: «*I seguenti elementi devono essere riflessi nel calcolo del valore d'uso di un'attività: a) una stima dei flussi finanziari futuri che l'entità prevede derivino dall'attività*»⁽²⁴⁾ (la sottolineatura è aggiunta). Il passo ora riportato, se letto considerando la partecipazione quale oggetto della stima, sembra chiaro: i flussi da considerare sono quelli che fluiscono al soggetto che detiene l'*asset*; tali flussi dipendono ovviamente dalle caratteristiche specifiche dell'*asset*, tra le quali vi sono naturalmente, nel caso di una partecipazione, la struttura finanziaria della società partecipata e la gestione tributaria della stessa.

L'interpretazione più corretta appare dunque quella indicata *sub b)*.

Pertanto, nella stima del *value in use*, si devono attualizzare i flussi che la partecipante attende dalla partecipata. Tali flussi finanziari attesi sono *levered* e netti d'imposta, nell'ottica della società partecipata, ma sono *unlevered* e lordi d'imposta, per la società partecipante. Essi infatti non considerano oneri/proventi finanziari e pagamenti/rimborsi di imposta che la partecipante sosterrà/percepirà in relazione alla partecipazione in esame. Tra questi si ricordano gli oneri finanziari relativi al finanziamento della partecipazione, i proventi finanziari sulla liquidità riveniente dai dividendi distribuiti dalla partecipata, le imposte dovute dalla partecipante su tali dividendi.

(24) IAS 36, § 30.

9. Conclusioni. — L'inquadramento dei concetti di *value in use* e di *fair value* ha consentito di evidenziare quali siano gli elementi che accomunano e che differenziano tali concetti nelle valutazioni di partecipazioni per l'*impairment test*.

Un primo elemento comune è rappresentato dalla dipendenza di entrambi i concetti di valore dai flussi che la società partecipata è in grado, in prospettiva, di generare. Tale dipendenza è immediata e diretta nel caso del *value in use*, mentre è indiretta nel caso del *fair value*.

Un secondo elemento condiviso tra *value in use* e *fair value* è il significativo radicamento nel mercato. Ciò è evidente con riguardo al *fair value*, che è — di fatto — un valore di mercato. Anche la stima del *value in use* deve però fondarsi su ipotesi e parametri di mercato. Ciò vale, ad esempio, con riguardo alla scelta dei tassi, alla verifica delle stime dei flussi, alle previsioni di questi nel medio periodo.

Diversa è invece la prospettiva valutativa sottesa ai due concetti di valore; si tratta infatti della prospettiva di « utilizzo » della partecipazione per il *value in use* e della prospettiva di « realizzo » per il *fair value*. Tale diversità ha rilevanti implicazioni sui principi che devono ispirare la stima dei due valori. Il *value in use* valorizza le previsioni di flussi attesi formulate dal soggetto che detiene la partecipazione; esso è un valore « specifico », determinato in funzione delle conoscenze e delle attese di un definito detentore. Il *fair value*, invece, riflette le attese del mercato, così come espresse e sintetizzate nel prezzo che un generico investitore sarebbe disposto a pagare per quella partecipazione in una libera transazione tra parti consapevoli e disponibili.

Lo IAS, definendo il valore recuperabile di una partecipazione come il maggiore tra *fair value* e *value in use*, non esprime alcuna preferenza tra le due diverse prospettive, quella di utilizzo e quella di realizzo. Il giudizio di *impairment*, dunque, è guidato da principi di razionalità economica che astraggono dalla destinazione in concreto assegnata all'*asset* oggetto del giudizio. I valori di bilancio infatti « tengono » (non devono cioè essere svalutati) se, indipendentemente dalla effettiva destinazione degli *asset* cui i valori si riferiscono, essi trovano copertura, alternativamente, nel valore di utilizzo ovvero in quello di realizzo.