



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA TREC-ECONOMIA

PROVA FINALE

ANALISI DELLA CONTABILIZZAZIONE DELL'AVVIAMENTO
ATTRAVERSO I PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI E
NAZIONALI

RELATORE:

CH.MO PROF. Silvia Pilonato

LAUREANDO: Marco Marchioro

MATRICOLA N. 1088861

ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017

INDICE SOMMARIO

Introduzione	3
--------------------	---

CAPITOLO 1

ANALISI E VALUTAZIONE DELL'AVVIAMENTO

1.1 Che cosa è l'avviamento: confronto fra principi contabili nazionali ed internazionali	5
1.2 Ammortamento e impairment test	13
1.3 Avviamento negativo o badwill	21
1.4 Valutazione dell'avviamento e valore dell'impresa	25

CAPITOLO 2

VALUTAZIONE D'AZIENDA

2.1 Premessa	29
2.2 I metodi finanziari	30
2.3 I metodi reddituali	32
2.4 I metodi patrimoniali	33
2.5 I metodi dei multipli	35
2.6 I metodi misti: l'approccio patrimoniale reddituale con stima autonoma dell'avviamento	36

CAPITOLO 3

IL GRUPPO GENERALI: ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A

3.1 Analisi ed evoluzione dell'avviamento	39
-------------------------------------------------	----

Conclusioni.....	47
------------------	----

Bibliografia	48
--------------------	----

INTRODUZIONE

In economia aziendale l'azienda viene definita come un complesso di beni, materiali e immateriali, che, seppur eterogenei, non sono indipendenti fra loro, ma organizzati in modo tale da configurarsi come una unica struttura. Ma perché nasce un'azienda? Essenzialmente nasce perché vi sono dei bisogni insoddisfatti o, quantomeno, che potrebbero essere soddisfatti in modo migliore. Il fatto che nasca con l'obiettivo di creare un qualcosa di valore determina la natura prettamente economica dell'impresa (Favotto, Bozzolan, Parbonetti 2012, pag. 4-5). Tuttavia, per perdurare, l'impresa necessita di risorse finanziarie. Perciò, se da una parte è vero che l'obiettivo primario è soddisfare uno o più bisogni, d'altra parte l'impresa si deve confrontare con la realtà, e questa realtà dice che le risorse sono scarse e per perdurare nel tempo è necessario ottenere dei risultati economici soddisfacenti, in particolare rispetto ai diretti *competitors*. Una domanda che potrebbe sorgere spontanea è: se i risultati prodotti da un'impresa dipendono dalle risorse investite e utilizzate non basterebbe replicare la struttura delle imprese migliori al fine di ottenere i medesimi risultati? Non è così semplice. Ricostruire l'esatta struttura di una impresa è pressoché impossibile. Se da una parte le attività materiali sono facilmente replicabili, dall'altra le attività immateriali e le relazioni che intercorrono fra gli asset rappresentano, generalmente, gli elementi che permettono di differenziarsi maggiormente. Brevemente, un'attività immateriale è un asset che manca di tangibilità, non è fisicamente presente in azienda. In questa vasta ed eterogenea categoria di elementi vi rientra l'avviamento. È interessante approfondirne l'analisi perché, più che configurarsi come un bene dell'impresa, come tutti gli altri asset, si struttura come una "abilità", l'abilità di eccellere rispetto ai *competitors*, di ottenere performance sopra la media. Non è proprio corretto definirlo "bene" poiché avviamento e impresa rappresentano un binomio inscindibile. Non può essere diviso né tantomeno separato dall'azienda. Senza impresa non esiste neanche l'avviamento perciò, a differenza di tutti gli altri asset, non può essere ceduto singolarmente ma solo se contemporaneamente viene ceduta anche l'impresa stessa, o quantomeno un ramo di essa. Finché l'azienda perdura, perdura anche l'avviamento. Date queste sue peculiarità il trattamento contabile risulta particolarmente interessante, seppur più complicato se paragonato con altre attività, ed in continua evoluzione. L'analisi dell'avviamento rappresenta un tema attuale, sia perché i principi contabili sono in continua evoluzione, modificando di volta in volta le regole da applicare (un esempio lampante è la revisione dei principi nazionali che hanno modificato la procedura di ammortamento dell'avviamento), sia perché è strettamente legato alla valutazione dell'azienda. Sicché oltre che agli "addetti alla contabilità", questo tema interessa analisti finanziari, CFO e tutti quegli individui coinvolti nel

processo di valutazione d'impresa e nella gestione delle *business combination*. Nel primo capitolo del seguente approfondimento verrà esaminata la contabilizzazione e il successivo trattamento dell'avviamento, sia secondo la disciplina nazionale che quella internazionale, con tutte le principali problematiche annesse. Verrà poi approfondito lo studio dell'avviamento negativo, cioè quando l'impresa, invece che sfruttare al meglio il proprio capitale investito, generare performance non sufficienti rispetto alle risorse investite. Infine il primo capitolo si concluderà con un'analisi dei principali metodi valutativi dell'avviamento. Nel secondo capitolo invece verranno sviluppati i principali approcci valutativi dell'impresa nel suo complesso, essendo la valutazione dell'impresa e dell'avviamento temi interdipendenti fra loro. Infine, nell'ultima parte, verrà proposto un report sull'analisi e l'evoluzione dell'avviamento contabilizzato a livello del Gruppo Generali.

CAPITOLO 1. ANALISI E VALUTAZIONE DELL'AVVIAMENTO

1.1 Che cosa è l'avviamento: confronto fra principi contabili nazionali ed internazionali

L'*avviamento*, sia a livello nazionale che internazionale, rientra fra le attività immateriali. Pur rappresentando una categoria estremamente eterogena, gli asset immateriali, o più semplicemente *intangibles*, sono accomunati da una caratteristica fondamentale: l'assenza di tangibilità, concretamente non sono presenti in azienda. A livello nazionale, i principi contabili, attraverso l'OIC 24, *Immobilizzazioni immateriali*, le definiscono come attività costituite da costi che manifestano i loro benefici economici lungo un arco temporale di più esercizi, non esaurendo così la loro utilità in un unico periodo. Queste comprendono:

- oneri pluriennali, quali costi di impianto e di ampliamento, costi di sviluppo;
- beni immateriali, tra i quali diritti di brevetto industriale, licenze, marchi;
- immobilizzazioni immateriali in corso;
- acconti; e
- avviamento;

I benefici futuri derivanti comprendono i proventi originati dalla vendita di prodotti o servizi, i risparmi di costo o altri benefici derivanti dall'utilizzo dell'attività immateriale da parte della società (OIC 24, Dlgs 18 agosto 2015, n. 139, paragrafo 4).

A livello internazionale viene rimarcata l'intangibilità come caratteristica distintiva di tali asset ma, a differenza dei principi nazionali, l'avviamento non viene incluso direttamente. Lo IAS 38, *Attività immateriali*, cita, quali esempi di asset immateriali, “software per computer, i brevetti, [...], le concessioni in franchising, le relazioni commerciali con clienti o fornitori, la fidelizzazione della clientela, le quote di mercato e i diritti di marketing” (IAS 38 2008, paragrafo 9). Infatti viene sottolineato che, solo qualora, in sede di aggregazione aziendale, fosse sostenuto un costo non identificabile come attività immateriali in quanto non in possesso delle caratteristiche richieste (identificabilità, controllo, in grado di produrre benefici economici futuri), l'elemento acquisto dovrà divenire parte integrante dell'avviamento rilevato alla data di acquisizione (IAS 38 2008, paragrafo 10).

Dare una definizione precisa ed univoca di “avviamento” è estremamente difficile poiché esso rappresenta un’attività estremamente unica nel suo genere. Per ora lo si potrebbe sintetizzare come la differenza fra il valore attribuito all’azienda e quello dei singoli beni che la compongono (De Giosa, 2014). Da questa definizione probabilmente sorge spontanea una domanda: se un’impresa è costituita da una determinata combinazione di asset perché le si dovrebbe attribuire un valore maggiore rispetto alla somma dei beni di cui è composta? La risposta a tale domanda è che realmente l’azienda può valere più dei singoli beni che la compongono, e tale differenza prende appunto il nome di avviamento o *goodwill*. Cioè all’interno dell’impresa vi sono una serie di fattori quali: buona reputazione, elevata professionalità ed esperienza dei dipendenti, il buon posizionamento sul mercato, rapporti buoni e continuativi con fornitori e clienti, più tutta un’altra serie di elementi che, pur non trovando contabilizzazione contribuiscono ad incrementare il valore dell’impresa. Tuttavia può anche accadere l’opposto: il valore dei singoli beni potrebbe eccedere quello attribuito al complesso aziendale. In questo caso, la differenza è definita avviamento negativo, o *badwill*. Questi fattori, se considerati singolarmente probabilmente assumono poco valore. Tuttavia, presi unitariamente, creano un valore aggiuntivo per l’impresa, consentendole di generare utili maggiori nel medio-lungo periodo (Natalucci, Ceroli, Marchegiani 2014, pag. 55). Nel momento in cui un soggetto terzo acquisisse tale impresa, per esempio, non dovrebbe investire tempo e/o risorse al fine di guadagnarsi una buona reputazione all’interno del mercato ovvero individuare i fornitori ideali. Sicché il maggior prezzo riconosciuto al complesso aziendale rispetto ai singoli elementi contabili non è nient’altro che il valore attribuito alla somma di tali asset immateriali. Tale approccio all’avviamento è anche noto come teoria del plusvalore generato dal fattore organizzativo il quale qualifica l’avviamento come un “bene” appartenente al patrimonio dell’impresa, cioè quel contenitore di asset immateriali non iscrivibili a bilancio (Natalucci, Ceroli, Marchegiani 2014, pag. 55). A tale approccio si contrappone un secondo punto di vista. Tale teoria è nota come teoria del sovrareddito o dell’extraprofitto. Questa definisce l’avviamento come la capacità di generare sovraredditi, cioè produrre utili o profitti superiori a quelli realizzati da imprese simili ma differentemente avviate o a quelli realizzabili “normalmente” utilizzando le medesime risorse di cui l’impresa in esame è composta (Balducci 2007. *Il bilancio d’esercizio. Principi contabili nazionali e internazionali IAS/IFRS*, pag. 146). Quello che distingue infatti un’azienda “matura”, già ben avviata, da una ancora in fase embrionale è proprio la differenza di risultati reddituali come diretta conseguenza della differente organizzazione dei fattori produttivi. L’azienda ben avviata avrà maturato maggiore esperienza nel settore, individuando quali sono i punti di forza aziendali per competere nel mercato e strutturando quindi l’intero sistema produttivo intorno ad essi al fine di valorizzarli. Questa, quindi, potrà far leva su quel complesso di condizioni immateriali precedentemente citate che le permettono di ottenere performance migliori.

Di conseguenza quando tale impresa verrà ceduta, l'acquirente sarà disposto a riconoscerle un valore maggiore rispetto al valore di patrimonio contabilmente espresso, l'avviamento, proprio in virtù di tali performance poiché esso permette di eliminare l'incertezza e il rischio collegati alle imprese in via di sviluppo (Natalucci, Ceroli, Marchegiani 2014, pag. 55). Di per sé l'avviamento risulta unico nel suo genere essendo svincolato dal concetto di periodo d'esercizio. Configurandosi più come una caratteristica dell'azienda esso tende a perdurare finché l'azienda stessa esiste. Ciò implica che esisterà sia in caso di cessazione dell'attività sia in fase di costruzione dell'impresa stessa (avviamento iniziale). Tuttavia, in questi casi, non è propriamente corretto parlare di avviamento poiché, proprio per i motivi sopra elencati, l'avviamento stesso rappresenta la principale differenza.

Entrambe queste teorie qualificano l'avviamento da un punto di vista qualitativo. Da una prospettiva quantitativa la dottrina risulta fortemente critica sulla possibilità di giungere ad una valutazione autonoma ed oggettiva dell'avviamento. In virtù di ciò, nel corso del tempo, si sono susseguiti diversi approcci valutativi volti a determinare l'avviamento per via residuale come differenza fra il valore economico del capitale e il patrimonio netto rettificato (Natalucci, Ceroli, Marchegiani 2014, pag. 55). La dottrina non ha sviluppato una definizione univoca dell'avviamento e lo analizza sotto diversi punti di vista. Una delle formulazioni maggiormente accettate dalla critica è quella data da Onida che, unendo l'approccio qualitativo a quello quantitativo, definisce l'avviamento come un complesso di condizioni immateriali quali ubicazione, organizzazione, qualità tecniche e morali del personale, esperienza accumulata, clientela, a fronte delle quali è possibile attribuire al capitale economico un valore superiore al patrimonio netto contabile (Onida 2004).

Entrando maggiormente nell'ambito normativo, sia i principi nazionali che internazionali propongono una loro interpretazione e identificazione dell'avviamento.

A livello nazionale, una vera e propria definizione di avviamento viene data al paragrafo 10: "Si definisce avviamento l'attitudine di un'azienda a produrre utili che derivino o da fattori specifici che, pur concorrendo positivamente alla produzione del reddito ed essendosi formati nel tempo in modo oneroso, non hanno un valore autonomo, ovvero da incrementi di valore che il complesso dei beni aziendali acquisisce rispetto alla somma dei valori dei singoli beni, in virtù dell'organizzazione dei beni in un sistema efficiente" (OIC 24, Dlgs 18 agosto 2015, n. 139, paragrafo 10). I principi nazionali presentano l'avviamento riprendendo entrambe le teorie qualitative precedentemente descritte.

I principi continuano: "l'avviamento può essere generato internamente, ovvero può essere acquisito a titolo oneroso (in seguito all'acquisto di un'azienda o ramo d'azienda). Ai fini della sua iscrizione e del suo trattamento contabile, l'avviamento rappresenta solo la parte di corrispettivo riconosciuta a titolo oneroso, non attribuibile ai singoli elementi patrimoniali acquisiti di un'azienda ma piuttosto

riconducibile al suo valore intrinseco, che in generale può essere posto in relazione a motivazioni, quali: il miglioramento del posizionamento dell'impresa sul mercato, l'extra reddito generato da prodotti innovativi o di ampia richiesta, la creazione di valore attraverso sinergie produttive o commerciali, ecc." (OIC 24, Dlgs 18 agosto 2015, n. 139, paragrafo 54). Il paragrafo 54 fa emergere un concetto chiave: la distinzione fra avviamento acquisito a titolo oneroso e generato internamente. Il primo, noto meglio come avviamento derivato o *purchased goodwill* (Natalucci, Ceroli, Marchegiani 2014 pag. 56), si origina da una un'operazione di compravendita di un'azienda o di partecipazione in essa ovvero da un'operazione straordinaria, quale fusione o scissione. Il secondo è l'avviamento originario o *non-purchased goodwill/self generated goodwill* (Natalucci, Ceroli, Marchegiani 2014 pag. 56), che non rappresenta altro che quel complesso di risorse intangibili intrinseche all'impresa che le permettono di ottenere migliori performance reddituali. È importante sottolineare che non si tratta di due tipi distinti di avviamento ma semplicemente rappresentano due facce della stessa medaglia. La differenza fra queste due definizioni è che solo l'avviamento derivato trova espressione contabile mentre quello originario, essendo intrinseco all'attività d'impresa, è difficilmente rilevabile e quantificabile autonomamente per cui non figurerà direttamente in bilancio ma potrà essere contabilizzato solo in seguito ad una delle operazioni sopracitate nel bilancio dell'acquirente (o della partner a seconda del tipo di operazione). In pratica, mentre tutte le imprese saranno dotate di avviamento originario, solo in alcune figurerà contabilmente anche quello derivato, il quale però non rappresenterà nient'altro che l'avviamento originario della impresa che è stata acquisita. È importante sottolineare che l'avviamento derivato iscritto a bilancio deriva da operazioni che comportano l'incorporazione di una parte o dell'intero patrimonio dell'acquisita. Nel caso infatti di acquisto di quote di partecipazione sociale l'avviamento deve rimanere inglobato nel valore della partecipazione acquisita, non trovando autonoma espressione (Balducci 2007. *Il bilancio d'esercizio. Principi contabili nazionali e internazionali IAS/IFRS*, pag. 147)

L'avviamento originario quindi, pur essendo largamente riconosciuto come un elemento caratteristico dell'impresa, non può essere spontaneamente contabilizzato ed iscritto come attività nello stato patrimoniale. I principi nazionali infatti stabiliscono che, affinché possa avvenire la prima iscrizione contabile, è necessario che l'avviamento possenga le seguenti caratteristiche:

- acquisito a titolo oneroso;
- quantificabile essendo stato incluso nel valore pagato;
- deve essere costituito da oneri e costi a utilità differita nel tempo, cioè garantire dei benefici economici futuri;

- è soddisfatto il principio della recuperabilità del relativo costo (e quindi non si è in presenza di un cattivo affare)

(OIC 24, Dlgs 18 agosto 2015, n. 139, paragrafo 69).

Una volta rilevato, l'avviamento troverà iscrizione fra le immobilizzazioni immateriali, nella voce B I) 5 dello stato patrimoniale.

Dal paragrafo 69 emerge quindi l'aspetto chiave di assoluto divieto di contabilizzazione dell'avviamento originario. Dal momento in cui non soddisfa, *in primis*, i requisiti di onerosità stabiliti dal principio non potrà essere capitalizzato fra le attività immateriali in stato patrimoniale.

Il codice civile implementa ulteriormente quanto stabilito dai principi nazionali. Riprendendo il requisito di onerosità, l'articolo 2426 numero 6 precisa che "l'avviamento può essere iscritto nell'attivo con il consenso, ove esistente, del Collegio Sindacale nei limiti del costo per esso sostenuto" (C.c., art. 2426 numero 6, Dlgs 18 agosto 2015). Quindi per procedere all'iscrizione non solo devono essere soddisfatti i requisiti sopra elencati ma è anche richiesta l'approvazione da parte dell'organo di vigilanza dell'impresa. La ragione di tali vincoli risiede nel tentativo di limitare l'attuazione di politiche di bilancio soggettive che possano intaccare l'integrità economica del capitale (Balducci 2007. *Il bilancio d'esercizio. Principi contabili nazionali e internazionali IAS/IFRS*, pag. 147).

Inoltre viene precisato che la contabilizzazione dell'avviamento deve avvenire entro il costo sostenuto per acquisirlo, sicché viene imposto assoluto divieto di contabilizzarlo per un valore superiore alla differenza fra prezzo pagato e valore del patrimonio. D'altra parte invece non viene specificato se sia possibile iscriverlo ad un valore inferiore.

A livello internazionale la normativa che detta le linee guida da seguire nella redazione del bilancio d'esercizio è riassunta dagli IAS, *International Accounting Standards*, e i principi IFRS. Gli IAS rappresentano, dal 1973, il tentativo di unificare la redazione dei bilanci a livello internazionale. I principi internazionali si sono sviluppati in risposta ad una evidente necessità: l'unificazione al fine della semplificazione. Lo sviluppo di una economia globale ha contribuito all'abbattimento delle barriere e dei confini nazionali, almeno per quanto riguarda i mercati, facendo però emergere le enormi differenze culturali, anche per quanto riguarda i processi di contabilizzazione. Gli IAS sono stati proprio introdotti allo scopo di rimediare a tale differenziazione, unificando i canoni per la rilevazione, trattamento e contabilizzazione delle attività e passività al fine di semplificarne la comprensione e l'analisi, anche da parte di coloro che provengono da realtà completamente differenti. Essi venivano redatti dallo IASC, *International Accounting Standards Committee*. Alcuni di questi

principi sono tuttora in vigore ma dal 2001, da quando lo IASC si è trasformato in fondazione privata di diritto statunitense, essi coesistono con gli IFRS, redatti da un organo noto con l'acronimo di IASB, ossia *International Accounting Standards Board*. Data tale coesistenza, quando si trattano i principi internazionali, spesso vengono citati come IAS/IFRS.

Fra i principi internazionali una prima definizione di avviamento viene data dallo IAS 38. Il paragrafo 11 definisce: "L'avviamento rilevato in una aggregazione aziendale è un'attività che rappresenta i benefici economici futuri derivanti da altre attività acquisite in una aggregazione aziendale che non sono identificate individualmente e rilevate separatamente." (IAS 38 2008, paragrafo 11). Da questa prima definizione, si può notare che i principi internazionali evidenziano maggiormente l'aspetto derivato, cioè definiscono l'avviamento come un bene aziendale derivante da una aggregazione aziendale. Infatti, solo successivamente viene introdotto il concetto di avviamento generato internamente, senza, per l'altro, darne una definizione (IAS 38 2008, paragrafo 48). A livello nazionale infatti viene evidenziato più come una "attitudine", un'abilità dell'azienda di produrre performance migliori ovvero di acquisire un complessivo plusvalore rispetto ai singoli beni di cui è costituita grazie al fattore organizzativo, cioè attraverso le sinergie create fra i differenti componenti del sistema produttivo. Sul piano internazionale, invece, viene abbandonata questa prospettiva, evidenziando maggiormente la natura di "attività" dell'avviamento. Viene definito come una sorta di "recipiente", il cui valore è determinato dai benefici economici futuri legati a quelle attività che, non soddisfacendo i requisiti necessari per la contabilizzazione, non trovano autonoma espressione nel bilancio d'esercizio.

Per quanto riguarda la contabilizzazione, a livello internazionale, questa non viene descritta dallo IAS 38, ma dall'IFRS 3, *Aggregazioni aziendali* (anche note come *businesses combination*). Il principio ne detta i primi vincoli stabilendo che l'avviamento debba essere valutato come l'eccedenza fra la sommatoria del corrispettivo trasferito, valutato in conformità al presente IFRS (in genere richiede il *fair value* alla data di acquisizione), dell'importo di qualsiasi partecipazione di minoranza nell'acquisita, del *fair value* delle interessenze nell'acquisita precedentemente possedute dall'acquirente (queste ultime solo nel caso in cui l'aggregazione avvenga in più fasi) e il valore netto degli importi, alla data di acquisizione, delle attività identificabili acquisite e delle passività assunte identificabili (IFRS 3 2008, paragrafo 32).

Questo paragrafo introduce il concetto di *fair value*, o valore equo, largamente utilizzato soprattutto sul piano internazionale, il quale risulterà particolarmente importante quando verrà tratto l'*impairment test*. Esso non rappresenta nient'altro che il valore di mercato del bene, il prezzo che un soggetto terzo, autonomo, operante nel mercato sarebbe disposto a riconoscere. Sicché tale valore

non necessariamente rimane costante, potrebbe aumentare o diminuire nel corso di più esercizi a seconda dell'andamento del mercato.

Tornando a quanto concerne la contabilizzazione dell'avviamento è interessante sottolineare come questa venga definita per via residuale. Cioè i principi internazionali stabiliscono che tutte quelle attività e passività che, non soddisfano i criteri richiesti per l'autonoma contabilizzazione, andranno necessariamente ad impattare sull'importo contabilizzato come avviamento. In pratica l'avviamento rappresenta il costo residuo sostenuto dopo che sono state valutate e contabilizzate tutte le voci per le quali era possibile stabilire con sufficiente sicurezza un valore d'acquisto. Tuttavia questo processo di identificazione per via residuale porta con sé non poche problematiche perché richiede che, per identificare l'avviamento, vengano prima identificate le attività e passività suscettibili di contabilizzazione autonoma. Sicché l'eventuale erroneo trattamento di una o più di queste voci andrebbe ad incidere pesantemente sul valore dell'avviamento registrato, andando a compromettere la veridicità dei documenti.

L'aspetto maggiormente critico riguarda ovviamente le attività immateriali, essendo generalmente di più difficile identificazione e trattamento. Per questo l'IFRS specifica che l'iscrizione a bilancio è subordinata al contemporaneo possesso di alcuni requisiti fondamentali: l'attività deve appartenere alla definizione data dallo IAS 38, deve avere un *fair value* calcolabile in maniera attendibile e deve rientrare nello scambio in esame e non da operazioni distinte (IFRS 3 2008, paragrafo 12). Dai principi si evince quindi che l'essere classificabile come attività immateriali rappresenta un presupposto necessario ma solo secondario rispetto alla capacità di determinare il ritorno economico della stessa. Ciò che è effettivamente necessario, al fine dell'autonoma contabilizzazione di un'attività immateriale, è la possibilità di distinguere i flussi finanziari ad essa associati rispetto a quelli generati dalle altre attività. Se ciò non fosse possibile vuol dire che non si è in grado di discriminare i flussi prodotti da tale attività rispetto a quelli generati dall'azienda nel suo complesso. Perciò tale attività verrà "inglobata" nell'avviamento. Anche a livello nazionale la condizione di onerosità dell'avviamento è necessaria per poter procedere alla sua contabilizzazione.

Sostanzialmente, per quanto attiene la rilevazione e prima contabilizzazione, non sussistono evidenti differenze fra i principi nazionali ed internazionali. L'adeguamento dei principi nazionali alla direttiva contabile Europea n° 34 del 2013 (relativa ai bilanci d'esercizio e consolidati) e al decreto legislativo n° 139 del 2015, e la conseguente loro revisione, ha portato ad una progressiva omogeneizzazione della dottrina nazionale a quella internazionale. In estrema sintesi, infatti, le uniche differenze sono:

- i principi nazionali classificano le attività immateriali, indicando esplicitamente quali voci patrimoniali rientrino in tale classe, tra cui l'avviamento, e come vadano indicate in stato patrimoniale (classe B I). I principi internazionali invece, non prevedendo uno schema "rigido" di bilancio, non propongono una vera e propria classificazione di tali attività. Infatti viene proposta una lista di quelle che generalmente sono le attività qualificabili come immateriali senza specificare fra esse l'avviamento. Quest'ultimo, infatti, viene indirettamente citato dal principio contabile il quale sottolinea che, se in sede di *business combination*, una delle suddette attività non soddisfa i requisiti per l'autonoma contabilizzazione, dovrà diventare parte integrante dell'avviamento;
- seppur simili, i principi contabili propongono interpretazioni leggermente differenti dell'avviamento. I nazionali si concentrano più sull'avviamento originario, come i maggiori redditi prodotti o il maggior valore attribuibile al complesso aziendale, rispetto ai singoli beni che la compongono, come conseguenza del fattore organizzativo. Gli internazionali, invece, si focalizzano maggiormente sull'avviamento derivato, sui benefici economici derivanti da tutti gli asset che, in sede di *business combination*, non soddisfano i requisiti per l'autonoma identificazione. Il concetto di onerosità viene introdotto solo successivamente dai principi nazionali, come requisito per l'iscrizione in stato patrimoniale dell'avviamento. A livello internazionale, invece, rappresenta l'elemento chiave per l'identificazione;
- dal punto di vista della prima contabilizzazione la disciplina è sostanzialmente la stessa, richiedendo, in entrambi i casi, l'onerosità dell'avviamento, e determinandolo come valore residuale dalla differenza fra il costo totale sostenuto per l'acquisto dell'azienda, o di un suo ramo, e il valore delle attività e passività che la compongono. Sotto questo aspetto emerge la differenza principale. A livello internazionale, l'avviamento è trattato dal principio inerente le *business combination*. Sicché vengono fornite informazioni dettagliate sui criteri da rispettare per la rilevazione e contabilizzazione delle attività e passività, al fine di giungere all'iscrizione più veritiera dell'avviamento. A livello nazionale, invece, l'OIC inerente l'avviamento si limita a dire che il costo sostenuto per l'acquisto dell'azienda, al netto del valore corrente delle attività e passività, rappresenterà il valore di contabilizzazione.

1.2 Ammortamento e impairment test

Nella valutazione dell'avviamento finora condotta è evidente come sussistano delle differenze nel trattamento contabile fra principi nazionali ed internazionali. Tali differenze permangono, se non addirittura diventando più marcate, nel momento in cui si analizza il trattamento successivo alla prima iscrizione dell'avviamento e, più in generale, delle attività immateriali. Prima dell'introduzione dei principi contabili internazionali, l'avviamento veniva ammortizzato periodicamente, in un arco temporale di 5 anni, con alcune deroghe ammesse, come ogni altra attività (C.c., art. 2426 numero 6, in vigore dal 19/04/42 fino al 13/01/2005). Ora, IAS/IFRS hanno rivoluzionato il trattamento degli asset intangibili introducendo specifiche disposizioni volte a determinare se tali asset hanno subito o meno perdite di valore nel corso dell'esercizio. Tale verifica è nota come *impairment test*.

A livello internazionale, il trattamento post prima contabilizzazione delle attività immateriali viene riassunto dallo IAS 36, *Riduzione di valore delle attività*, e dallo IAS 38. Essenzialmente, una volta che un'attività immateriale viene iscritta a bilancio, sono due le scelte fondamentali da compiere inerentemente al successivo trattamento contabile delle stesse: la prima riguarda il modello di valutazione, la seconda è inerente la vita utile del bene.

Per quanto riguarda il modello di valutazione lo IAS 38 stabilisce che un'impresa può optare per due differenti metodi per valutare gli *intangibles*: uno basato sul costo storico e uno sul valore di mercato. Il primo metodo, noto appunto modello del costo, pur essendo più semplice è maggiormente preferito dai principi internazionali. Seguendo tale approccio un'attività viene valutata al proprio costo, al netto degli ammortamenti accumulati e di qualsiasi perdita per riduzione di valore accumulata. Il secondo approccio, basato sul valore di mercato dell'attività, più comunemente noto come *fair value*, prende il nome di metodo della rideterminazione del valore. Pur non essendo l'approccio prediletto, i principi internazionali non ne precludono l'utilizzo purché vengano rispettate due accortezze fondamentali:

- se si utilizza tale approccio per una determinata attività immateriale, questo va esteso anche a tutti gli altri beni della medesima categoria;
- deve essere effettuata periodicamente la rideterminazione del valore

(Parbonetti 2010, pag. 39).

La ragione sottostante tali obblighi è che, qualora si optasse per un approccio basato sul *fair value*, emerge la necessità di rideterminare con maggior frequenza il valore dell'attività al fine di evitare che il valore di iscrizione si discosti eccessivamente da quello rappresentato dal mercato attuale,

rendendo così i bilanci meno veritieri. Ne consegue che tale metodo è applicabile solo in presenza di un mercato attivo al quale riferirsi per la determinazione del fair value. Se per le attività materiali generalmente non vi sono grandi ostacoli, per gli intangibles il processo è più complicato dal momento in cui, anche se con le dovute eccezioni, per la maggior parte di essi non esiste un vero e proprio mercato attivo (IAS 38 2008, paragrafo 78).

La seconda scelta fondamentale riguardava la durata della vita utile dei beni, i quali possono essere distinti fra beni a vita definita o indefinita. L'identificazione dell'appartenenza di un'attività ad una categoria piuttosto che all'altra è estremamente fondamentale dal momento che il trattamento contabile dipende proprio dalla categoria di rientro. Essendo l'avviamento parte integrante dell'azienda e, dal momento in cui ogni azienda la si assume a vita indefinita, o quantomeno non determinabile a priori, l'avviamento viene implicitamente trattato come un'attività a vita indefinita. Perciò si approfondirà solo la parte inerente questa categoria di beni.

Per tali tipi di attività, indipendentemente dal modello di valutazione scelto, i principi contabili stabiliscono che la prima iscrizione deve essere effettuata al prezzo di acquisto del bene, identicamente a quanto previsto per i beni a vita utile definita. Tuttavia introducono un nuovo ulteriore onere a carico dell'impresa. Quest'ultimo si sostanzia nell'esecuzione annuale di un test di deperimento, l'*impairment test* appunto.

Secondo i principi contabili internazionali, le attività immateriali non sono ammortizzabili ma devono essere soggette ad un procedimento volto a valutarne periodicamente il valore. La ragione sottesa a tale procedura è verificare se l'asset debba essere o meno soggetto ad una svalutazione a causa di una perdita di valore maturata nell'esercizio o nell'arco temporale di riferimento. Nello specifico lo IAS 36 sottolinea che "la società deve valutare ad ogni data di riferimento del bilancio se sussiste un'indicazione che un'attività possa aver subito una riduzione di valore. Se esiste, la società deve stimare il valore recuperabile dell'attività o dell'unità generatrice di flussi finanziari" (IAS 36 2008, paragrafo 9). L'obiettivo di tale test è verificare se l'attività abbia o meno diminuito il proprio valore attraverso il confronto fra il valore contabile e quello recuperabile, definito come il maggiore fra il *fair value* e il *value in use*. In pratica il principio stabilisce che qualora il soggetto titolare di tale attività non sia in grado di recuperarne il valore contabile né attraverso l'utilizzo (*value in use*) né attraverso la vendita (*fair value*) allora il valore di tale attività va necessariamente ridotto.

Il *value in use* rappresenta il valore attuale dei flussi associati all'utilizzo di una determinata attività all'interno dell'impresa e alla sua dismissione al termine della vita utile (Deroma 2012). Si tratta quindi di una valutazione di natura finanziaria in quanto il valore dell'asset deriva dai flussi finanziari che esso è in grado di realizzare. È una stima tutt'altro che semplice che incorpora tutte quelle che

sono le principali problematiche dei metodi di valutazione finanziari. *In primis*, l'intero approccio è basato su una previsione di flussi dei quali non si ha assoluta certezza del realizzo. Secondo, tali flussi si manifestano in periodi successivi rispetto alla data di analisi sicché si pone l'ulteriore problema di porli tutti al medesimo istante temporale, cioè scegliere il tasso di sconto che meglio consente di attualizzarli. Data quindi l'oggettiva difficoltà, lo IAS 36 fornisce informazioni estremamente dettagliate su come tale processo vada svolto (IAS 38 2008, paragrafo 30).

Inerentemente al tasso di attualizzazione, generalmente, la scelta più logica è utilizzare un tasso già presente sul mercato, tenendo in considerazione sia il valore temporale del denaro sia rischi specifici dell'asset o della *Cash Generating Unit* oggetto di valutazione (IAS 36 2008, paragrafo 55-57).

Il *fair value*, anticipato precedentemente, rappresenta il prezzo di vendita di un'attività pattuito tra le parti in sede di libera transazione e senza asimmetrie informative. Nell'*impairment test* il *fair value* viene dedotto dei costi di dismissione dell'attività in esame. Per questo è più corretto parlare di *fair value less costs to sell*. Lo IAS 36 stabilisce una sorta di gerarchia per la determinazione del *fair value*. *In primis*, va utilizzato il prezzo convenuto in un accordo vincolante di vendita relativo alla medesima attività. Qualora non esistesse, ma l'attività venisse commerciata regolarmente su un mercato attivo, il prezzo di mercato rappresenterebbe la miglior stima. In questo caso, al fine di minimizzare le imprecisioni, sarebbe opportuno usare il prezzo di mercato corrente, riferito quindi all'offerta attuale. Se il mercato di riferimento non fosse "attivo" si potrebbe comunque utilizzare il prezzo di mercato come base dal quale ottenere una stima corretta. In presenza quindi di un mercato attivo la determinazione del *fair value* non pone grandi problematiche, specialmente al giorno d'oggi dove reperire informazioni diventa sempre più facile. Se però, non solo non esiste un accordo vincolato, ma tantomeno un mercato attivo, in questi casi il *fair value* deve essere determinato in base alle migliori informazioni disponibili. In ultima istanza, quindi, si cerca di stimare indirettamente il *fair value*, prevedendo il probabile ritorno economico che si potrebbe ottenere in una libera transazione. Nella prassi, in questo processo di stima, ci si rifà ad operazioni che hanno coinvolto beni simili nel medesimo settore o in settori affini (IAS 36 2008, paragrafo 26-27). Come precedentemente anticipato, per gli intangibles, la determinazione del *fair value* non è un processo sempre agile. Tuttavia, in un modo o nell'altro, a meno che un'attività immateriale derivi da diritti legali o altri diritti contrattuali e, alternativamente, o non sia separabile, o sia separabile, ma non vi è esperienza o evidenza di operazioni di scambio per le stesse attività o attività simili, la determinazione del *fair value* è possibile in maniera sufficientemente attendibile (IAS 38 2008, paragrafo 38).

Generalmente l'*impairment test* viene svolto annualmente in sede di redazione del bilancio d'esercizio. Tuttavia lo IAS specifica che è possibile derogare da tale periodicità in determinate

circostanze. Nello specifico sottolinea che tale procedura debba essere svolta, non solo annualmente, ma anche qualora si manifestino eventi significativi che possono evidenziare una possibile perdita di valore dell'asset. Come anticipato, l'*impairment test* in questo senso serve a determinare il valore recuperabile di un'attività, il quale è definito come il maggiore fra il *fair value* dell'asset, al netto dei costi di vendita o di smobilizzo, e il valore d'uso. Tuttavia non è sempre necessario determinare sia il prezzo netto di vendita sia il suo valore d'uso. Infatti qualora uno dei due risultasse già superiore al valore contabile non servirebbe sottoporre il bene a svalutazione, rendendo così superflua la stima dell'altro (Parbonetti 2010, pag.47). Generalmente il valore recuperabile viene calcolato per ogni singola attività. Tuttavia vi sono delle attività che non hanno ragione di esistere se non in correlazione e coesistenza con altre. In questi casi, in cui un'attività si presenta in un tal "simbiosi" risulta complesso, se non impossibile, ripartire i flussi finanziari prodotti dal "gruppo" fra le singole attività. Perciò, quando diventa difficile stabilire quanto ciascuna attività sia responsabile dei flussi prodotti, esse vengono trattate come se fossero una unica. Si parla in questo caso di unità generatrice di flussi finanziari o *Cash Generating Unit* (abbreviata CGU).

Appare evidente allora che per calcolare il valore realizzabile tramite l'utilizzo sia necessario distinguere fra:

- beni che generano autonomamente flussi di cassa;
- e
- beni che generano tali flussi solo congiuntamente ad altre attività

(Parbonetti 2010, pag. 47).

Nel primo caso il processo risulta estremamente più semplice potendo procedere direttamente alla valutazione dei flussi finanziari netti relativi all'attività in esame. Nel secondo caso, invece, è necessario identificare le CGUs di riferimento nel quale è presente il bene da sottoporre ad *impairment test*. Nello specifico, queste sono definite quel "ramo" d'azienda che genera autonomamente flussi finanziari. In questo caso il processo risulta essere maggiormente complicato perché necessita di una fase preliminare di analisi nella quale viene o vengono individuate le CGUs di riferimento, ne vengono calcolati i flussi netti e successivamente attualizzati con un adeguato tasso di sconto (Parbonetti 2010, pag. 48).

Fra tutte le attività soggette ad *impairment test* l'avviamento rappresenta indubbiamente quella più particolare ed interessante da analizzare. Questo perché l'avviamento contabilizzato e soggetto a verifica è quello acquisito a titolo oneroso, che rappresenta i benefici economici futuri derivanti da altre attività acquisite in un'aggregazione aziendale che non sono identificate e rilevate

separatamente. Per cui l'avviamento di per sé non produce flussi finanziari autonomi, ma “collabora” con una o più CGUs contribuendo ad incrementarne i flussi finanziari. Deve quindi necessariamente essere testato a livello aggregato, in relazione a tutti i beni con cui interagisce. Ne consegue che non è possibile allocarlo liberamente ad una singola attività o CGU in quanto altre ne potrebbero risultare penalizzate. L'avviamento, perciò, deve essere ripartito fra ogni *Cash Generating Unit* dell'acquirente, o addirittura a gruppi di CGU, che si presume possa beneficiare delle sinergie derivanti dall'aggregazione. Determinare il valore recuperabile del gruppo di attività a cui l'avviamento si riferisce risulta perciò l'unico modo per testare la recuperabilità del suo valore di iscrizione, non essendo né misurabile in via autonoma né separabile dagli altri *assets* (Deroma 2012).

Qualora in sede di controllo il valore di iscrizione di una qualsiasi attività immateriale indicata dallo IAS 36 o di una CGU, risultasse superiore al valore recuperabile si deve procedere alla svalutazione (*impairment loss*) per un ammontare dato dalla differenza fra i due valori. Come appena anticipato, l'avviamento non può essere soggetto ad *impairment test* autonomamente, data la sua natura. Sicché una sua eventuale riduzione di valore viene portata a nuovo indirettamente svalutando la CGU nella quale è allocato. All'interno della CGU quindi la perdita va preliminarmente imputata all'avviamento, fino alla sua completa svalutazione. Qualora tale differenza eccedesse il valore dell'avviamento allora si dovrà procedere ad una riduzione proporzionale del valore di ogni singolo asset componente la CGU in base al peso ricoperto rispetto all'intero valore della stessa (IAS 36 2008, paragrafo 104).

I principi contabili seguono quindi una logica prudenziale. Non potendo applicare l'*impairment test* direttamente all'avviamento non è neanche possibile identificare quanto *impairment loss* sia direttamente attribuibile all'avviamento e quanto alle altre attività componenti la CGU. In pratica, quindi, tutte le perdite vengono imputate a sua riduzione indipendentemente dal fatto che tale perdita di valore sia effettiva o dipenda da svalutazioni delle altre attività. Da un certo punto di vista questo approccio risulta indubbiamente corretto poiché, seguendo la logica prudenziale che caratterizza l'intera redazione dei documenti contabili, imputa tutte le perdite a riduzione dell'attività maggiormente “fittizia” e rischiosa, l'avviamento appunto. D'altra parte però potrebbe risultare come un'eccessiva semplificazione, andando a minare l'affidabilità del processo dal momento in cui non permette di stabilire con certezza se la svalutazione dell'avviamento è effettivamente imputabile ad una sua perdita di valore o meno. Si rischia così di lasciare inalterato il valore degli asset componenti la CGU proprio quando l'*impairment loss* è effettivamente dovuto ad una loro perdita di valore piuttosto che ad una svalutazione dell'avviamento.

Tuttavia, anche qualora il valore recuperabile superasse quello contabile della CGU, non è possibile affermare con assoluta certezza che l'avviamento non abbia subito perdite di valore. Infatti, anche

qualora l'avviamento subisse una svalutazione ma questa fosse più che compensata da un incremento del valore delle attività componenti la CGU è possibile che nel complesso il valore recuperabile risulti comunque superiore a quello contabile. Ne emerge quindi una situazione estremamente delicata data l'impossibilità di stabilire, anche in questo caso, se il valore dell'avviamento sia rimasto invariato o meno.

Se in seguito alla svalutazione si evidenziasse che il valore recuperabile effettivamente eccede quello contabile si può effettuare una rivalutazione, sempre proporzionale e in misura non eccedente la precedente svalutazione, degli asset ad eccezione dell'avviamento. I principi contabili stabiliscono infatti l'assoluto divieto di ripristinare il valore originario dell'avviamento. La logica alla base di tale divieto è che una operazione del genere equivarrebbe a permettere la contabilizzazione dell'avviamento generato internamente (Parbonetti 2010, pag. 55-56). Dal punto di vista pratico, affinché sia possibile procedere alla rivalutazione è necessario che l'impresa incrementi il valore recuperabile del bene affinché non risulti più inferiore a quello contabile. Nel caso dell'avviamento l'operazione si configurerebbe come una sorta di "generazione interna di nuovo avviamento" (Parbonetti 2010 pag. 56) e dal punto di vista contabile i principi ne vietano la contabilizzazione, poiché non vi sarebbe alcuna differenza fra questo e l'avviamento originario.

A livello nazionale la disciplina diverge sostanzialmente da quella internazionale. La differenza principale è rappresentata dalla possibilità di ammortizzare l'avviamento. L'idea alla base è sostanzialmente differente dalla classica concezione di ammortamento applicata agli altri beni. In questo caso infatti non si vuole evidenziare la perdita progressiva di valore dell'asset dovuto all'utilizzo. I principi nazionali permettono l'ammortamento perché ritengono che, con il passare del tempo, il valore dell'avviamento acquisito a titolo oneroso decresca poiché viene progressivamente "assorbito" all'interno dell'avviamento originario dell'impresa. In pratica mentre il valore del derivato diminuisce parallelamente si accresce quello originario non rilevato a bilancio.

Il trattamento contabile successivo alla prima iscrizione è stato recentemente rivisto attraverso l'aggiornamento del 2016 dell'OIC 24, *Immobilizzazioni Immateriali*. Prima di questo aggiornamento il codice civile stabiliva che l'avviamento dovesse essere ammortizzato entro un periodo di cinque anni. Era tuttavia consentito derogare da tale vincolo ammortizzandolo sistematicamente in un periodo limitato di durata maggiore, purché esso non superasse la durata per l'utilizzazione di questo attivo e ne fosse data adeguata motivazione nella nota integrativa (C.c., art. 2426 numero 6, pre-Dlgs 18 agosto 2015). Affinché fosse possibile procedere ad un ammortamento superiore ai cinque anni era necessario che le motivazioni indicate nella nota integrativa fossero direttamente riconducibili alla natura e tipologia dell'azienda cui l'avviamento veniva contabilizzato e che l'analisi della vita

utile dell'avviamento eccedesse effettivamente questi cinque anni. Il criterio generalmente adottato era quello a quote costanti, tuttavia all'impresa veniva lasciata la possibilità di adottare il criterio a quote decrescenti purché tale decisione venisse sempre opportunamente giustificata nella nota integrativa del bilancio d'esercizio.

L'aggiornamento del 2016 ha sostanzialmente rivisto tali pratiche, in particolare rivoluzionando le tempistiche di ammortamento. Sia codice civile che OIC hanno modificato l'iter di ammortamento dell'avviamento. Secondo il "nuovo articolo" 2426, l'ammortamento dell'avviamento è effettuato in base alla sua vita utile; nei casi eccezionali in cui non è possibile stimarne attendibilmente la vita utile, è ammortizzato entro un periodo non superiore a dieci anni (C.c., art. 2426 numero 6, Dlgs 18 agosto 2015). Viene abbandonato il lasso temporale dei cinque anni in favore di un nuovo criterio, la "vita utile". La vita utile non rappresenta nient'altro che il periodo entro il quale l'impresa ha stimato e presume di ottenere i benefici economici legati all'avviamento. Questa viene determinata in sede di prima rilevazione da parte degli amministratori della società e non può essere modificata negli esercizi successivi (OIC 24, Dlgs 18 agosto 2015, n. 139, paragrafo 66).

La vita utile è un concetto che il vecchio OIC già introduceva, relegandola però in secondo piano. Precedentemente infatti la stima di tale valore non era obbligatoria ma subordinata all'eccedenza del periodo di default di cinque anni. Cioè solo qualora si ritenesse che i cinque anni non rappresentassero una stima valida per l'ammortamento dell'avviamento si poteva procedere alla determinazione della vita utile. Con il nuovo aggiornamento vi è un'inversione di tendenza e la vita utile diventa l'elemento cardine intorno al quale si sviluppa tutta la normativa. Infatti ora la sua stima rappresenta il primo passo da compiere nel trattamento dell'avviamento.

Nel procedere a tale stima gli amministratori devono considerare tutte le informazioni disponibili al momento della rilevazione al fine di renderla più accurata possibile. Per questo l'OIC specifica che nel processo di stima possono rappresentare utili punti di riferimento:

- il periodo di tempo entro il quale la società prevede di ottenere gli extra profitti derivanti dalle sinergie legate all'operazione che ha dato origine alla contabilizzazione dell'avviamento;
- il periodo di tempo entro il quale l'impresa si attende di recuperare, in termini finanziari o reddituali, l'investimento effettuato (periodo noto anche come Payback Period);
- la media ponderata delle vite utili dei core asset acquisiti nell'operazione, fra cui vanno inclusi gli asset immateriali

(OIC 24, Dlgs 18 agosto 2015, n. 139, paragrafo 68).

Esattamente come previsto dalla “vecchia normativa” vi è una deroga da questo nuovo criterio, la quale però funziona al contrario rispetto alla precedente. Se prima si poteva derogare dai cinque anni solo in determinate situazioni straordinarie, ora la disciplina stabilisce che solo in quei casi eccezionali in cui non è possibile determinare con sufficiente sicurezza la “vita utile” dell’avviamento si possa procedere ad ammortizzarlo in un arco temporale mai superiore ai 10 anni (OIC 24, Dlgs 18 agosto 2015, n. 139, paragrafo 69). Sicché emerge qualche complicazione nel momento in cui la stima della vita utile superasse i 10 anni. In questo caso sarebbe più corretto ammortizzarlo in base alla vita utile stimata o nell’arco temporale massimo previsto dai principi? Fortunatamente l’OIC sotto questo aspetto è estremamente esaustivo. Infatti stabilisce che è comunque possibile stimare una vita superiore ai 10 anni. Tuttavia specifica che tale stima sarà da considerarsi valida solo se risultante dalla corretta applicazione delle specifiche indicate dal paragrafo 68, precedentemente citato, e se supportata da fatti e circostanze oggettive, adeguatamente notificati nella nota integrativa. Anche la nuova revisione stabilisce comunque un limite massimo di anni. La vita utile non può mai superare i 20 anni (OIC 24, Dlgs 18 agosto 2015, n. 139, paragrafo 70).

Per quanto attiene le rivalutazioni i principi nazionali sono molto più rigidi in quanto, in linea generale, proibiscono le rivalutazioni volontarie delle attività immateriali. Queste infatti sono permesse solo nei rari casi in cui determinate legge speciali lo permettono. Tali leggi definiscono i parametri, i limiti e le metodologie da applicare nella rivalutazione. In ogni caso l’eventuale rivalutazione degli asset immateriali non potrà mai eccedere il valore recuperabile dell’asset.

Sempre recentemente, attraverso introduzione dell’OIC 9, *Svalutazioni per perdite durevoli di attività materiali ed immateriali*, i principi nazionali si sono parzialmente adeguati a quanto stabilito a livello internazionale prevedendo l’*impairment test* al fine di evidenziare eventuali perdite durevoli negli asset intangibili e proibendo assolutamente un eventuale ripristino del valore dell’avviamento precedentemente svalutato. Si tratta perciò di un tentativo del legislatore di conformare maggiormente i principi nazionali a quelli internazionali.

Concludendo, l’introduzione ed applicazione dei principi internazionali nel panorama nazionale ha reso il tema del trattamento contabile dell’avviamento particolarmente delicato. Sebbene, infatti, l’ammortamento rappresenti il trattamento contabile maggiormente consolidato nella nostra dottrina, la coesistenza fra principi nazionali ed internazionali ha fatto emergere numerose perplessità in merito all’opportunità di continuarlo ad usare (Corsi 2013, pag. 54). Infatti, qualora l’impresa fosse in grado di mantenere gli “extra-profitti” legati all’avviamento non vi sarebbe alcuna giustificazione all’ammortamento dell’avviamento. D’altro canto, qualora questi profitti non venissero più conseguiti, sarebbe un errore non eliminare l’avviamento. Questo non rappresenta altro che la ragione

sottostante l'*impairment test*: mantenere integro in bilancio l'avviamento a meno che non sussistano specifiche condizioni che ne giustificano una riduzione di valore (Corsi 2013, pag. 55).

1.3 Avviamento negativo o badwill

L'avviamento non necessariamente è sempre positivo. Generalmente viene implicitamente assunto positivo poiché si ritiene che le aziende, in modo indubbiamente differente e con intensità differenti, siano in grado, attraverso la propria attività, di generare un valore che supera quello espresso dalla somma algebrica delle voci contabili. Tuttavia, questo non sempre accade, cioè raramente l'avviamento può assumere valori non positivi. Come è facile intuire questo valore, trattandosi comunque di avviamento originario, non lo si può trovare in alcun documento contabile dell'impresa, ma lo si rileva solo in sede di trasferimento di un ramo d'azienda o l'azienda stessa; il *badwill* è quindi di natura derivata.

Esso sorge perciò quando il prezzo d'acquisto della transazione risulta inferiore rispetto al valore corrente del patrimonio il quale si origina in quel complesso di situazioni che fanno sì che l'impresa generi risultati reddituali inferiori a quelli reputati "normali" per l'impresa. Diretta conseguenza di tale crisi di performance reddituali è la contabilizzazione di un valore economico di capitale inferiore rispetto al patrimonio netto rettificato. Tale "disavanzo" può essere calcolato utilizzando due approcci, il metodo diretto o quello indiretto (Fondazione Aristeia 2006). Utilizzando il metodo diretto, la differenza fra il patrimonio netto rettificato e il valore economico può essere ricavato attraverso due procedimenti differenti: attualizzando la differenza fra la redditività media prospettica e la remunerazione congrua applicata al capitale ovvero, qualora si ritenga che il *badwill* scaturisca da previsioni economiche negative dovute a inefficienze nel processo produttivo o mancato sfruttamento di alcuni impianti, attualizzando i margini differenziali negativi stimati. L'approccio indiretto invece determina il *badwill* come differenza fra il patrimonio netto rettificato e il valore economico del capitale, determinato però in base ai flussi attesi (Angiola 1997).

Differentemente da quanto si possa pensare, però, il *badwill* non rappresenta sempre un elemento di negatività poiché, specialmente dal punto di vista dell'imprenditore acquirente della società in esame, contabilizzare un avviamento negativo significa che tale azienda è stata acquistata ad un valore inferiore rispetto al valore corrente del patrimonio dell'impresa medesima (Fondazione Aristeia, 2006). Dal punto di vista dell'acquirente, perciò, potrebbe esserci poco di male in un valore negativo

dell'avviamento tant'è che in America il *Financial Accounting Standards Board*, un'organizzazione no profit che si occupa di delineare le regole per la contabilità aziendale, definisce queste situazioni di negativo *goodwill* come “acquisti a prezzi favorevoli”. Tuttavia, la presenza di un avviamento negativo in una transazione pone non poche complicazioni per quanto ne riguarda la contabilizzazione.

A livello nazionale, l'OIC 24 non specifica né detta riferimenti specifici per l'iscrizione a bilancio. Tuttavia è comunque possibile ricavare indirettamente una sorta di prassi rifacendosi all'OIC 17. Questo principio introduce il trattamento delle “differenze di consolidamento” che altro non sono che la differenza fra il prezzo pagato per l'acquisto di una partecipazione e il patrimonio netto a valori correnti della partecipata registrata in sede di redazione del bilancio consolidato. È utile rifarsi a tale principio perché, pur non trattando direttamente il problema, tali tipi di operazioni sono in qualche modo paragonabili alle cessioni d'azienda o di rami di essa. Da tale principio se ne ricava che ciò che effettivamente assume un ruolo determinante nel trattamento dell'avviamento negativo è la ragione stessa dell'operazione, ciò che ha spinto il cedente alla vendita ad un prezzo inferiore rispetto a quello contabilmente riscontrabile dalle attività e passività dell'azienda stessa (Furlani, Pellegrino 2013).

Analizzando le possibili cause di tale disavanzo è emerso che un avviamento negativo può scaturire da differenti situazioni quali:

- difficoltà di diversa natura (finanziaria, economica...) che spingono il titolare a vendere immediatamente, anche ad un prezzo inferiore al reale valore dell'impresa. Si parla di “buon affare” concluso dall'acquirente. La contabilizzazione avviene come componente positiva di reddito oppure come voce riserva nell'ambito del patrimonio netto (Furlani, Pellegrino 2013). In questo caso sarebbe più corretto parlare di “pseudo avviamento negativo” poiché l'origine di tale disavanzo dipende dalla capacità di un imprenditore di strappare un prezzo d'acquisto favorevole rispetto al valore medio riconosciuto all'azienda soggetta all'acquisto e non effettivamente da una situazione negativa aziendale;
- sostanziale inefficienza reddituale, o una previsione di tale andamento. Questo conduce a scarse performance o, nei casi peggiori, a perdite d'esercizio che portano a rivalutare al ribasso il valore attribuibile al complesso aziendale. È chiaro che tale situazione è estremamente delicata non essendo possibile definire in termini assoluti e certi se un'impresa sta producendo più o meno rispetto a quanto dovrebbe fare, visto che i parametri di riferimento sulla quale si basano generalmente tali tipi di confronti vengono ricavati indirettamente da stime e previsioni. Ovviamente, affinché si possa effettivamente parlare di *badwill*, è necessario che la situazione di criticità di performance non sia temporanea ma “strutturale”. Una perdita

d'esercizio sporadica non determina un avviamento negativo, potrebbe semplicemente essere riconducibile ad una maggior incidenza negativa della gestione straordinaria dovuta, per esempio, a nuovi investimenti. Quando si ritiene però che tali perdite, o le perdite previste, scaturiscano effettivamente dalla incapacità dell'impresa di produrre risultati soddisfacenti allora, e solo allora, si potrà parlare di avviamento negativo. Questo implica anche che in particolari situazioni in cui si ritenga, con elevata probabilità, che la crisi di redditività sia momentanea e che essa non intacchi in modo permanente l'equilibrio patrimoniale e finanziario dell'impresa stessa, allora è possibile rivalorizzare positivamente l'avviamento stesso. È facilmente intuibile come tali tipi di analisi e considerazioni siano altamente difficili da compiere e soggette ad un elevato grado di soggettività. Per questo è fondamentale, al fine di salvaguardarle il più possibile, basarle su criteri prudenziali (Fondazione Aristeia 2006). In queste situazioni si distinguono due casi: quando è possibile ricondurre la scarsa redditività ad una o più attività e quando non lo è. Nella prima fattispecie il valore dell'avviamento negativo deve essere iscritto a bilancio a riduzione di tali attività. Qualora ciò non fosse possibile, essendo le perdite una semplice previsione e non un dato già contabilmente riscontrabile, il *badwill* dovrebbe essere trattato come una passività potenziale, da iscrivere alla voce fondi rischi e oneri futuri anche non trattandosi propriamente di un accantonamento, dal momento in cui tale fondo viene accreditato direttamente nelle passività dello stato patrimoniale dell'acquirente senza intaccarne il conto economico (Furlani, Pellegrino 2013). In realtà, rispetto alla prima situazione, solo in questo caso sarebbe corretto parlare di vero e proprio avviamento negativo, poiché la motivazione sottostante a questo disavanzo è una effettiva scarsa redditività rispetto a quanto l'impresa è in grado di generare normalmente, o quanto meno dovrebbe generare. Di conseguenza non vi è alcun incentivo a riconoscere un valore aggiunto al complesso aziendale in sede di negoziazione (Furlani, Pellegrino 2013);

- per le imprese quotate in borsa, una fattispecie comune, è il crollo del valore del titolo nei mercati. In questo caso però affinché sorga un avviamento negativo vero e proprio è necessario che la svalutazione del titolo rifletta quelle che sono le effettive aspettative reddituali del mercato azionario circa l'impresa oggetto della transazione e che tale situazione sia non temporanea esattamente come nella prima fattispecie. Ciò significa che qualora il crollo fosse semplicemente dovuto a speculazioni non si può parlare di *badwill*;
- evidenti asimmetrie informative che portano a squilibri di potere contrattuale fra gli agenti della transazione

(Fondazione Aristeia 2006).

Nel panorama internazionale la rilevazione e la contabilizzazione dell'avviamento negativo vengono trattati dallo IFRS 3, che nel 2004 ha sostituito lo IAS 22. La nuova dottrina internazionale, però, riprende, anche se solo in parte, alcuni aspetti della precedente e dei principi nazionali.

Merita quindi citare momentaneamente lo IAS 22, poiché dava una specifica definizione di avviamento negativo. Veniva definito come “l'eccedenza del costo dell'acquisizione rispetto alla quota di partecipazione dell'acquirente nei *fair value* delle attività e delle passività identificabili acquisite alla data dell'operazione di compravendita la quale deve essere rilevata come attività” (IAS 22 1998, paragrafo 41).

L' IFRS 3, invece, diversamente dal suo predecessore, non ne dà una diretta definizione. Infatti, non definisce esplicitamente il concetto di avviamento negativo, ma descrive le situazioni che lo generano, definendole acquisti a prezzi favorevoli. Si tratta di circostanze nelle quali, in seguito ad una aggregazione aziendale, l'ammontare complessivo pagato dall'acquirente è inferiore al valore netto delle attività e passività rilevate separatamente. A differenza dello IAS 22, la revisione dell'IFRS 3 non permette più l'iscrizione del *badwill* tra i fondi rischi e oneri o tra le riserve. Infatti, la differenza che scaturisce da tali operazioni rappresenta un utile assimilabile ad uno sconto di prezzo, e come tale, andrà imputato solo a conto economico (Savioli 2008). Tuttavia, prima di procedere in questo senso, l'IFRS specifica che l'acquirente deve verificare se ha identificato e valutato correttamente tutte le attività e le passività rilevate. Infatti, “l'acquirente deve esaminare le procedure impiegate per valutare gli importi che il presente IFRS richiede siano rilevati alla data di acquisizione per tutti i seguenti elementi:

- le attività identificabili acquisite e le passività identificabili assunte;
- le eventuali partecipazioni di minoranza nell'acquisita;
- nel caso di una aggregazione aziendale realizzata in più fasi, le interessenze nell'acquisita precedentemente possedute dall'acquirente; e
- il corrispettivo trasferito”

(IFRS 3 2008, paragrafo 36).

Anche i principi internazionali individuano, quindi, l'avviamento negativo come differenza algebrica fra il valore delle attività e passività rilevate separatamente e il costo d'acquisto. È importante sottolineare come un passaggio chiave del principio internazionale sia la rideterminazione, quasi ad evidenziare la presenza di questa eccedenza come fosse una situazione anomala. L'IFRS sottolinea, infatti, che in tali circostanze non si può procedere immediatamente all'iscrizione di tale differenza a conto economico ma, riprendendo il principio di prudenza introdotto dai principi nazionali, è

necessario effettuare una riesamina del valore degli elementi coinvolti nell'operazione al fine di accertare l'effettiva eccedenza del *fair value* delle voci rispetto al corrispettivo trasferito. Qualora anche questa nuova verifica confermasse tale "acquisto favorevole", l'eccedenza potrà essere iscritta nel conto economico dell'acquirente (IFRS 3 2008, paragrafo 34).

1.4 Valutazione dell'avviamento e valore dell'impresa

Dato per assodato che definire l'avviamento in maniera univoca è pressoché impossibile, anche valutarlo rappresenta una operazione tutt'altro che semplice. La dottrina infatti, nel corso del tempo, ha sviluppato differenti modalità per determinare il valore dell'avviamento, sia attraverso un approccio diretto sia indiretto, sia trattando l'avviamento come bene inscindibile dal complesso aziendale che come bene autonomo (Manca 2002).

Il primo approccio indiretto elaborato, nonché il più elementare, che si ottiene indirettamente dalla definizione stessa di avviamento, si basa sulla differenza fra il valore di mercato dell'impresa, che può essere la sua capitalizzazione in borsa ovvero una stima sul suo valore di cessione, e il patrimonio netto contabile (Savioli 2008, pag. 444). Questo approccio è stato più volte revisionato nel corso del tempo con l'obiettivo di identificare i migliori aggregati contabili da utilizzare nel calcolo al fine di perfezionare il risultato dell'equazione. Oltre a quello precedentemente citato, una differente impostazione consiste nell'utilizzare il valore di patrimonio netto contabile derivante dalla differenza fra attività e passività espresse a valori correnti, per cui l'avviamento rappresenterà l'eccedenza del corrispettivo pagato rispetto al patrimonio netto rivalutato. Viene perciò denominato "sovrapprezzo di avviamento" (Santesso, Sostero 2010, pag. 6). Vale la pena ricordare che non tutti gli asset intangibili vengono contabilizzati, questo dipende dalla loro natura. Sicché vi saranno delle differenze fra imprese che invece di produrre internamente determinate immobilizzazioni immateriali, le acquisiscono attraverso *business combination*. Infatti, le imprese che acquistano tali asset, per i quali è prevista l'iscrizione a bilancio, rispetto a quelle imprese che, invece di acquistarli da terzi sono in grado di produrli internamente, e per cui quindi non è possibile effettuare alcuna contabilizzazione, avranno indubbiamente valori di avviamento minori essendo il totale da sottrarre nell'equazione maggiorato di tali asset (Manca 2002). Una terza modalità include nel valore di patrimonio netto rettificato anche gli asset immateriali, indipendentemente dalla loro contabilizzazione (Romano 2004). Dal momento in cui tali valori vanno ad aumentare il valore del patrimonio rettificato, il quale viene sottratto al valore economico del capitale, il valore dell'avviamento risulterà minore rispetto a

quello determinato con il metodo precedentemente. Un'ultima impostazione sottrae al valore economico del capitale, determinato come il valore massimo che può essere attribuito al complesso aziendale in base alle prospettive di redditività futura, il patrimonio netto rettificato. Tale valore può divergere anche in modo significativo dal prezzo, dal momento in cui quest'ultimo dipende da una serie di fattori inerenti la negoziazione, quali la forza contrattuale delle parti, le asimmetrie informative, la necessità di vendere o acquistare, il bisogno di raggiungere una certa posizione di potere. L'avviamento così specificato viene definito "plusvalore di avviamento" (Santesso, Sostero 2010, pag. 6).

Il secondo procedimento indiretto sviluppato dalla dottrina appare già più strutturato e complesso, anche se l'avviamento viene sempre calcolato in via indiretta come sottrazione fra due aggregati. In questo caso, riprendendo la teoria dell'extraprofitto, lo si determina come differenza fra i risultati economici futuri attesi, in base al patrimonio utilizzato, e quelli che potrebbero essere i risultati medi ottenuti investendo lo stesso ammontare di risorse nel medesimo settore (Francesco Manca, 2002). Questo secondo approccio evidenzia maggiormente la natura qualitativa dell'avviamento, quello che è il "ruolo centrale" che dovrebbe svolgere, cioè la capacità di generare sovrareddito rispetto ai diretti competitors nel mercato. È opportuno sottolineare l'uso del termine "dovrebbe svolgere" poiché, come descritto nel paragrafo inerente l'avviamento negativo, non è detto che un'impresa sia in grado di produrre tal "maggior valore". Questo dipende dall'impresa stessa e da una miriade di fattori. Può infatti accadere che invece che produrne di aggiuntiva, mangi ricchezza. Qualora ciò accadesse la differenza risulterà negativa, determinando allora avviamento negativo.

Gli ultimi due approcci si differenziano sostanzialmente rispetto ai precedenti poiché sono i primi metodi diretti sviluppati. Invece di determinare l'avviamento come differenza fra aggregati patrimoniali tentano di valutarlo come bene autonomo. Questi possono essere distinti fra metodo con procedura sintetica e con procedura analitica. Il primo, strettamente correlato ai metodi reddituali-patrimoniali di valutazione d'azienda, quantifica l'avviamento attraverso l'attualizzazione del reddito normalizzato assunto come base per il calcolo del capitale economico (cioè il valore reddituale utilizzato per calcolare il valore dell'azienda attraverso i metodi reddituali o il metodo misto della stima autonoma) (Balducci 2006, pag. 336). L'approccio analitico invece cerca di identificare quelli che sono gli elementi che entrano a far parte dell'avviamento, li si apprezza e l'avviamento viene così determinato come somma di tali valori (Balducci 2006, pag. 336). Come è facile intuire, tale procedimento è stato criticato su più fronti. In primis alcuni *intangibles* sono talmente correlati fra di loro quasi da configurarsi come un'unica attività legata intrinsecamente all'impresa da impedirne una valorizzazione individuale e separata, il che può portare ad errori di duplicazione dei valori che renderebbero erronea la finale valutazione dell'avviamento. Inoltre la valutazione di certi *intangibles*

è estremamente difficile se non impossibile in alcuni casi. Come dare un valore in termini monetari al know-how? Quali sono i benefici diretti, in termini di maggiori flussi finanziari dell'elevata competenza dei dipendenti? Stabilire tali valori non solo è particolarmente difficile ma non si è neanche in grado di assicurare con sufficiente sicurezza che anche qualora questi venissero apprezzati, il risultato rappresenterebbe una stima veritiera. Per questi motivi, nella prassi, viene preferito il metodo sintetico.

CAPITOLO 2. VALUTAZIONE D'AZIENDA

2.1 Premessa

Riprendendo quanto appena introdotto, nella maggior parte dei casi la più semplice stima dell'avviamento è rappresentata dal *premium price* pagato dall'acquirente in sede di compravendita dell'impresa rispetto al valore contabile del patrimonio netto dell'acquisita. In pratica l'apprezzamento dell'avviamento avviene indirettamente, quasi secondariamente rispetto a quello che è il valore attribuito al complesso aziendale. Sicché appare evidente come i due processi valutativi siano interdipendenti. Dal momento in cui il valore di un'azienda dipende, generalmente, dal fatto che versi o meno in una situazione di equilibrio finanziario e patrimoniale, dalla capacità di generare utili soddisfacenti in relazione alle risorse investite e, visto che tali fattori sono proprio ciò che determinano un avviamento positivo, appare evidente che maggiore è il valore attribuito al complesso di risorse intangibili che definisce l'avviamento e che contribuisce a generare questi extraprofiti, maggiore sarà il valore finale attribuito all'azienda. Sicché è nell'interesse dell'acquirente cercare di stimare tale valore nel miglior modo possibile al fine di apprezzare correttamente anche l'avviamento stesso. Tuttavia questo processo non è una scienza esatta, non esiste un *one best way*, una soluzione unica-ottima, un modello oggettivamente adattabile ad ogni situazione e che produce un risultato definibile corretto in termini assoluti. Anzi si tratta di un processo estremamente complesso, soggetto a stime e valutazioni che, in alcuni casi, possono essere più o meno soggettive, a seconda delle circostanze di analisi. Per questo, al fine di limitare, poiché dire eliminare sarebbe alquanto inverosimile, tale componente di soggettività è necessario verificare la sussistenza di alcune caratteristiche nei modelli applicati, le quali sono:

- obiettività;
- neutralità;
- razionalità

(Balducci 2007. *L'affitto d'azienda*, pag. 30).

Esattamente come per la valutazione dell'avviamento, anche per quanto riguarda la determinazione del valore di un'impresa la dottrina ha sviluppato numerosi metodi nel corso degli anni. Non è una casualità che in entrambi i casi si siano succeduti differenti approcci. Questo perché i metodi sviluppati non presentano mai questi tre requisiti contemporaneamente o, se sono presenti, hanno

intensità significativamente differenti, sicché nessuno di essi è in grado di eliminare qualunque incertezza e/o difetto dei precedenti.

Principalmente esistono tre impostazioni “tradizionali” e sono: il metodo finanziario, quello reddituale e il patrimoniale. A questi si aggiungono il metodo dei multipli, di più recente elaborazione rispetto ai precedenti e i metodi ibridi, che, coniugando le caratteristiche dei tradizionali sopracitati, ne cercano di esaltare i pregi e ridurre i difetti.

2.2 I metodi finanziari

Procedendo ad illustrare i metodi sopracitati il primo è quello finanziario. In linea generale tali approcci sono quelli ritenuti maggiormente razionali, incorporando la medesima idea sulla quale si basa la valutazione di un’attività finanziaria, ossia l’utilizzo dei flussi di cassa legati all’attività. In pratica, quindi, si sostanziano nell’utilizzo dei flussi finanziari futuri attesi, i quali vengono opportunamente attualizzati, al fine di dare una stima del valore dell’impresa. Il capitale dell’impresa, nella sua espressione più generale, risulta così valorizzato:

$$W = F_1V_1 + F_2V_2 + \dots + F_nV_n$$

dove W rappresenta il valore attribuito all’impresa, F_i rappresenta i flussi futuri attesi mentre V_i il fattore di attualizzazione, basato su tassi d’interesse opportunamente scelti. Il pregio di tali metodi è di evidenziare la capacità dell’azienda di generare ricchezza. Su questi modelli sono due gli aspetti maggiormente critici sul quale è bene soffermarsi: la scelta dei flussi e il relativo orizzonte temporale da utilizzare e il fattore di attualizzazione con relativo tasso di interesse.

Per quanto riguarda la scelta dei flussi esistono due diverse categorie utilizzate che riflettono altresì categorie di metodi finanziari, *levered* e *unlevered*. I *levered* attualizzano i flussi di cassa, calcolati al netto del debito, disponibili agli azionisti. Gli *unlevered*, invece, utilizzano i flussi di cassa, al lordo degli interessi passivi, disponibili per tutti gli investitori dell’azienda. Per quanto riguarda l’orizzonte temporale la dottrina concorda sul fatto che dovrebbe essere sufficientemente lungo, senza però specificare un numero minimo di anni o parametri di riferimento. Ovviamente questo pone delle problematiche non indifferenti nella valutazione dei flussi futuri, che diventano sempre più incerti e meno stimabili con accuratezza man mano che passa il tempo.

Per quanto riguarda il tasso di attualizzazione, esso è il fattore chiave che permette di ricondurre valori finanziari futuri al tempo presente. Come sappiamo tale fattore di attualizzazione si basa sull'uso di un tasso d'interesse opportunamente stimato. La dottrina concorda sul fatto che la stima di tale tasso dovrebbe tenere in considerazione sia il compenso per il puro investimento, noto come *risk-free rate* (viene utilizzato il tasso di interesse dei titoli di stato) sia il premio per il rischio.

La decisione del tasso da utilizzare riflette la scelta dei flussi presi in considerazione precedentemente. Nel caso dei metodi *levered* il tasso utilizzato deve riflettere il rischio proprio dell'azienda, del suo capitale, noto anche come costo dell'*equity* (K_e). La tecnica più diffusa per determinare tale fattore è il *Capital Asset Pricing Model*, noto più semplicemente come CAPM. Tale approccio cerca di stimare il costo del capitale ponderando il tasso privo di rischio, tipico delle obbligazioni di stato, e il premio di mercato mediamente ottenibile secondo la seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

dove K_e rappresenta il costo del capitale stimato al netto delle imposte, R_f il tasso *risk-free*, $R_m - R_f$ il premio di mercato al rischio stimato e β rappresenta la volatilità aziendale in relazione all'andamento del mercato. Il CAPM permette quindi di individuare quella che sarebbe la remunerazione congrua ad un investimento con la medesima rischiosità dell'impresa (Morresi, Venanzi 2015, pag. 410). Nel caso dei metodi *unlevered* prendere in considerazione solo il costo del capitale sarebbe scorretto dal momento che si sta valutando la remunerazione destinata a tutti gli investitori, non più solo gli azionisti. Diventa necessario, perciò, considerare sia la rischiosità del capitale proprio sia del capitale di debito. Il metodo più noto è quello del costo medio ponderato o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). È definito ponderato poiché tiene conto delle proporzioni di capitale di debito e capitale proprio che caratterizzano la struttura patrimoniale dell'impresa secondo la seguente formulazione:

$$WACC = K_e \left(\frac{E}{E + D} \right) + K_d(1 - t) \left(\frac{D}{D + E} \right)$$

dove K_d , costo del capitale di debito, è al netto della aliquota fiscale applicabile alla società, D ed E rappresentano rispettivamente il totale del debito e dell'*equity* caratterizzanti l'azienda.

Il metodi finanziari si prestano perciò ad essere uno strumento neutrale e razionale ma altamente soggettivo. La poca obiettività dipende principalmente dalla dipendenza di tali metodi dalle stime di flussi futuri incerti di cui, man mano che gli anni passano, le informazioni diventano sempre meno attendibili. Un ulteriore limite è legato alla determinazione dei parametri del costo del capitale specialmente per le società non quotate per le quali diventa estremamente difficile reperire informazioni.

2.3 I metodi reddituali

I metodi reddituali, ampiamente utilizzati nella prassi, cercano di porre parziale soluzione alle lacune dei metodi finanziari (Balducci 2007, *Cessione e conferimento d'azienda*, pag. 39). In questo caso il valore assegnato all'azienda è basato sulla sua capacità di produrre reddito. Si distinguono in semplici, basati su un parametro costante (reddito medio atteso) e complessi. Questi ultimi rappresentano una sorta di evoluzione di quelli semplici, andando a rimpiazzare i valori medi con una stima dei flussi di reddito, anno per anno, fino alla fine dell'orizzonte temporale utilizzato (Balducci 2006, pag. 180). Le variabili rilevanti sono il reddito e, come per i metodi finanziari, il fattore di attualizzazione e l'orizzonte temporale. Per queste ultime due variabili valgono le considerazioni fatte per il metodo finanziario mentre, per quanto riguarda il reddito, il problema principale sta nella scelta di quale parametro utilizzare. Tale valore dovrà in ogni caso essere depurato di quella che è l'incidenza della gestione straordinaria e l'impatto delle politiche fiscali e, più in generale, di tutti quegli eventi non strettamente attinenti al normale funzionamento dell'impresa stessa.

Fra i metodi reddituali si annoverano due principali strutture a seconda delle ipotesi fatte sui flussi reddituali futuri. La prima, basata sulle assunzioni più semplici, è rappresentata dalla formula della rendita perpetua, per cui il valore dell'azienda è dato dai flussi opportunamente attualizzati assumendo di ricevere tali flussi per un periodo infinito.

Il valore del capitale aziendale allora è così determinato:

$$W = \frac{C}{i}$$

dove W rappresenta sempre il valore attribuito all'impresa, C la rendita costante percepita mentre i rappresenta il tasso d'interesse utilizzato per scontare tali flussi.

Il secondo metodo invece assume che i flussi vengano prodotti su un orizzonte temporale finito, al termine del quale si assume che l'impresa venga ceduta (il prezzo di vendita è noto come valore di realizzo, rappresentato da PF nella formula sottostante).

$$W = \frac{C}{(1+i)^1} + \frac{C}{(1+i)^2} + \dots + \frac{C}{(1+i)^{n-1}} + \frac{PF}{(1+i)^n}$$

Pur essendo la più semplicistica, la rendita perpetua rappresenta la formulazione maggiormente apprezzata sotto il profilo teorico per i seguenti motivi:

- l'azienda nasce teoricamente per perdurare, non viene quindi posto un limite temporale;
- l'azienda autorigenera le risorse necessarie al mantenimento/accrescimento della capacità di reddito;
- vi è una oggettiva difficoltà a stimare la vita futura;
- vi è una maggiore sicurezza di calcolo (l'errore di prevedere una vita aziendale superiore a quella stimata è inesistente)

(Balducci 2006, pag.178).

Confrontandoli con quelli finanziari, i metodi reddituali appaiono meno razionali essendo i valori reddituali maggiormente “fittizi” rispetto a quelli finanziari, poiché non rappresentano effettivamente quanto l'investitore ha a disposizione ma andrebbero opportunamente rettificati tenendo in considerazione solo i fenomeni prettamente monetari. Tuttavia sono indubbiamente più obiettivi, essendo basati su valori soggetti a minor incertezza rispetto a quelli finanziari ed essendo facilmente reperibili nel bilancio d'esercizio. Ovviamente, neanche i flussi reddituali sono in grado di eliminare completamente il grado d'incertezza, essendo alcuni elementi contabili che concorrono alla formazione del reddito d'esercizio soggetti a stime e previsioni, quali, *in primis*, le rimanenze o accantonamenti per fondi rischi ed oneri.

2.4 I metodi patrimoniali

L'ultimo metodo tradizionale è quello patrimoniale basato appunto sullo studio del patrimonio. Il valore attribuito all'azienda è determinato in funzione del suo patrimonio, opportunamente rettificato (Balducci 2007, *Cessione e conferimento d'azienda*, pag. 38). Come i metodi reddituali anche quelli patrimoniali si distinguono in semplici, che apprezzano le voci di bilancio a valore corrente, permettendo così di identificare il “patrimonio netto rettificato”, e complessi, i quali tengono in considerazione anche gli asset immateriali non espressi a bilancio quali *know-how*, marchi, brevetti.

Il metodo semplice determina il valore economico del capitale come rettifica del valore di patrimonio netto.

$$W = K + Rettifiche$$

Questo non lo si evince direttamente dal bilancio poiché in esso le voci sono espresse al valore contabile, rispettando i principi di prudenza. È quindi necessario esprimere determinate voci al valore

corrente, al fine di evidenziare eventuali minusvalenze o plusvalenze. Sono escluse da tale analisi quelle attività il cui realizzo non è determinabile con un sufficiente grado di sicurezza, quali *know-how*, la posizione strategica di mercato o le capacità imprenditoriali che indubbiamente contribuiscono ad incrementare il valore dell'azienda rispetto a quello espresso dall'importo contabile o rettificato.

Il metodo complesso, invece, tiene in considerazione anche le attività immateriali che contribuiscono in via indiretta ad incrementare il valore aziendale. Questo si articola a sua volta fra complesso di 1° grado e di 2° grado. Il metodo di 1° grado valuta, oltre al patrimonio rettificato, gli asset immateriali non iscritti a bilancio, purché tali asset siano separabili. Ciò vuol dire che *a)* devono originare utilità differite nel tempo e *b)* deve essere misurabile e trasferibile. Qualora un *intangibles* non soddisfi tali caratteristiche non verrà coinvolto nella valutazione finale dell'azienda.

Il metodo di 2° grado, invece, non fa distinzione fra *intangibles* dotati di vita propria e i “non separabili”, utilizzando entrambi per determinare il valore dell'impresa:

$$W = K' + I$$

dove *W* rappresenta sempre il valore dell'impresa, *K'* il capitale rettificato e *I* gli asset immateriali.

Il metodo complesso appare sicuramente più completo rispetto a quello semplice poiché esso prende in considerazione tutti quegli asset che, seppur non siano stati iscritti a bilancio, concorrono a formare l'avviamento e quindi incidono, anche se indirettamente, al valore dell'impresa. Il metodo semplice, indubbiamente, rispetta il criterio di obiettività e neutralità ma non quello di razionalità dal momento che non tiene conto di elementi che vengono globalmente riconosciuti come rilevanti. Il metodo complesso, invece, colma questa mancanza aggiungendo il valore delle immobilizzazioni immateriali ma allo stesso tempo è sicuramente meno obiettivo essendo tali valori soggetti ad un ampio margine di discrezionalità.

I metodi patrimoniali hanno il pregio di ridurre la componente di soggettività rispetto ai precedenti: minori sono sia le ipotesi sul quale il modello si basa sia le “opportunità” di soggettività nella valutazione. Tuttavia, inizia a venire meno la componente di razionalità. Focalizzandosi sulla determinazione del patrimonio come somma dei valori storici rivalutati delle attività e passività, la capacità dell'azienda di generare reddito o flussi di cassa viene posta in secondo piano nel processo di valutazione.

Quest'ultimo approccio è stato largamente superato dai precedenti tant'è che ormai non viene praticamente più utilizzato. Tuttavia, talvolta, trova ancora applicazione, specialmente quando si

stanno valutando aziende ad elevata patrimonializzazione, caratterizzate da grandi quantità di immobilizzazioni come società immobiliari, holding o aziende no-profit (Balducci 2006, pag. 98).

2.5 I metodi dei multipli

Un ulteriore approccio valutativo è il metodo dei multipli, sviluppatosi particolarmente negli ultimi anni. Un multiplo altro non è che un rapporto fra una variabile di mercato, che può essere il prezzo delle azioni o l'intera capitalizzazione, e parametri che sintetizzano le performance dell'azienda, quali possono essere i guadagni netti, l'EBIT, l'EBITDA (Schreiner 2007). Attraverso i multipli è sia possibile valutare l'azienda nel suo complesso sia effettuare un'analisi comparativa fra imprese differenti. Questi approcci sono particolarmente semplici, e la semplicità stessa rappresenta il primo motivo per cui oggi stanno trovando una vasta applicazione. I primi step da compiere sono l'identificazione dei parametri da utilizzare al numeratore e al denominatore, i quali devono essere in qualche modo logicamente correlati (per esempio se al numeratore si usa il prezzo delle azioni, al denominatore non si possono utilizzare gli utili totali, ma si utilizzerà l'utile per azione), e il cosiddetto *peer group*, ossia il gruppo di aziende comparabili, il quale rappresenta la parte più delicata dell'intero processo. Dopo di che sarà necessario calcolare i multipli di tali aziende. Nel caso della determinazione del valore dell'impresa si cercherà di sintetizzare tali multipli in uno unico di riferimento del *peer group*, che andrà poi moltiplicato per una grandezza economica o operativa dell'impresa oggetto di stima. Differentemente dai metodi reddituali e finanziari, questi approcci non richiedono stime e previsioni pluriennali circa i flussi futuri o i tassi di crescita o di rischio, semplificando notevolmente i processi valutativi ed interpretativi (Schreiner 2007). Tuttavia, anche questi approcci non sono privi di rischi e problemi. *In primis* vi è la scelta dei multipli da utilizzare. La dottrina suggerisce di utilizzare multipli basati sull'*enterprise value* (equivalente alla capitalizzazione totale di borsa dell'impresa al netto della cassa e maggiorato dei debiti, cioè il costo totale per acquisire il capitale una volta ripagati i debiti) (Berk, DeMarzo 2015, pag. 34) e sull'EBITDA, opportunamente corretti con la gestione non operativa. Questi, infatti, rispetto ad altri multipli, hanno il pregio di ridurre l'incidenza della struttura del capitale e della gestione straordinaria sul valore finale del multiplo (Koller, Goedhart, Wessels 2015). Infine, questo va integrato con la parte non operativa, in modo tale da evidenziare meglio la complessiva capacità dell'impresa di generare ricchezza. Altro aspetto cruciale riguarda la scelta delle società di riferimento. Un buon punto di partenza è costituito dalla lista dei diretti *competitors* (Koller, Goedhart, Wessels 2015).

2.6 I metodi misti: l'approccio patrimoniale reddituale con stima autonoma dell'avviamento

Per quanto riguarda i metodi misti questi combinano le principali caratteristiche dei tre approcci principali al fine di sfruttarne le migliori caratteristiche. Fra questi spiccano i metodi patrimoniali-reddituali largamente diffusi nell'Europa continentale ma ancora scarsamente applicati nei paesi di stampo anglosassone. Tali approcci, nati dalle critiche mosse ai metodi reddituali e patrimoniali, ne cercano di ibridare i principali vantaggi. Dei primi si sfrutta l'oggettività e la verificabilità delle stime mentre dei secondi la razionalità dei flussi, essenziale per determinare il capitale economico. Inoltre, a differenza dei metodi reddituali, vengono presi in considerazione sia gli asset tangibili che intangibili così come la redditività prospettica, tralasciata dagli approcci patrimoniali (Balducci 2006, pag. 266). Tali metodi apportano un "aggiustamento reddituale" (Balducci 2006, pag. 265) al valore risultante dai metodi patrimoniali, così da tenere correttamente in considerazione la capacità della società di generare profitti congruenti al capitale investito. In pratica, il confronto tra la redditività prospettica e la redditività giudicata "soddisfacente" permette la quantificazione di un *goodwill*, o *badwill*, che andrà ad incrementare, o diminuire, il valore del patrimonio netto rettificato (Fico 2012, pag. 201).

Fra questi approcci merita di essere citato il metodo della stima autonoma del *goodwill*, o metodo UEC, essendo divenuto, nella prassi professionale, il metodo maggiormente applicato (Pari 2007, pag. 17). In questo approccio la valutazione dell'avviamento diventa primaria e basilare per il successivo apprezzamento dell'azienda. Tale metodo infatti prevede che il valore dell'azienda venga determinato tenendo conto:

- della consistenza del patrimonio;
- degli extraprofitti, quando il tasso di redditività è superiore al rendimento considerato normale per il capitale proprio.

L'attualizzazione di tale differenza costituisce appunto la misura dell'avviamento. L'azienda viene così valutata:

$$W = K + I + a_{n-i} (R - i \times K') + SA$$

dove a_{n-i} è la simbologia matematico finanziaria per indicare il valore attuale di una rendita con durata finita, i il rendimento considerato "congruo" del capitale investito, R la redditività media attesa, I il valore degli *intangibles* separabili non iscritti a bilancio, SA il valore dei beni estranei alla gestione,

o *surplus asset*, K il patrimonio netto rettificato “strumentale” mentre K' il patrimonio netto rettificato complesso, che non è altro che il precedente sommato al valore degli *intangibles*. È necessario fare alcune precisazioni inerentemente i tassi espressi dalla formula. Il tasso *i* esprime il rendimento giudicato “soddisfacente”, cioè la remunerazione che l'investitore nel capitale di rischio di un'azienda si aspetterebbe di ottenere nel medesimo settore in cui opera l'azienda in esame. Mentre *i'* tiene conto sia del tasso *risk-free* sia della rischiosità specifica dell'azienda. Complessivamente, quindi, rappresentano uno dei metodi migliori per valutare l'impresa (Balducci 2006, pag. 265). Tale approccio non è comunque esente da critiche e limiti. Nati per combinare i vantaggi degli approcci reddituali e patrimoniali finiscono inevitabilmente per combinarne anche i principali difetti. Infatti da un lato soffrono la soggettività e l'incertezza tipica dei metodi reddituali e dall'altro risentono della mancanza di razionalità degli approcci patrimoniali.

Esiste un ulteriore metodo misto, più semplice, basato sul valore medio. In questo caso l'avviamento, approssimandolo ad una rendita perpetua, viene determinato come la redditività media attesa opportunamente attualizzata al netto del capitale rettificato:

$$A = \frac{R}{i} - K$$

dove R rappresenta il reddito medio atteso e K il capitale netto rettificato. In pratica, il valore dell'azienda è la somma fra il capitale netto rettificato e metà avviamento, come segue:

$$W = K + \frac{1}{2} \left(\frac{R}{i} - K \right)$$

Nel complesso i metodi misti sono applicati ad imprese ad elevata patrimonializzazione e che, allo stesso tempo, sono caratterizzate da capacità reddituale considerate non “normali” (Balducci 2006, pag. 266). Diventano, perciò, difficilmente applicabili alle imprese con redditività durevole inferiore a quella mediamente espressa da imprese ed investimenti simili (Balducci 2006, pag. 266).

CAPITOLO 3. IL GRUPPO GENERALI: LE ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A

Assicurazioni Generali S.p.A., capogruppo del Gruppo Generali, rappresenta una delle migliori imprese dell'economia italiana, nonché una delle principali aziende a livello mondiale nel campo assicurativo (Fortune Global 500), agendo prevalentemente in Europa, America settentrionale ed Estremo Oriente. Venne fondata il 26 dicembre del 1836 a Trieste, dove attualmente è collocata la sede principale, da un gruppo di assicuratori triestini, veneziani e austriaci. Originariamente denominata *Imperial Regia Privilegiata Compagnia di Assicurazioni Generali Austro-Italiche*, le Assicurazioni Generali rappresentano una delle aziende italiane più solide e redditizie. Essa, infatti, rappresenta la più grande compagnia assicurativa italiana e la terza europea, dietro solo a colossi come Allianz e AXA. Ad oggi l'azienda detiene una quota complessiva di mercato che copre il 15% del settore Vita e il 16,3% dei Danni, piazzandosi così fra i leader del settore. Inoltre Generali, con ricavi totali di oltre 102 miliardi di euro, rappresenta il secondo gruppo economico italiano per fatturato, 49° mondiale, dopo Exor, 19° (Fortune Global 500). Viene approfondito il caso del Gruppo Generali poiché recentemente era emersa la notizia di una possibile scalata di Intesa San Paolo all'interno delle Generali e, parte dell'avviamento contabilizzato, deriva proprio da una precedente operazione di fusione fra attività di Intesa e Generali. Attraverso questo breve approfondimento si intende evidenziare l'impiego dei principi internazionali al trattamento dell'avviamento, in particolare gli aspetti chiave e le principali problematiche inerenti la rilevazione dell'avviamento derivante da operazioni straordinarie di gestione e l'applicazione dell'impairment test sulle CGUs nel quale l'avviamento è allocato. Inoltre si cercherà di mostrare quali sono stati gli eventi che hanno influenzato la dinamica evolutiva dell'avviamento negli ultimi anni.

3.1 Analisi ed evoluzione dell'avviamento

Le Assicurazioni Generali sono attualmente quotate nell'indice FTSE MIB della Borsa di Milano. Essendo quotata, l'azienda è tenuta a redigere annualmente il bilancio consolidato relativo al gruppo, comprensivo dei documenti caratterizzanti il bilancio d'esercizio (conto economico, stato patrimoniale e nota integrativa), relazione sulla gestione e degli organi di controllo, accompagnati dal

rendiconto finanziario, secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Dall'ultima relazione annuale emerge perciò la seguente struttura patrimoniale:

Attività			
Note:	(in milioni di euro)	31/12/2016	31/12/2015
	1 ATTIVITÀ IMMATERIALI	8.866	8.645
4	1.1 Avviamento	6.664	6.661
19	1.2 Altre attività immateriali	2.202	1.985
	2 ATTIVITÀ MATERIALI	4.476	4.469
20	2.1 Immobili ad uso proprio	2.810	2.844
20	2.2 Altre attività materiali	1.666	1.625
14	3 RISERVE TECNICHE A CARICO DEI RIASSICURATORI	3.933	4.094
40, 41, 42, 43	4 INVESTIMENTI	469.172	447.448
11	4.1 Investimenti immobiliari	12.584	12.112
3	4.2 Partecipazioni in controllate, collegate e joint venture	1.194	1.369
7	4.3 Investimenti posseduti sino alla scadenza	2.168	1.984
8	4.4 Finanziamenti e crediti	44.178	48.198
9	4.5 Attività finanziarie disponibili per la vendita	313.933	289.399
10	4.6 Attività finanziarie a fair value rilevato a conto economico	95.114	94.385
	di cui attività relative a contratti emessi allorché il rischio dell'investimento è sopportato dalla clientela e derivanti dalla gestione dei fondi pensione	78.317	74.966
21	5 CREDITI DIVERSI	11.790	11.706
	5.1 Crediti derivanti da operazioni di assicurazione diretta	7.155	6.497
	5.2 Crediti derivanti da operazioni di riassicurazione	1.163	1.060
	5.3 Altri crediti	3.471	4.149
22	6 ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO	15.414	15.142
	6.1 Attività non correnti o di un gruppo in dismissione possedute per la vendita	772	0
15	6.2 Costi di acquisizione differiti	2.083	2.000
	6.3 Attività fiscali differite	2.477	2.652
	6.4 Attività fiscali correnti	2.974	3.115
	6.5 Altre attività	7.108	7.375
12	7 DISPONIBILITÀ LIQUIDE E MEZZI EQUIVALENTI	7.533	9.044
	TOTALE ATTIVITÀ	521.184	500.549

Figura 1: Stato patrimoniale, voce attività. Generali, 2017. *Relazione annuale integrata e bilancio consolidato 2016.*

Dall'analisi dello stato patrimoniale qui riportato, relativo all'esercizio 2016, emerge la contabilizzazione, in capo al gruppo, di un avviamento derivato per un importo di 6664 milioni di euro. Tale avviamento, in origine, venne contabilizzato in seguito all'acquisizione di Intesa Vita S.p.A. avvenuto nel 2003 e alla concentrazione della stessa nelle attività di banca assicurazioni del Gruppo Generali ed Intesa San Paolo (Assicurazioni Generali 2009). Successivamente sono

intervenuti una serie di eventi che hanno portato all'attuale valorizzazione (Generali 2008). Dal bilancio consolidato emerge la seguente rappresentazione contabile:

Avviamento		
(in milioni di euro)	31/12/2016	31/12/2015
Valore contabile lordo al 31.12 del periodo precedente	6.661	6.617
Fondo ammortamento e per riduzione di valore al 31.12 dell'esercizio precedente	0	0
Esistenza al 31.12 del periodo precedente	6.661	6.617
Variazione del perimetro di consolidamento	0	0
Altre variazioni	3	43
Valore contabile lordo a fine periodo	6.664	6.661
Fondo ammortamento e per riduzione di valore a fine periodo	0	0
Esistenza a fine periodo	6.664	6.661

Figura 2: Variazioni voce avviamento intervenute nell'esercizio di riferimento. Generali, 2017. *Relazione annuale integrata e bilancio consolidato 2016.*

Si evince che, nell'ultimo esercizio, l'avviamento è sostanzialmente rimasto invariato. Nel perimetro di consolidamento non sono intervenute alcun tipo di modifiche (Generali 2017). Infatti, come specificato nella relazione annuale, nell'arco dell'esercizio l'unica variazione, quasi irrilevante oltretutto, è stata sostanzialmente dovuta all'andamento favorevole dei tassi di cambio che ha caratterizzato l'anno appena conclusosi. Questo ha portato ad un incremento dell'avviamento dello 0.04%, dai precedenti 6661 milioni di euro ai 6664 registrati a fine 2016. In osservanza dello IAS 36, l'IFRS 8 e della struttura operativa del Gruppo stesso, l'avviamento è stato allocato fra le seguenti *Cash Generating Unit*:

Avviamento: dettagli		
(in milioni di euro)	31/12/2016	31/12/2015
Generali Deutschland Holding	2.179	2.179
Alleanza Assicurazioni	1.461	1.461
Generali Italia	1.332	1.332
Gruppo Generali CEE Holding	594	594
Generali France Group	415	415
Generali Schweiz Holding AG	327	322
Generali Holding Vienna AG	153	153
Altre	202	204
Totale avviamento	6.664	6.661

Figura 3: Avviamento dettagli, ripartizione fra le CGUs. Generali, 2017. *Relazione annuale integrata e bilancio consolidato 2016.*

In particolare, proprio nel rispetto dello IAS 36, il valore recuperabile delle CGUs è stato determinato utilizzando il modello dei flussi di dividendi attesi attualizzati, noto anche come *Dividend Discount Model* o *DDM*. Come descritto nel paragrafo relativo all'*impairment test*, quando i flussi finanziari associati ad un bene non sono rilevanti o identificabili, se non in relazione ad altre attività, emerge la necessità di individuare tutti i flussi associati a tale gruppo di beni o CGUs, al fine di determinarne il

valore recuperabile necessario per il test di deperimento. In questo caso viene specificato che il metodo adottato si basa sui dividendi futuri attualizzati, il quale rappresenta una variante rispetto al classico metodo dei flussi di cassa (Generali 2017). In pratica il *value in use* riconosciuto alla CGU dipende dai profitti che essa porterà agli azionisti. Ossia l'ipotesi di base è che il valore sia pari ai flussi di cassa disponibili per gli azionisti, ipotizzati pari al flusso di dividendi distribuiti dalla *Cash Generating Unit* mantenendo una struttura patrimoniale adeguata in considerazione dei vincoli patrimoniali minimi imposti dall'autorità di vigilanza (Generali 2017). In tal senso il valore della CGU è la somma del valore attuale dei dividendi futuri attesi attualizzati e il valore finale ipotizzato per la CGU stessa. L'utilizzo di tale approccio comporta il seguente iter:

- previsione dei flussi futuri che verranno distribuiti agli azionisti nell'arco temporale di riferimento;
- calcolo del valore finale della CGU;
- calcolo dell'appropriato tasso di sconto da applicare ai dividendi e al valore terminale

(Generali 2017).

Relativamente ai primi due passaggi il Gruppo Generali specifica che tali valori sono stati estrapolati dai dati di dettaglio delle singole CGUs che compongono il piano industriale triennale 2017-19 presentato al consiglio di Amministrazione a dicembre 2016. Al fine di ampliare il periodo di previsione a 5 anni, sono state effettuate stime dei principali aggregati economico-finanziari per un ulteriore biennio, fino al 2021. L'utile netto di questo biennio è stato calcolato sulla base del tasso di crescita sostenibile di ogni CGU, definito come la quantità di crescita che può raggiungere e mantenere una società su base continuativa, senza prendere denaro in prestito. Tale tasso viene calcolato moltiplicando il *Return on Equity*, altresì noto come ROE, il più generico indice di redditività, per 1-dividendo pagato (Generali 2017).

Avviamento: tasso di crescita nominale (g)	
	g scelto
Generali Deutschland Holding	2,00%
Alleanza Assicurazioni	2,00%
Generali Italia	2,00%
Gruppo Generali CEE Holding	2,50%
Gruppo Generali France	2,00%
Generali Schweiz Holding AG	1,00%
Generali Holding Vienna AG	2,00%
Gruppo Europ Assistance	2,00%

Figura 4: Tasso crescita applicato alle CGU. Generali, 2017. *Relazione annuale integrata e bilancio consolidato 2016*.

Inerentemente alla determinazione del tasso di sconto, la relazione annuale specifica che è stato utilizzato il metodo del *Capital Asset Pricing Model*, seguendo la formula precedentemente citata:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

In particolare il tasso privo di rischio è stato determinato come media degli ultimi 3 mesi del tasso dei bond governativi a 10 anni nel paese di riferimento in cui opera la CGU. Il β è stato calcolato considerando il rischio di titoli affini appartenenti al settore assicurativo danni e vita. Mentre il premio di mercato è stato individuato pari a 5.5% da applicare a tutte le CGU (Generali 2017). Di conseguenza sono stati applicati i seguenti tassi:

Goodwill: costo del capitale al netto delle imposte (Ke)	
	ke scelto
Generali Deutschland Holding	
Vita	7,40%
Danni	6,40%
Alleanza Assicurazioni	
Vita	9,00%
Generali Italia	
Vita	9,00%
Danni	7,90%
Gruppo Generali CEE Holding	
Vita	8,80%
Danni	7,80%
Gruppo Generali France	
Vita	7,80%
Danni	6,80%
Generali Schweiz Holding AG	
Vita	7,20%
Danni	6,20%
Generali Holding Vienna AG	
Vita	7,60%
Danni	6,60%
Gruppo Europ Assistance	
Danni	8,30%

Figura 5: Costo capitale utilizzato per lo sconto dei flussi delle CGU. Generali, 2017. *Relazione annuale integrata e bilancio consolidato 2016*.

Dal momento in cui hanno optato per l'utilizzo dei dividendi scontati per il calcolo del *value in use*, necessariamente anche il tasso di sconto doveva tenere conto di tale scelta. Essendo i dividendi la remunerazione garantita agli azionisti, cioè flussi *levered*, anche il tasso deve essere espresso al netto del debito. Per questo si può facilmente utilizzare l'equazione del CAPM per il calcolo del costo dell'*equity*. La relazione annuale specifica poi che tutte le CGUs di riferimento sono state sottoposte ad impairment test. Evidenziando tutte un valore recuperabile superiore a quello contabile non è stato necessario ricorrere ad alcuna svalutazione.

Particolarmente interessante è la dinamica evolutiva dell'avviamento dal 2008 ad oggi, essendo caratterizzata da alcuni eventi significativi. Se anche nel 2015 l'avviamento non ha subito sostanziali modifiche, se non quelle legate all'andamento dei tassi di cambio, nel 2014 è stato registrato un decremento del 7.6% dovuto applicazione dell'IFRS 5, *Attività non correnti possedute per la vendita e attività operative cessate*, al gruppo bancario BSI.

(in milioni di euro)	31/12/2014	31/12/2013
Generali Deutschland Holding	2.179	2.179
Alleanza Assicurazioni	1.461	1.461
Generali Italia	1.332	1.332
Generali PPF Holding Group	563	569
BSI - Banca del Gottardo Group	0	545
Generali France Group	415	415
Generali Schweiz Holding AG	291	286
Generali Holding Vienna AG	153	153
Altre	222	222
Totale avviamento	6.617	7.163

Figura 6: Avviamento dettagli, ripartizione fra le CGUs. Generali, 2015. *Relazione annuale integrata 2014*.

Nel 2013 si sono verificate variazioni pressoché irrilevanti, un 0.8% in meno rispetto al 2012, sempre dovuto agli adeguamenti per differenze cambio per la quota di avviamento relativa ad attività in valuta diversa dall'euro.

Ben più significativa è la dinamica che ha interessato l'esercizio dell'anno 2012. Infatti, rispetto al 2011, viene registrato un decremento del 2.3%, per un importo totale di 173 milioni di euro.

1.1 Avviamento

(in milioni di euro)	31/12/2012	31/12/2011
Esistenza al 31/12 del periodo precedente	7.394	7.415
Variazione del perimetro di consolidamento	-137	-19
Altre variazioni	-36	-2
Esistenza alla fine del periodo	7.222	7.394

Figura 7: Voce avviamento. Generali, 2013. *Relazione sulla gestione e bilancio consolidato 2012*.

Tale differenza è dovuta sostanzialmente a due fattori: la cessione del Gruppo israeliano Migdal, che ha determinato una diminuzione per 135 milioni, e la svalutazione dell'avviamento allocato sulle compagnie russe, - 50 milioni, legate all'operazione di acquisto delle *minorities* di Generali PPF Holding (Generali 2013).

(in milioni di euro)	31/12/2012	31/12/2011
Gruppo Allianz - Toro	2.700	2.700
Generali Deutschland Holding	2.179	2.179
Gruppo Generali PPF Holding	616	656
Gruppo BSI - Banca del Gottardo	553	550
Gruppo Generali France	415	417
Generali Schweiz Holding AG	289	288
Generali Holding Vienna AG	153	153
Migdal Insurance Holding	0	135
Europ Assistance Holding	82	82
Altre	140	140
Totale avviamento	7.222	7.394

Figura 8: Avviamento dettagli, ripartizione fra le CGUs. Generali, 2013. *Relazione sulla gestione e bilancio consolidato 2012*.

Nel 2011 e 2010 le variazioni sono state minime, rispettivamente -0.3% e +2.0%, sempre dovute agli adeguamenti per differenze di cambio per la quota di avviamento relativa ad attività in valuta diversa dall'euro.

Una variazione particolarmente significativa è intervenuta nel 2009, a seguito della fusione con Alleanza. In tal esercizio è stato registrato un incremento del +26.7 %, dai 5739.1 milioni di euro a fine 2007 ai 7272.5 di fine esercizio, per un netto di 1534.4. Di questi, 30.9 sono dovuti ad adeguamenti ai tassi di cambio. Mentre dei restanti 1503.5, 1460.9 derivano dalla fusione per incorporazione di Alleanza Assicurazioni in Generali avvenuta nel quarto trimestre.

(in milioni di euro)	31.12.2009	31.12.2008
Generali Deutschland Holding	2.179,0	2.179,0
Gruppo Alleanza - Toro	2.793,3	1.332,4
Gruppo Ceska	635,3	589,8
Gruppo BSI - Banca del Gottardo ^(*)	450,0	414,6
Gruppo Generali France	417,1	417,1
Generali Schweiz Holding AG	235,9	236,5
Generali Holding Vienna AG	153,4	153,4
Altre	409,5	416,3
Totale avviamento	7.273,5	5.739,1

Figura 9: Avviamento dettagli, ripartizione fra le CGUs. Assicurazioni Generali, 2010. *Relazione e bilancio consolidato 2009*.

Infatti a seguito di ciò il Gruppo Generali ha provveduto all'aumento del proprio capitale sociale attraverso una nuova emissione di azioni distribuite fra gli azionisti di minoranza di Alleanza e si è imputato a livello di gruppo la differenza fra il costo di acquisto e il valore contabile di tali quote. Tale differenza, registrata come nuovo avviamento derivato, è andata appunto ad aumentare il valore contabilizzato (Assicurazioni Generali 2010).

La variazione maggiormente significativa intervenuta fino ad oggi è avvenuta nel corso del 2008. Infatti nell'arco di un esercizio il valore è incrementato di quasi il 31%, passando dai precedenti 4385.1 milioni di euro agli oltre 5730 registrati a fine esercizio. Un significativo aumento che come sottolineato nel bilancio consolidato è dovuto ad una serie di operazioni straordinarie poste in essere dal gruppo.

(in milioni di euro)	31.12.2008	31.12.2007
AMB Generali Holding AG	2.179,0	1.866,9
Gruppo Toro	1.326,4	1.326,4
Gruppo Ceska	577,3	-
Gruppo BSI - Banca del Gottardo (*)	414,6	27,9
Gruppo Generali France	417,1	417,1
Generali Schweiz Holding AG	236,5	217,4
Generali Holding Vienna AG	153,4	153,4
Migdal Insurance Holding	135,4	135,4
Altre	299,4	240,5
Totale avviamento	5.739,1	4.385,1

(*) Sono ricompresi 384,2 milioni attivati a seguito dell'acquisto di Banca del Gottardo e 30,4 milioni di BSI; mentre Banca del Gottardo Italia è confluita nel Gruppo Banca Generali per 11,1 milioni al netto delle quote di minoranza (rappresentati nella voce "Altre").

Figura 10: Avviamento dettagli, ripartizione fra le CGUs. Assicurazioni Generali, 2009. *Bilancio consolidato 2008*.

Scomponendo tale aumento, infatti, emerge che 577.3 milioni derivano dall'acquisto delle società facenti parte del gruppo ceco PPF, fatte poi confluire in Generali PPF Holding, 401.7 milioni derivanti dall'acquisto del Gruppo Banca del Gottardo, al netto degli 11.1 milioni ceduti agli azionisti di minoranza di Banca Generali attraverso la vendita a quest'ultima di Banca del Gottardo Italia. Infine 312,2 milioni derivano dall'acquisto di una partecipazione di minoranza del gruppo AMB (Assicurazioni Generali 2009).

CONCLUSIONI

L'analisi e il trattamento dell'avviamento rappresentano un tema tutt'altro che semplice e facilmente risolvibile. Universalmente riconosciuto come un elemento intrinseco all'azienda, l'avviamento rappresenta quella capacità di ottenere risultati migliori grazie al fattore organizzativo, alla combinazione di una serie di asset immateriali che, pur non trovando autonoma rappresentazione, permettono di differenziarsi dai diretti *competitors* e di costruire una solida base per un vantaggio competitivo. Tuttavia, se darne una definizione ora risulta piuttosto semplice, ben altre problematiche pongono la sua rilevazione e trattamento. Anche se ultimamente la dottrina si sta evolvendo, tentando di dare una diretta valutazione dell'avviamento, dimostrato dal sempre più frequente utilizzo del metodo misto con valutazione autonoma dell'avviamento (Balducci 2006, pag. 2006), l'apprezzamento rimane per lo più determinato per via residuale, vincolato al valore attribuito all'azienda. Questo pone non pochi problemi. Esistono differenti approcci valutativi i quali, però, non restituiscono tutti il medesimo valore se applicati ad un'azienda. Sicché vi è la necessità di individuare quale metodo sia maggiormente adatto a valutare l'azienda dal momento in cui il valore attribuito all'avviamento dipenderà proprio da tale stima. Anche il trattamento contabile dell'avviamento derivato, pur essendo codificato da principi contabili, non è esente da critiche e problematiche dovute proprio alle sue caratteristiche. La recente revisione dei principi contabili nazionali in tema di ammortamento ha sostituito il precedente arco temporale standard di 5 anni con il criterio della vita utile. Pur esistendo ancora sostanziali differenze, negli ultimi anni l'intento del legislatore è stato quello di conformare i principi nazionali ed internazionali al fine di semplificare l'analisi dei documenti contabili, anche per le società non tenute alla redazione del bilancio secondo i principi IAS/IFRS.

Concludendo, proprio perché l'avviamento rappresenta un'attività unica nel suo genere, non equiparabile a nessun altro asset, anche il suo trattamento, al fine di rispettare principi prudenziali e non intaccare la veridicità dei documenti, risulta estremamente complesso e in continuo adattamento.

BIBLIOGRAFIA

- ANGIOLA N., 1997. *L'avviamento negativo. Problematiche economiche e contabili*. Torino: Giappichelli Editore.
- ASSICURAZIONI GENERALI, 2009. *Bilancio consolidato 2008*.
- ASSICURAZIONI GENERALI, 2010. *Relazione e bilancio consolidato 2009*.
- BALDUCCI DANIELE, 2006. *La valutazione dell'azienda*. 9a edizione. Milano: Edizioni FAG.
- BALDUCCI DANIELE, 2007. *L'affitto d'azienda*. 3a edizione. Milano: Edizioni FAG.
- BALDUCCI DANIELE, 2007. *Cessione e conferimento d'azienda*. 8a edizione. Milano: Edizioni FAG.
- BALDUCCI DANIELE, 2007. *Il bilancio d'esercizio. Principi contabili nazionali e internazionali IAS/IFRS*. 3a edizione. Milano: Edizioni FAG.
- BERK, J. e DEMARZO, P., ed. Italiana a cura di MORRESI, VENANZI, 2015. *Finanza Aziendale* 1. 3a edizione. Pearson.
- CODICE CIVILE, art. 2426 numero 6, in vigore dal 19/04/42 fino al 13/01/2005.
- CODICE CIVILE ITALIANO, Titolo V, CAPO V Società per azioni, Sezione IX, art 2426 numero 6, Dlgs. 18 agosto 2015, numero 139.
- CORSI KATIA, 2013. *La comunicazione dell'impairment test dell'avviamento: Tra riflessioni teoriche ed evidenze empiriche*. Torino: Giappichelli Editore.
- DE GIOSA SIMONE, 2014. *La valutazione dell'avviamento*. Tesi di Laurea, Università Ca' Foscari di Venezia, corso di laurea magistrale amministrazione, finanza e controllo.
- DEROMA SILVIA, 2012. *L'impairment test delle immobilizzazioni materiali e immateriali: profili applicativi in contesti di crisi*, Tesi di Laurea, Università Ca' Foscari di Venezia, corso di laurea magistrale amministrazione, finanza e controllo.
- FAVOTTO, F., BOZZOLAN, S. e PARBONETTI, A., 2012. *Economia aziendale*. 3a edizione. Mc Graw Hill.
- FICO DANIELE, 2012, *Lo scioglimento del rapporto societario: recesso, esclusione e morte del socio*. 1a edizione. Milano: Giuffrè Editore.

FONDAZIONE ARISTEIA ISTITUTO DI RICERCA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI, 2006. *Documenti Aristeia n°64: il trattamento contabile del badwill nelle aggregazioni d'impresa.*

FORTUNE 500, 2016. *Fortune.com.* Disponibile su: <http://fortune.com/global500/list/filtered?hqcountry=Italy> [data di accesso: 13/06/2017].

FURLANI FEDERICA e PELLEGRINO SERGIO, 2013. *La gestione dell'avviamento negativo nei trasferimenti di complessi aziendali*, news Euroconference, disponibile su: <http://www.ecnews.it/la-gestione-dellavviamento-negativo-nei-trasferimenti-di-complessi-aziendali>. [Data di accesso: 20/05/2017].

GENERALI, 2013. *Relazione sulla gestione e bilancio consolidato 2012.*

GENERALI, 2015. *Relazione annuale integrata 2014.*

GENERALI, 2017. *Relazione annuale integrata e bilancio consolidato 2016.*

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, International Financial Reporting Standards, *IFRS*.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE, International Accounting Standards, *IAS*.

KOLLER, T., GOEDHART, M., e WESSELS, D., 2015. *Valuation*. 6a ed. University edition. New York: John Wiley & Sons

MANCA FRANCESCO, 2002. *Valore di bilancio degli intangibles assets*. Cedam editore.

NATALUCCI GIANLUCA, CEROLI PIERPAOLO e MARCHEGIANI ANDREA, 2014. *Valutazione d'Azienda e Operazioni Straordinarie*. 2a edizione. Giuffrè editore.

ONIDA, P., 2004. *Economia d'azienda*. 2a edizione. Torino: Utet.

ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ, OIC, Principi contabili nazionali, revisione D.lgs. 18 agosto 2015.

PARBONETTI ANTONIO, 2010. *I principi contabili internazionali*. 1a edizione. Roma: Carocci editore.

PARI GUIDO, 2007. *Cessione di quote sociali*. 5a edizione. Edizioni FAG.

ROMANO MAURO, 2004. *L'impairment test' dell'avviamento e dei beni intangibili specifici*. 4a edizione. Giappichelli Editore.

SANTESSO, E. e SOSTERO, U., 2010. *Dispensa di ragioneria generale e applicata*. Venezia: Libreria Editrice Cafoscarina.

SAVIOLI, G., 2008. *I principi contabili internazionali*. Milano: Giuffrè Editore.

SCHREINER ANDREAS, 2007. *Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation*. 1a edizione. Deutscher Universitäts-Verlag.

Ringraziamenti

Desidero qui ringraziare tutte le persone che hanno reso possibile lo svolgimento di questa prova finale.

In particolare, ringrazio la Prof.ssa Silvia Pilonato per avermi fornito parte del materiale necessario ed avermi guidato nella stesura di questo elaborato.

L'ultimo ringraziamento va alla mia famiglia per avermi sostenuto durante questi anni di studio, per la loro comprensione e per aver contribuito a creare intorno a me le condizioni ideali per proseguire nel mio percorso accademico.