



Convegno OIV



La valutazione d'azienda post-Covid: fra interventi legislativi e
incertezza di scenario

**«Le valutazioni a fini di impairment di fronte
all'incertezza di scenario»**

Marco Vulpiani

28 Giugno 2021

- La pandemia da **Covid-19** ha rappresentato un **fattore esterno di potenziale presunzione di perdita di valore**, che, per i bilanci chiusi nel 2020, ha reso necessaria un'analisi di impatto sul valore di tutte le attività immobilizzate.
- Elemento chiave è l'**incertezza che caratterizza lo scenario macroeconomico**.
- L'OIV ha emesso un documento di orientamento destinato agli esperti e alle entità chiamate a svolgere l'impairment test ai sensi dei principi IAS/IFRS.

Nel corso dell'intervento discuteremo di:

- ① Documento **OIV "Linee guida per l'impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid 19"** (con indicazioni sulla costruzione dell'impianto valutativo sottostante la procedura di impairment e soluzioni finalizzate a trattare l'incertezza delle valutazioni);
- ② Risultanze di **analisi** condotta sui bilanci delle società quotate sul **FTSE MIB** per comprendere come sia stato trattato **l'impairment post-Covid**.



Le principali indicazioni delle Linee Guida OIV per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid 19



Le principali indicazioni delle Linee Guida OIV per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid 19

Analisi del contesto di riferimento

L'impatto della pandemia Covid-19 sull'economia Globale

Covid-19 quale shock esogeno, con impatti sia sul lato della domanda che dell'offerta

OECD: riduzione dello **0,5%** nelle prospettive di crescita dell'**economica globale 2020**



Marzo 2020

BCE: contrazione del PIL in termini reali nell'area Euro, nel **2020**, pari a circa il **5%**, l'**8%** e il **12%** nei tre scenari



Aprile 2020

Banca Mondiale: riduzione media di circa il **5,2%** del **PIL globale**



Giugno 2020

Le previsioni economiche sono in continuo aggiornamento; **tutti i centri di ricerca si limitano a previsioni a 24 mesi.**

Gli esperti devono valutare con molta cautela le previsioni formulate dall'entità sulla base di un unico scenario.

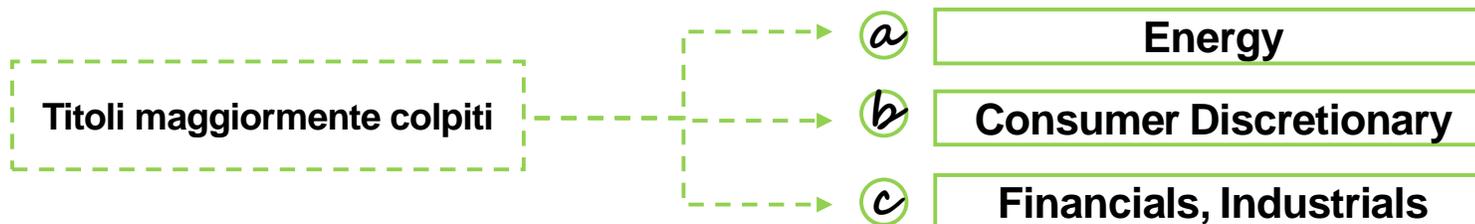
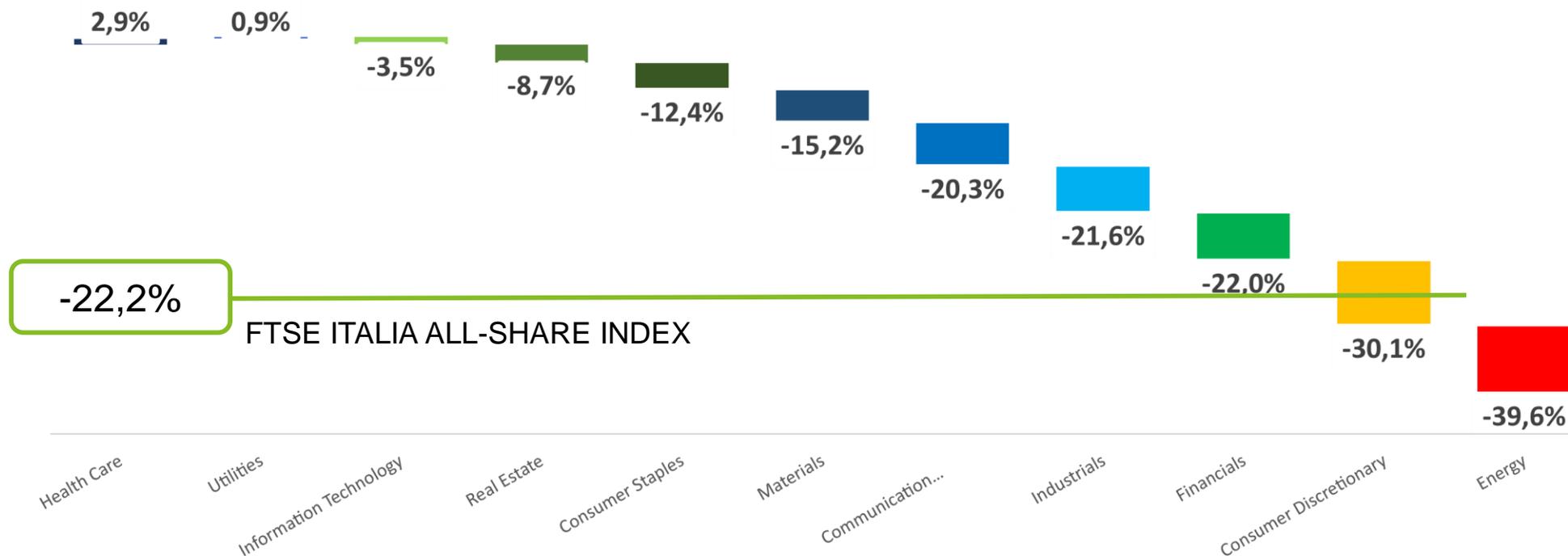
In molti casi può essere adottata un'analisi fondata su più scenari.

Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"; IMF, *World Economic Outlook (April 2020)*.

Principali effetti sui mercati finanziari (1/2)

Nel grafico è riportato l'andamento del mercato di borsa italiano durante le prime fasi pandemiche:

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



Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"

Principali effetti sui mercati finanziari (2/2)

Il parziale recupero dei titoli azionari non ha indotto un miglioramento di altri parametri economici-finanziari altrettanto impattanti sull'economia mondiale.

Tra i principali effetti pandemici, si rilevano:

VOLATILITA'

Volatilità implicita aumentata degli indici italiani, europei ed americani (30.12.2019 - 29.05.2020).

LIQUIDITA'

Riduzione della liquidità del mercato, rappresentata dalla **dinamica dei *bid-ask spreads***, i quali continuano a sottendere premi di illiquidità superiori rispetto a quelli registrati ad inizio anno.

CREDIT SPREAD

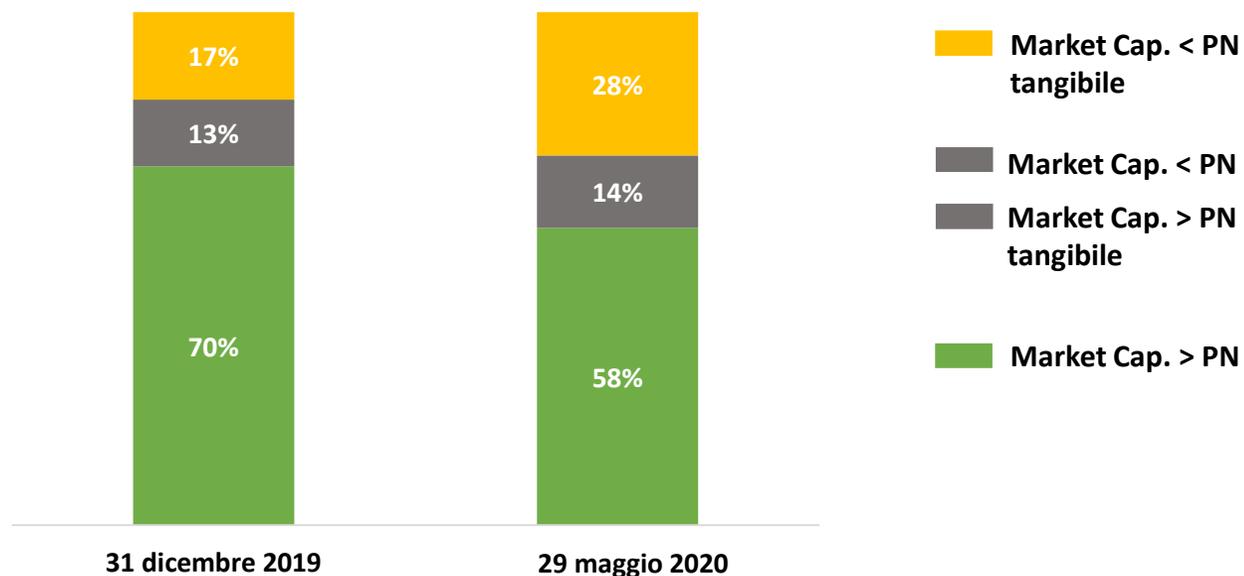
Aumento dei *credit spreads* impliciti nei *corporate bonds* decennali emessi da società europee (non finanziarie) *investment e speculative grade*.

Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"

Principali effetti sul valore aziendale (1/2)

Gli effetti precedentemente riportati hanno generato sempre maggiore incertezza nello scenario economico mondiale. Di conseguenza, gli impatti in termini di *impairment* possono diventare considerevoli.

Prezzi di Mercato e Valori di Bilancio per le società italiane



28%

29/05/2020: il **28%** delle società presenta una **Capitalizzazione di Borsa non solo inferiore al PN, ma anche a "sconto" rispetto al PN tangibile** (17% al 31/12/2019).

14%

29/05/2020, il **14%** delle società presenta una **Capitalizzazione di Borsa inferiore al PN ma superiore al PN tangibile** (13% al 31/12/2019).

58%

29/05/2020, solo il **58%** delle società presenta una **Capitalizzazione di Borsa superiore al PN** (70% al 31/12/2019).

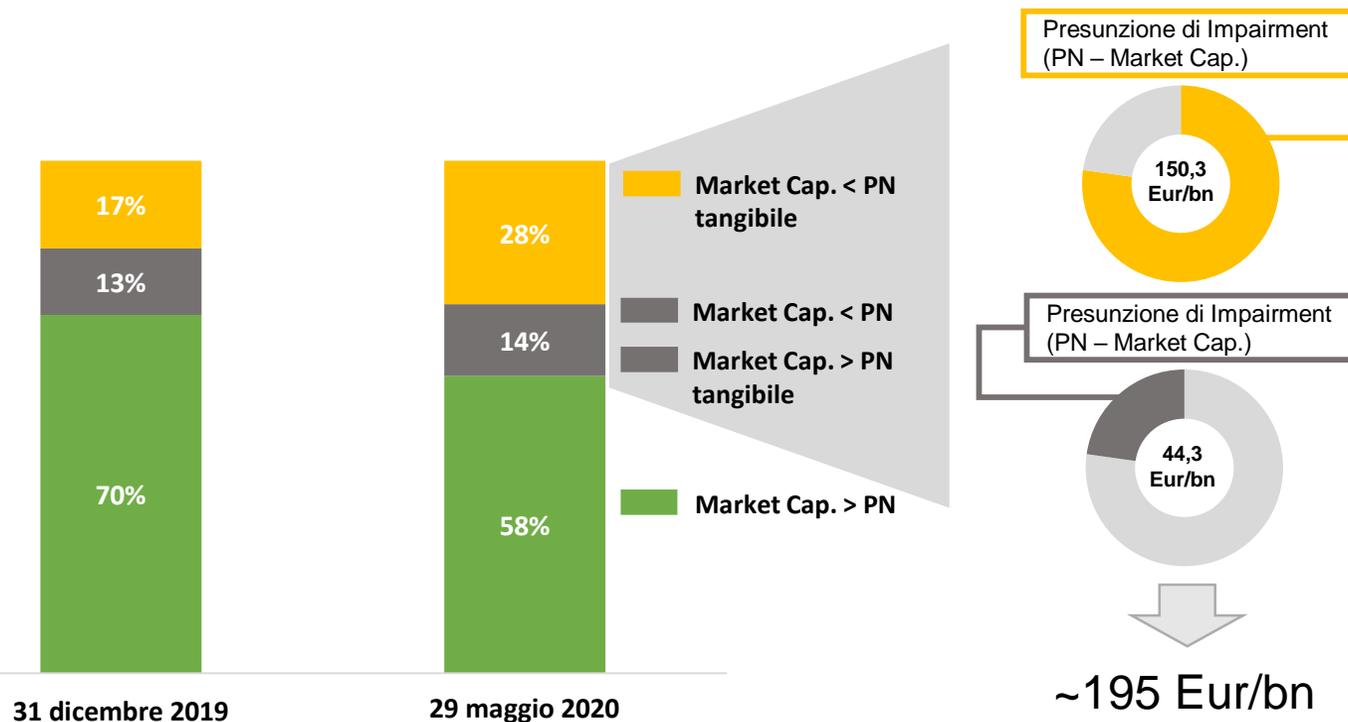
PN (Patrimonio Netto Contabile) = FY2019 o l'ultimo disponibile per il 31 dicembre 2019 e il 1Q '20 o l'ultimo disponibile per il 29 maggio 2020.
PN tangibile = PN - intangibles iscritti in Stato Patrimoniale (incluso avviamento).

Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"

Principali effetti sul valore aziendale (1/2)

Gli effetti precedentemente riportati hanno generato sempre maggiore incertezza nello scenario economico mondiale. Di conseguenza, gli impatti in termini di *impairment* possono diventare considerevoli.

Prezzi di Mercato e Valori di Bilancio per le società italiane



PRESUNZIONE DI IMPAIRMENT

La **presunzione di impairment** delle società quotate italiane (misurata dalla differenza fra il PN e la Capitalizzazione di Borsa), ha raggiunto al **29/05/2020 i 195 Eur/mld.**

Le **condizioni d'ambiente, l'incertezza sull'evoluzione della pandemia, il rischio di mis-allocazione delle ingenti risorse erogate** delineano un contesto caratterizzato da **diffusi segnali esogeni di perdita di valore delle attività.**

PN (Patrimonio Netto Contabile) = FY2019 o l'ultimo disponibile per il 31 dicembre 2019 e il 1Q '20 o l'ultimo disponibile per il 29 maggio 2020.
 PN tangibile = PN - intangibles iscritti in Stato Patrimoniale (incluso avviamento).

Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"

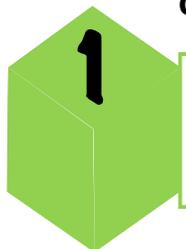


Le principali indicazioni delle Linee Guida OIV per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid 19

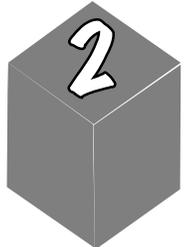
Caratteristiche ed evidenze dell'impairment test nel periodo post-crisi

1. Esposizione alla crisi

L'analisi condotta attraverso l'*impairment test* nell'attuale fase di crisi dovrebbe focalizzarsi su **tre diversi profili dell'impresa**:



Esposizione alla crisi (effetti della crisi nei prossimi 12-24 mesi)



Vulnerabilità (capacità dell'impresa di resistere alle tensioni dei prossimi 24-60 mesi)



Resilienza (capacità di mantenere la capacità di reddito nel m/l termine)

L'*Impairment Test* avrà come **primo obiettivo** quello di **circostanziare e analizzare la crisi aziendale in atto e valutare scrupolosamente ogni caratteristica della stessa.**

L'effetto della leva operativa e gli effetti della leva finanziaria, danno luogo ad un'analisi circa gli effetti della leva combinata e il relativo effetto moltiplicativo sull'utile netto:

Cash EBIT/ utile netto
(grado di leva finanziaria)

Margine di contribuzione / [Margine di contribuzione – cash costs] (grado di leva operativa)

	Basso	Medio	Alto
Basso	Non critico	Contenuto	Medio
Medio	Contenuto	Medio	Elevato
Elevato	Medio	Elevato	Elevato

Elevato: superiore a 6x

Contenuto: compreso fra 1,5x e 3x

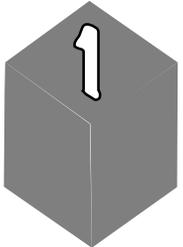
Medio: compreso fra 3x e 6x

Non critico: inferiore a 1,5x

Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"

2. Vulnerabilità

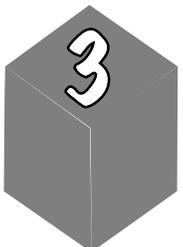
L'analisi condotta attraverso l'*impairment test* nell'attuale fase di crisi dovrebbe focalizzarsi su **tre diversi profili dell'impresa**:



Esposizione alla crisi (effetti della crisi nei prossimi 12-24 mesi)



Vulnerabilità (capacità dell'impresa di resistere alle tensioni dei prossimi 24-60 mesi)



Resilienza (capacità di mantenere la capacità di reddito nel m/l termine)

L'analisi di vulnerabilità riguarda la capacità dell'impresa di resistere alla durata ed all'intensità della crisi.

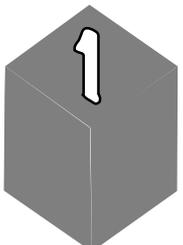
Effetto dell'analisi di vulnerabilità sull'*impairment test*

L'*Impairment test* deve essere in grado di cogliere gli aspetti riguardanti la **vulnerabilità economica e finanziaria**, quale **leva principale** per la **valutazione dello stato dell'azienda**.

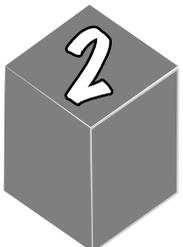
Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'*Impairment test* dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"

3. Resilienza

L'analisi condotta attraverso l'*impairment test* nell'attuale fase di crisi dovrebbe focalizzarsi su **tre diversi profili dell'impresa**:



Esposizione alla crisi (effetti della crisi nei prossimi 12-24 mesi)



Vulnerabilità (capacità dell'impresa di resistere alle tensioni dei prossimi 24-60 mesi)



Resilienza (capacità di mantenere la capacità di reddito nel m/l termine)

L'**analisi di resilienza** riguarda la capacità di reddito dell'impresa oltre il periodo di previsione esplicita.

Effetto dell'analisi di resilienza sull'*impairment test*

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

Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"



Le principali indicazioni delle Linee Guida OIV per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid 19

Tassi di Sconto e Multipli

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

I tassi impliciti vengono stimati sulla base dei **prezzi registrati dai titoli nei mercati borsistici** e delle **previsioni economico-finanziarie degli analisti**.

Nella **situazione post Covid**, tale approccio presenta diversi **limiti**:

Elementi alla base della stima dei tassi impliciti

- ① **Prezzi dei titoli**
Risentono di fattori contingenti
- ② **Previsioni non aggiornate**
Non sono aggiornate alla luce degli effetti del Covid

Limiti

Difficoltà degli investitori a comprendere gli effetti nel breve e nel lungo termine.

Potrebbero non essere disponibili le comunicazioni al mercato relative agli effetti sul proprio business.

Tali limitazioni possono generare **distorsioni sulla stima dei tassi impliciti** ed in particolare ad una **sovrastima** degli stessi.

Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"

Rischio di *double counting* (rischio dei flussi e rischio dei tassi)

Il Covid-19 è destinato a generare **effetti variabili immediati e differiti**, che le imprese sono chiamate a **riflettere nel proprio Business Plan**:

a) Adozione di business plan post-Covid

Verificare se gli **effetti negativi** sono già **correttamente riflessi nelle previsioni dei flussi di cassa**.



! Aggiustamenti in aumento del costo del capitale, creerebbero un effetto di "**double counting**" del premio per il rischio.

b) Mancato aggiornamento del business plan

Se l'*impairment* deve essere condotto quando il **business plan non è stato ancora aggiornato con effetti Covid**.



Effettuare degli **aggiustamenti del piano** con un'**analisi multi-scenario**, per verificare la tenuta dei valori post Covid.

Le **difficoltà previsionali** connesse alla difficile previsione degli effetti del Covid sui business rendono auspicabile un'**analisi multi-scenario**:

a) **Scenari discreti**

b) **Analisi Montecarlo**

Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"



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

! *Limiti*

Eventuali aggiustamenti sul tasso **non potrebbero che essere effettuati in modo arbitrario**, non essendo disponibili in teoria modelli capaci di riflettere fattori di rischio contingenti e straordinari.



Qualunque aggiustamento del tasso richiede comunque **adeguati supporti** ed una **spiegazione** delle ragioni per cui non si sia ritenuto opportuno considerare il rischio nei flussi di risultato attesi.

Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"



Il fenomeno del Covid, per quanto rilevante e con possibili effetti duraturi nel tempo, **non avrà necessariamente una durata infinita.**

- a** Gli **effetti di medio termine** dovrebbero essere già riflessi nel piano esplicito (con eventuali analisi multiscenario).



Eventuali effetti duraturi e persistenti sulla capacità di generare cash flow dovrebbero essere riflessi sul **cash flow normalizzato** e sul livello di **growth rate** adottati nella stima del **valore terminale.**

- b** **Eventuali effetti contingenti** con un **orizzonte temporale che supera la durata del periodo esplicito**, potranno essere quantificati a parte e sommati al valore terminale



Si potrà considerare anche la **“coda” degli effetti della crisi** per il periodo necessario a raggiungere il livello di cash flow normalizzato, **da valutare separatamente e da utilizzare come aggiustamento del valore terminale.**

La stima del beta e dell'ERP risentono dei fattori contingenti già citati per la stima dei tassi impliciti e come tale può essere caratterizzata da un limitato livello di affidabilità, ai fini della stima del costo del capitale.



① Limitata liquidità del mercato

② Forte volatilità dei prezzi dei titoli nel periodo a ridosso del fenomeno



Al fine di mitigare gli effetti di tali fenomeni idiosincratici, è consigliabile fare riferimento a **stime di più lungo termine**.

Il **tasso di sconto** deve rispondere ai **principi**:

- **IAS 36.55 lettera b)**: deve riflettere il rischio specifico dell'attività per il quale i futuri cash flows non siano già stati aggiustati;
- **IAS 36.56**: deve riflettere il rendimento che gli investitori richiederebbero ad un investimento di pari rischio in grado di generare cash flows equivalenti.

Premio per il Rischio Paese

Con riferimento al **rischio paese**, esso può essere adeguatamente **riflesso** nei seguenti **parametri**:

- a) **risk free rate** (approccio ***unconditional***)
- b) **ERP** (approccio ***conditional***)
- c) **beta** (in relazione all'**indice di borsa di riferimento**)

Il **Covid-19** può impattare sul rischio paese in termini di **effetti economici negativi** e di **capacità del paese di superarli**

- I **parametri** presi come **base per la stima del rischio paese** dovrebbero già riflettere gli effetti negativi sull'economia del paese.
- Le **tecniche di aggiustamento adottate nella fase pre-Covid19** dovrebbero essere in grado di **riflettere gli ulteriori peggioramenti** connessi al fenomeno.
- **Evitare implicite duplicazioni** nella stima del rischio paese.

Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"

Utilizzo dei coefficienti alpha (1/2)

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

- ① **I flussi di piano si riferiscono ad un scenario più probabile, che non è lo scenario medio atteso** (si tratta di **flussi *conditional***, ovvero flussi condizionati al verificarsi di uno specifico scenario, al contrario dei flussi medi attesi che sono invece flussi ***unconditional***, non condizionati al verificarsi di uno specifico scenario).
- ② **Il piano pur esprimendo flussi medi attesi si caratterizza per molte discontinuità gestionali, con conseguente rischio di *execution* del piano stesso.**

Il rischio specifico non andrebbe remunerato e **nella stima del costo del capitale si dovrebbe riflettere solo il rischio sistematico.**

Il **costo del capitale rappresenta il tasso di sconto appropriato per flussi di risultato *unconditional*.**

Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"

Utilizzo dei coefficienti alpha (2/2)

! **Ove persistenti**, gli effetti del Covid dovrebbero già essere riflessi nei principali parametri utilizzati per la stima del costo del capitale.

Eventuali effetti specifici sulla singola azienda dovrebbero essere riflessi nel piano e, se si adotta un'analisi multi-scenario, i flussi dovrebbero essere *unconditional*.

Non appare opportuno impiegare coefficienti alpha per riflettere gli effetti del fenomeno Covid.

Casi in cui appare consentito considerare i coefficienti alpha:

- a) i piani a disposizione per l'*impairment* non riflettono ancora gli effetti del Covid-19;**
- b) i piani non sono espressivi di flussi *unconditional***

Argomentare adeguatamente la misura del coefficiente

Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"

Limiti dei multipli di società comparabili e di transazioni comparabili (1/2)

Difficoltà principale insita nell'applicazione dei metodi dei multipli **consiste nell'individuazione e nella selezione di società adeguatamente comparabili e/o nella individuazione di transazioni recenti di società comparabili.**

① Multipli di transazioni comparabili

Sconsigliato l'utilizzo di **transazioni simili** ma relative al periodo **pre-Covid19**.



Discontinuità in molti settori a causa di modifiche o adattamenti del modello di business.



Consentito l'uso di **multipli di transazioni simili ante Covid opportunamente "calibrati"**

② Multipli di borsa

Sconsigliato l'utilizzo di **multipli di borsa basati su medie di breve termine.**



L'allungamento del periodo di osservazione mitiga gli effetti straordinari ma non considera i riflessi sul modello di business che potrebbero essere definitivi.

Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"

! Eventuali aggiustamenti sui multipli sono **sconsigliabili** se i risultati presi a riferimento per il calcolo del valore già riflettono gli effetti del Covid-19, in quanto possono essere fonte di “*double counting*” e muovere il multiplo aggiustato in direzione opposta rispetto a quella corretta.



Consigliato un utilizzo solo secondario del metodo dei multipli

Ove applicato, si dovrebbe fornire adeguata informativa tesa a dimostrare/comprovare la significatività del multiplo e/o l'impossibilità di applicare criteri di valutazione alternativi.

Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"



Le principali indicazioni delle Linee Guida OIV per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid 19

Valutazioni fondate sui flussi di risultato attesi

Le valutazioni fondate sui flussi di risultati attesi **si svolgono di norma sui budget e sui piani industriali elaborati dal management.**

In condizioni ideali, il management scenario dovrebbe posizionarsi nella **parte centrale di una distribuzione simmetrica** di scenari più positivi e più negativi (flussi *unconditional*).

Le **assumptions** a fondamento del management scenario dovrebbero - come richiedono i **PIV** – **non essere in contraddizione con le informazioni desumibili da fonti esterne di mercato.**
Le proiezioni del management non dovrebbero discostarsi, dai dati desumibili da fonti esterne.

Esempio Piani aziendali particolarmente aggressivi in rapporto alle indicazioni desumibili dal mercato.

Può rendersi necessario **rettificare il tasso base di attualizzazione** dei flussi in funzione del rischio del piano (**execution risk**).

Limiti delle fonti esterne

! La **possibilità di effettuare riscontri di carattere esterno delle *assumptions***, nell'attuale contesto, è **limitata dalle possibili distorsioni che interessano le informazioni** desumibili dai mercati finanziari e dalle altre fonti utilizzate.

In particolare:

- a) le **previsioni di consenso degli analisti**;
- b) le **previsioni degli enti di ricerca**.



In questo contesto, gli effetti della crisi richiederanno per molte imprese più di 24/36 mesi per essere riassorbiti.



Individuata la situazione “to be”, è possibile ricavare i flussi di piano per gli esercizi per i quali non vi è copertura degli analisti e/o dei centri di ricerca in forma lineare raccordando i flussi dell'ultimo esercizio per il quale esiste il consenso e/o le previsioni di fonte terza con i risultati dell'impresa “to be”.

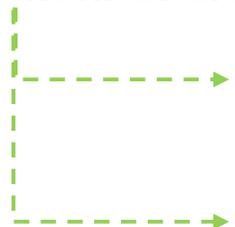
Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"

Attuale contesto di incertezza ed indicazioni di metodo

In considerazione del differente impatto della crisi sui diversi settori, i suoi effetti potranno manifestarsi in termini di:

a) appiattimento di una curva di distribuzione dei risultati attesi che si mantiene però simmetrica

b) fenomeni di discontinuità



sia per **proiezioni di breve e medio termine** sia per le **proiezioni di lungo termine**

L'**analisi multi-scenario** è considerata in grado di **favorire la disclosure al mercato degli effetti economici della crisi nel breve e nel lungo termine**

Considerazioni di metodo

In presenza di **discontinuità**, ricondurre le proiezioni relative agli scenari alternativi ad un unico scenario atteso adottando opportuni indici di probabilità.

La **soluzione più agevolmente praticabile** è la configurazione di uno **scenario medio giudicato rappresentativo dal management**.



Le caratteristiche della crisi in divenire non consentono di suggerire un approccio dotato di validità generale

Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"



Le principali indicazioni delle Linee Guida OIV per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid 19

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

Segnali di perdita di valore e *reasonableness check*

I principi contabili relativi OIC9 e IAS36 forniscono i criteri per l'individuazione e la contabilizzazione di eventuali perdite di valore delle attività.

Nel contesto post Covid-19, tali perdite di valore assumono segnali di diversa intensità rispetto al passato, necessitando di *check* di ragionevolezza specifici.

Segnali di perdita di valore

Variazione negativa nella **capitalizzazione di borsa**.

Differenza negativa fra la **capitalizzazione di borsa** e il **PN contabile**.

Segnali di perdita di valore – Post Covid

I mercati finanziari possano manifestare **fenomeni di *overreaction*** anticipando e amplificando gli effetti nel breve periodo.

La **variazione negativa** nella **capitalizzazione di borsa** rappresenta un **valido riferimento ai fini dell'impairment test**.

Reasonableness check

Confronto con la **dinamica dei prezzi obiettivo** (*target price*) (linee guida PIV) formulati dal *sell-side* del mercato.

I prezzi di borsa occorre che **siano adeguatamente apprezzati e pesati, mediante medie dei corsi azionari in luogo che rilevazioni *spot* ed analisi di *sensitivity***.

Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"

Riconciliazione tra *fair value* e valore d'uso

Lo IAS 36 definisce il **valore recuperabile** di un'attività come il maggiore tra il Fair Value dedotti i costi di vendita (FV) e il valore d'uso (VIU)

Principali differenze tra Fair Value e Valore d'uso

- **Orizzonte temporale di previsione esplicita inferiore** a quello considerato per il calcolo del VIU;
- **Prospettive di crescita a lungo termine inferiori** rispetto a quelle considerate per il calcolo del VIU;
- **Tasso di sconto** applicato nel calcolo del VIU **inferiore** a quello applicato nel calcolo del FV (*);
- **Mercato di borsa nel suo complesso particolarmente depresso** per ragioni contingenti;
- **Valore d'uso soggetto a limitazioni più stringenti.**

(*) I due tassi non dovrebbero essere comunque differire in maniera consistente tra loro, essendo determinati entrambi in ottica di partecipante al mercato.

Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"

Riconciliazione tra valore recuperabile e capitalizzazione di borsa

Nell'ambito di esercizi di impairment test riguardanti **società quotate**, è necessaria **un'ulteriore riconciliazione che riguarda il valore recuperabile e la capitalizzazione di borsa**.

Riconciliazione tra Valore recuperabile e capitalizzazione di borsa

Principali differenze tra Valore recuperabile e capitalizzazione di borsa

- **Asimmetria informativa;**
- **“Over-reaction” dei mercati** nel breve termine, influenzando anche la volatilità dei prezzi;
- **Orizzonte temporale di riferimento più breve** per la stima del valore;
- **Differente utilizzo di metodologie valutative:** il mercato potrebbe applicare valutazioni basate su metodologie più sintetiche (e.g. multipli di mercato).



Il valore derivante dalla configurazione del FV stimato ai fini dell'esercizio di *impairment test* potrebbe essere più agevolmente riconciliato con la capitalizzazione di borsa rispetto al VIU.

Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"



Analisi dell'Impairment Test post-Covid nelle principali società quotate (FTSE MIB)

Analisi dell'Impairment post-Covid nelle principali società quotate

Nelle seguenti slide vengono riepilogate le risultanze di un'analisi condotta sulle **principali società italiane quotate** e basata sullo studio degli ultimi bilanci disponibili (al 31.12.2020). L'analisi si compone di due sezioni:

Analisi dell'entità del fenomeno

Misura degli impatti del fenomeno del Covid sull'esercizio di impairment delle principali società quotate italiane, sulla base di considerazioni relative all'**entità delle svalutazioni**.

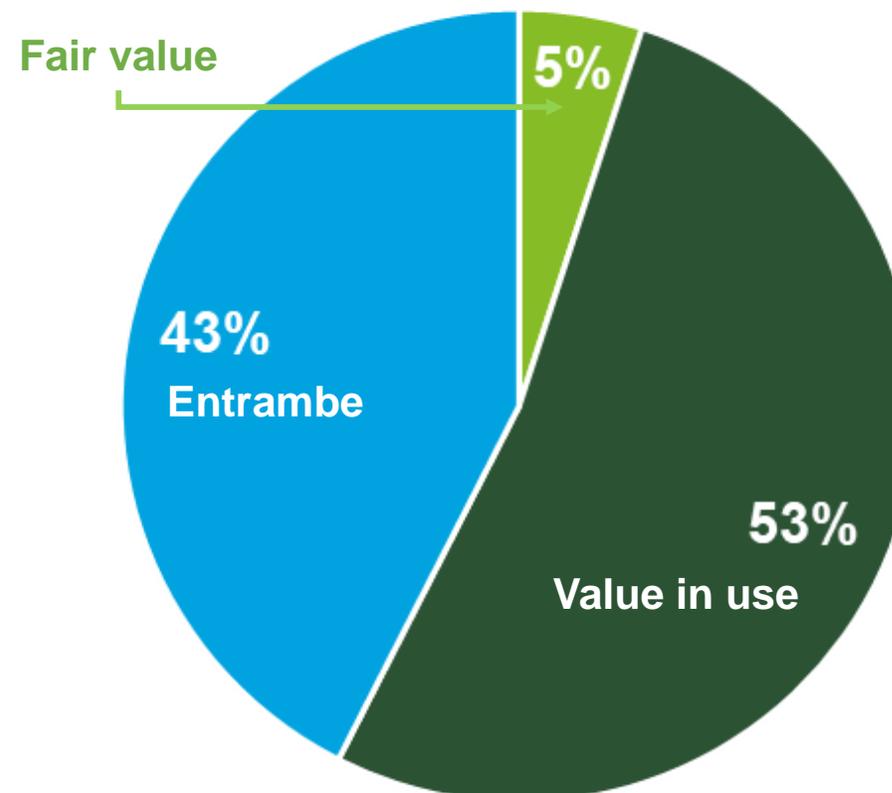
Analisi della gestione del fenomeno

Analisi di gestione del fenomeno e in particolare della coerenza rispetto a quanto previsto dall'OIV.

Di seguito viene fornita la ripartizione per *industries* delle società quotate sull'indice FTSE MIB.

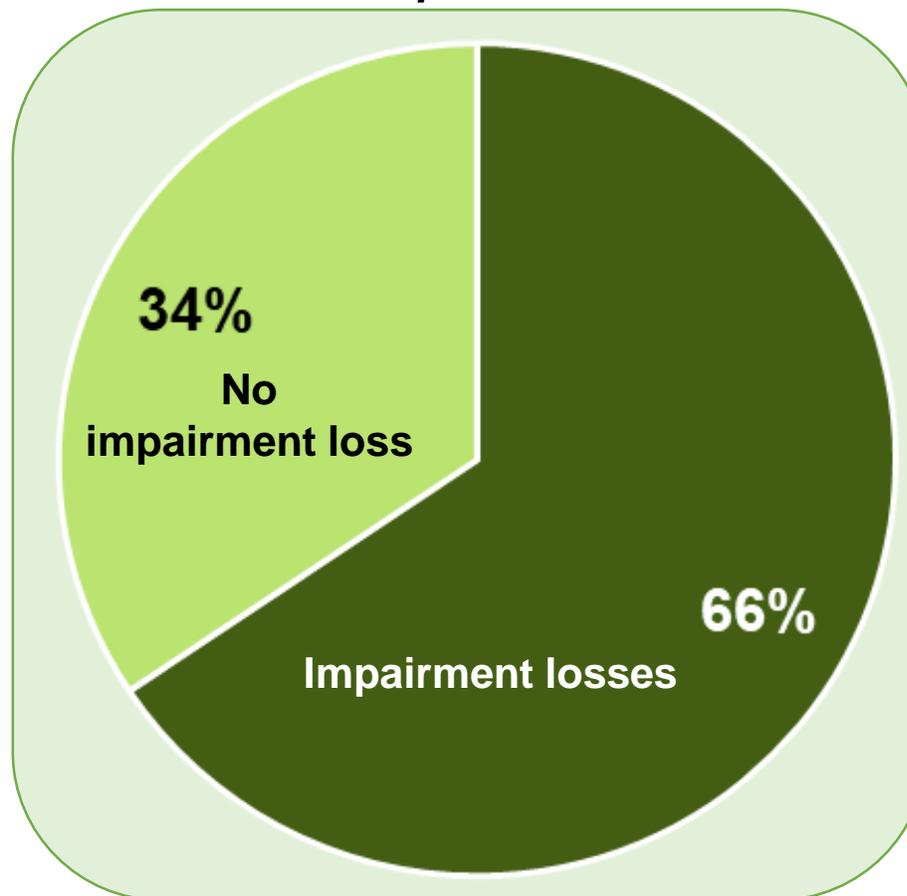
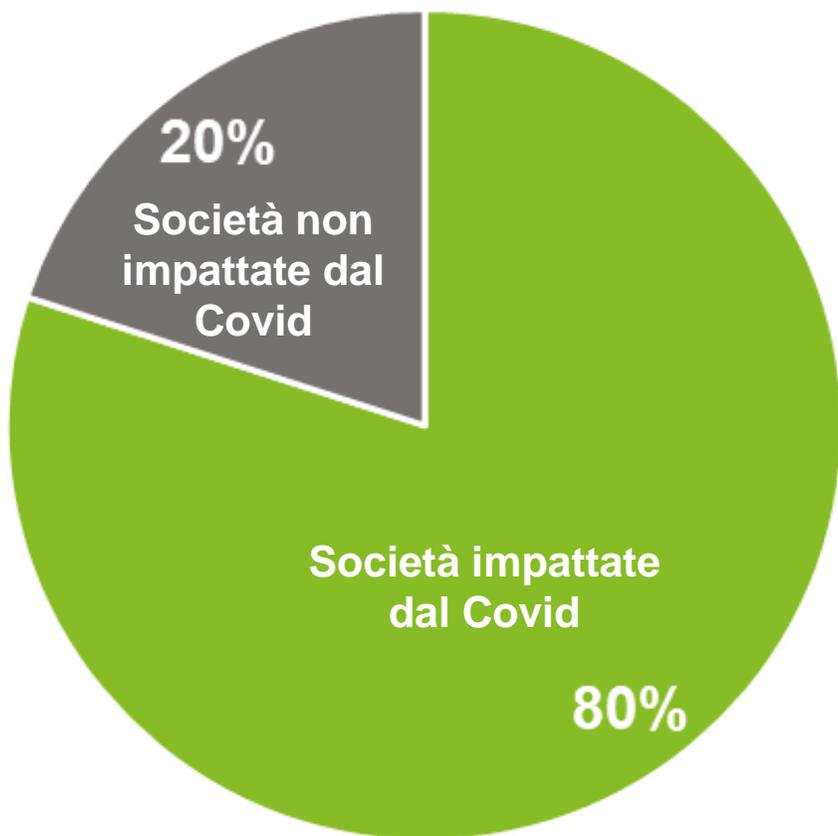
Industry	Numero società FTSE MIB
Finanza	13
Industria	6
Servizi pubblici	5
Healthcare	3
Telecomunicazioni	2
Altro (*)	11
Totale	40

Configurazioni di valore adottate



(*) In "Altro" sono ricomprese società operanti in industries caratterizzate da una bassa numerosità (e.g. beni voluttuari, prodotti e servizi industriali, automobili e componentistica) o rispetto alle quali non è chiaramente identificabile una industry di riferimento.

Società impattate dal Covid



Delle 40 società analizzate, l'80% ha dichiarato impatti da Covid (32 società).

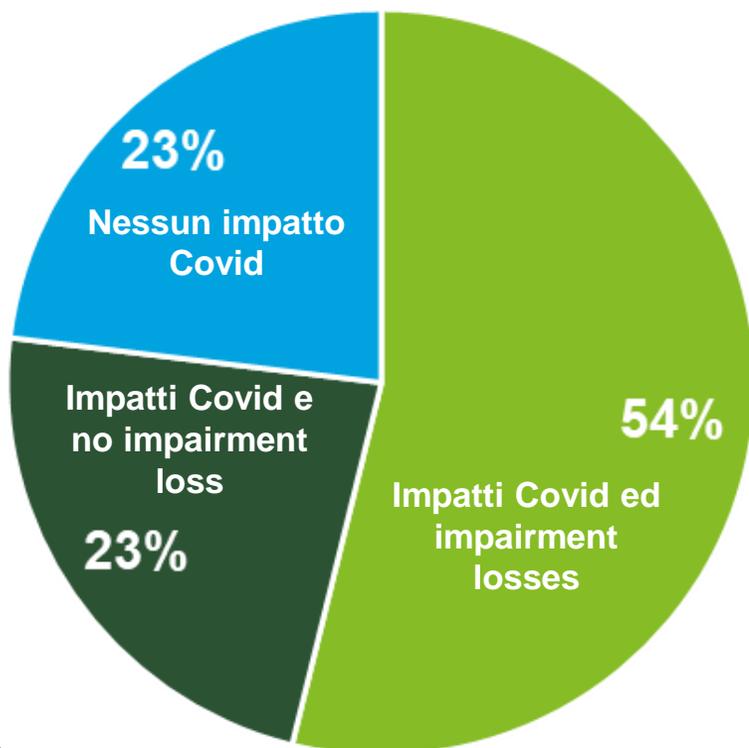


Di queste, il 66% ha rilevato impairment losses (21 società).

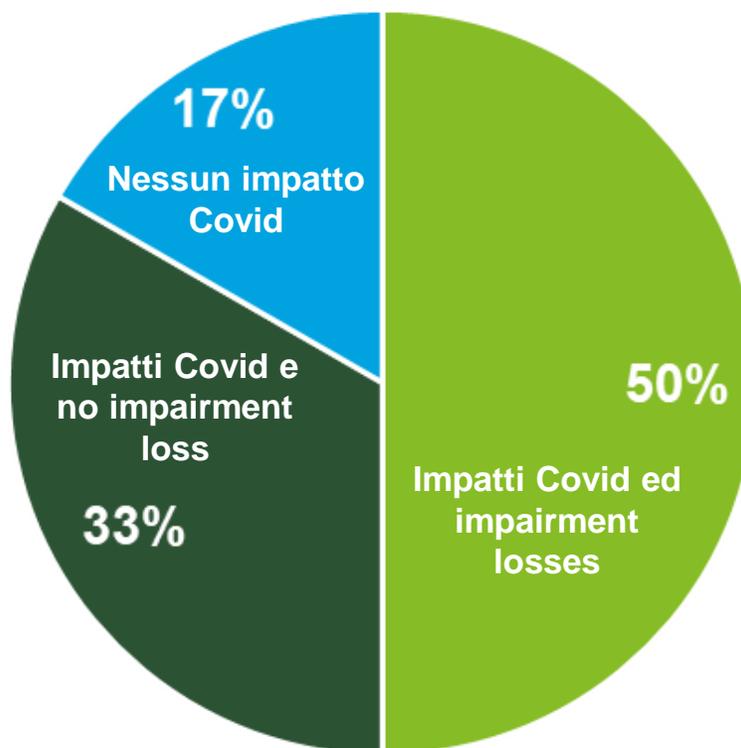
Di seguito viene fornita evidenza delle società che hanno subito impairment losses per ogni settore identificato.

Incidenza delle società che hanno subito perdite di valore

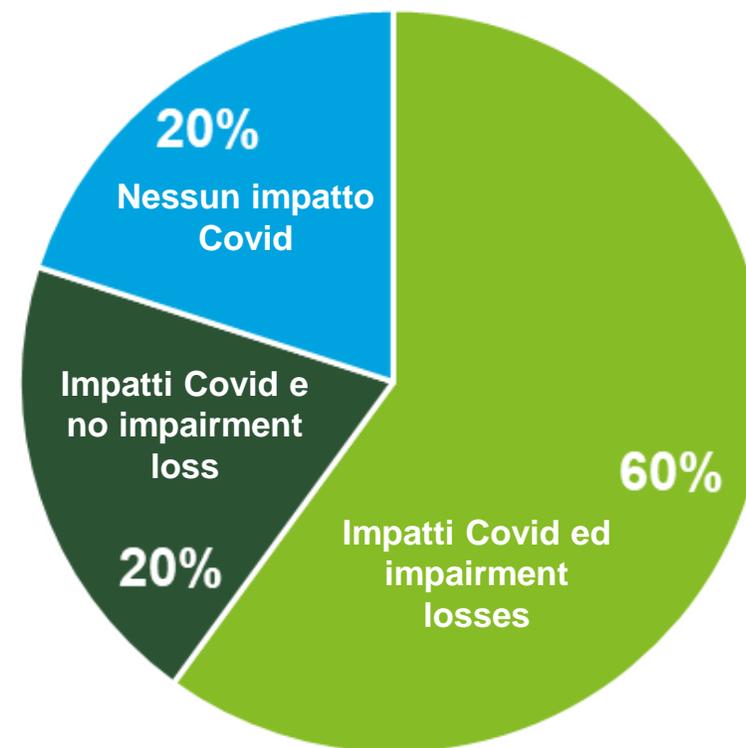
Finanza



Industria



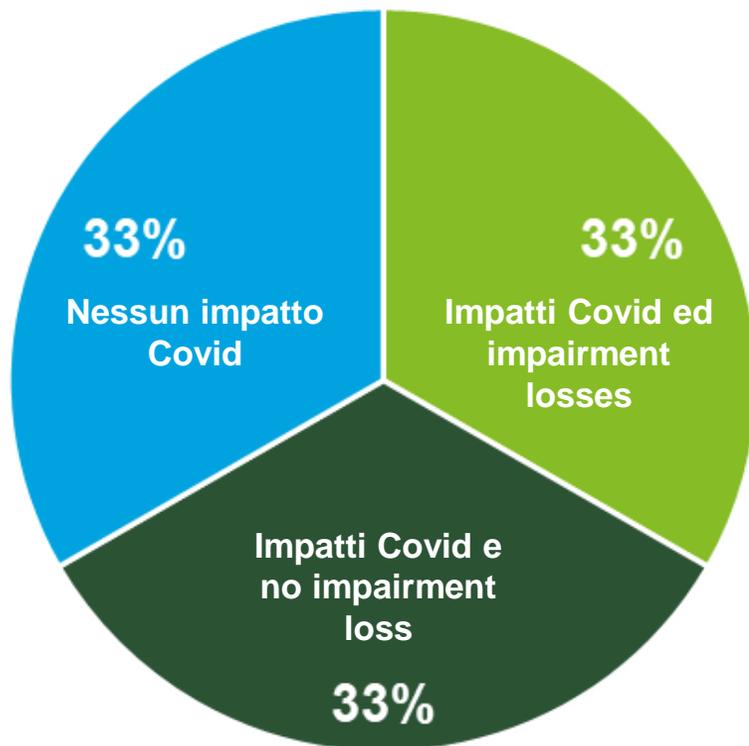
Servizi pubblici



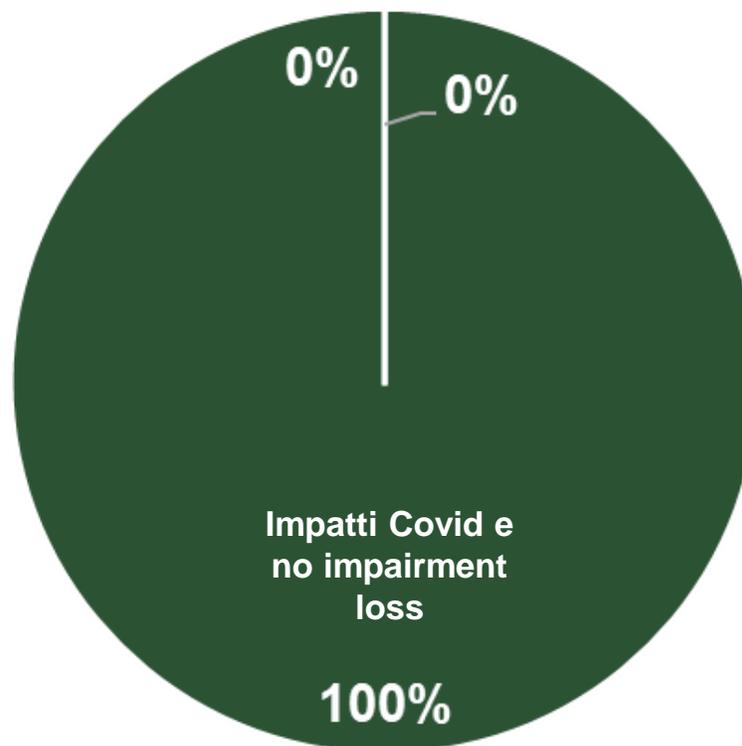
Di seguito viene fornita evidenza delle società che hanno subito impairment losses per ogni settore identificato.

Incidenza delle società che hanno subito perdite di valore

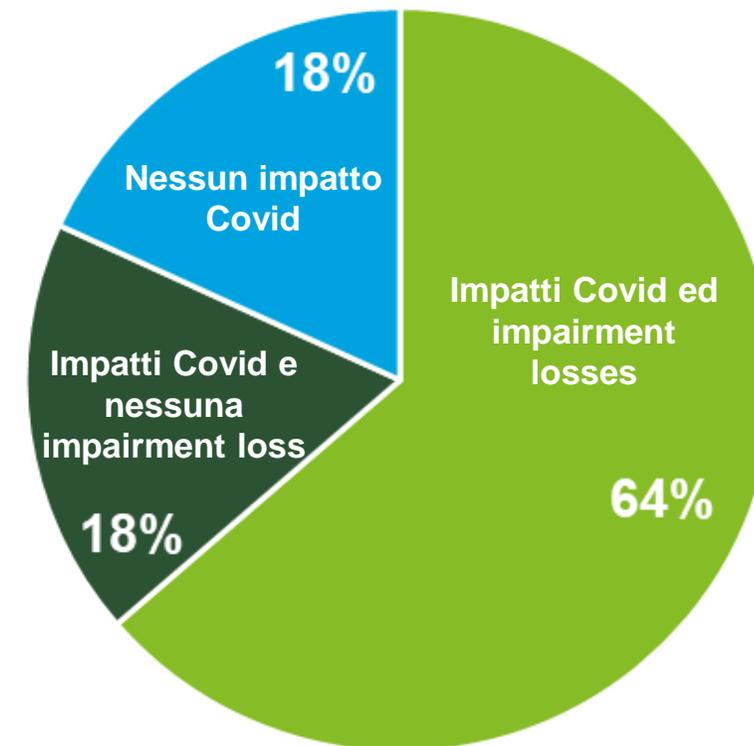
Healthcare



Telecomunicazioni



Altro (*)



(*) In "Altro" sono ricomprese società operanti in industrie caratterizzate da una bassa numerosità (e.g. beni voluttuari, prodotti e servizi industriali, automobili e componentistica) o rispetto alle quali non è chiaramente identificabile una industry di riferimento.

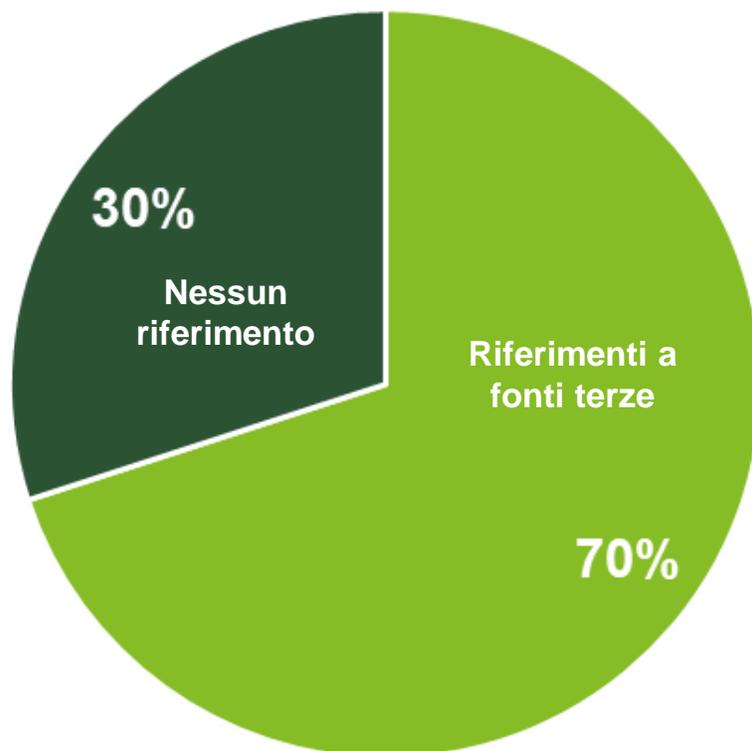
Entità, in termini aggregati e per industries delle perdite di valore subite da società che hanno espressamente dichiarato di aver risentito degli effetti dell'emergenza sanitaria. Tali perdite sono state rapportate alla capitalizzazione di mercato per ciascuna industry.

Ammontare delle perdite di valore delle società impattate dal Covid rispetto alla capitalizzazione di mercato e confronto con la riduzione del PIL

	Finanza	Industria	Servizi pubblici	Healthcare	Telecomunicazioni	Altro (*)
Impairment loss (EUR/mln)	2,5	1,1	2,2	0,004	-	5,5
Rapporto con la Mkt Cap	2,2%	2,8%	2,1%	0,0%	0,0%	4,0%
		Impairment loss (EUR/mln) 11,3		Rapporto con la Mkt Cap 2,6%		

(*) In "Altro" sono ricomprese società operanti in industries caratterizzate da una bassa numerosità (e.g. beni voluttuari, prodotti e servizi industriali, automobili e componentistica) o rispetto alle quali non è chiaramente identificabile una industry di riferimento.

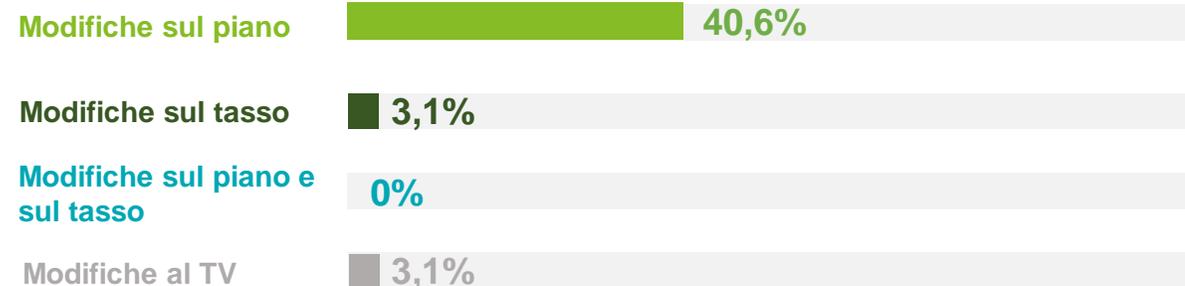
Società che hanno richiamato fonti terze in materia di impairment post-Covid



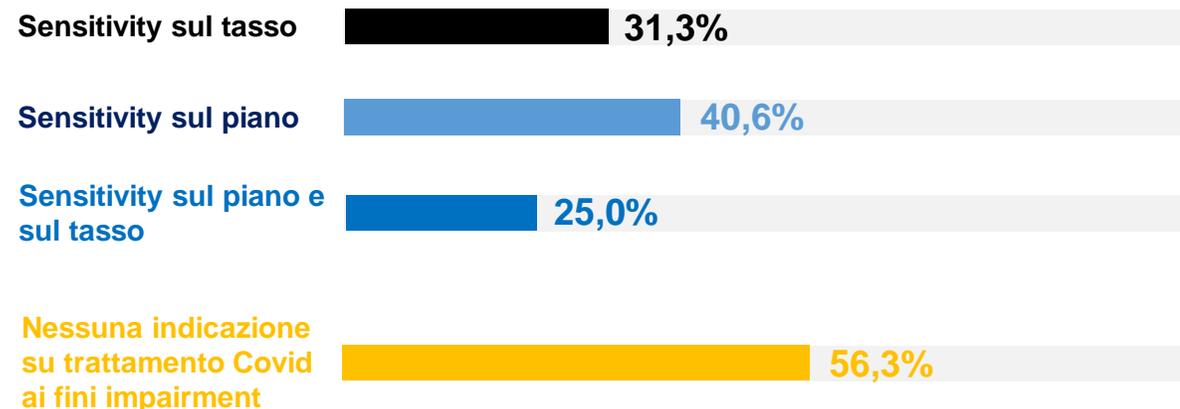
Delle 40 società analizzate, quelle che hanno richiamato una o più fonti in materia di impairment post-Covid sono 28.

Risultati aggregati

a) Modifiche poste in essere dalle società ai fini dell'impairment 2020



b) Sensitivities poste in essere dalle società ai fini dell'impairment 2020



Le singole percentuali sono calcolate sulle società che hanno dichiarato di aver risentito degli effetti Covid (32 società).

Finanza

a) Modifiche poste in essere dalle società ai fini dell'impairment 2020

Modifiche sul piano 40%

Modifiche sul tasso 10%

Modifiche al TV 0%

b) Sensitivities poste in essere dalle società ai fini dell'impairment 2020

Sensitivity sul tasso 50%

Sensitivity sul piano 60%

Sensitivity sul piano e sul tasso 40%

Nessuna indicazione su trattamento Covid ai fini impairment 10%

Le singole percentuali sono calcolate sulle società che hanno dichiarato di aver risentito degli effetti Covid (10).

La maggior parte delle società ha riflesso gli effetti della pandemia nel test di impairment attraverso **ulteriori analisi di sensitività**. A titolo d'esempio,



Azimut ha effettuato "uno stress test aggiuntivo considerando come parametri variabili la diminuzione dei flussi di cassa attesi e il tasso di attualizzazione".



Mediobanca ha effettuato modifiche tenendo conto degli effetti della pandemia nei «**tassi di mercato utilizzati per la determinazione del Cost of Equity**».



Essendo già riflessi nel tasso, gli effetti Covid non sono stati riflessi nel piano, **evitando** così il **rischio di double counting**.

Servizi pubblici

a) Modifiche poste in essere dalle società ai fini dell'impairment 2020

Modifiche sul piano  50%

Modifiche sul tasso 0%

Modifiche al TV 0%

b) Sensitivities poste in essere dalle società ai fini dell'impairment 2020

Sensitivity sul tasso 0%

Sensitivity sul piano  25%

Sensitivity sul piano e sul tasso 0%

Nessuna indicazione su trattamento Covid ai fini impairment  50%

Le singole percentuali sono calcolate sulle società che hanno dichiarato di aver risentito degli effetti Covid (4).

Anche nel settore dei servizi pubblici sono state effettuate modifiche e sensitivities sul piano per includere gli effetti Covid.



Tra quelle che **non hanno fornito disclosure** sugli interventi adottati, ad esempio, **Italgas** dichiara che "non sono emerse perdite di valore" nonostante "la valutazione di sensitivity sui WACC utilizzati per la determinazione del valore recuperabile" e nonostante che l'emergenza sanitaria abbia impattato sul business della società.

Industria

a) Modifiche poste in essere dalle società ai fini dell'impairment 2020

Modifiche sul piano 40%

Modifiche sul tasso 0%

Modifiche al TV 20%

b) Sensitivities poste in essere dalle società ai fini dell'impairment 2020

Sensitivity sul tasso 20%

Sensitivity sul piano 40%

Sensitivity sul piano e sul tasso 20%

Nessuna indicazione su trattamento Covid ai fini impairment 60%

Le singole percentuali sono calcolate sulle società che hanno dichiarato di aver risentito degli effetti Covid (5).

nexi Nexi, "alla luce dell'attuale contesto macro-economico e del fenomeno pandemico" ha verificato "l'impatto sul Valore d'Uso di una **variazione** sino a 25 bps in aumento per tassi di attualizzazione ed **in diminuzione per il tasso di crescita ai fini del Terminal Value**".

LEONARDO Tra le società che **non hanno dichiarato modifiche o sensitivities** ai fini dell'inclusione degli effetti Covid, **Leonardo** ha dichiarato che "in tutti i settori gli **ampi margini positivi registrati sono tali da non poter essere significativamente modificati da variazioni nelle assunzioni descritte**".

Healthcare

a) Modifiche poste in essere dalle società ai fini dell'impairment 2020

Modifiche sul piano 100%

Modifiche sul tasso 0%

Modifiche al TV 0%

b) Sensitivities poste in essere dalle società ai fini dell'impairment 2020

Sensitivity sul tasso 0%

Sensitivity sul piano 50%

Sensitivity sul piano e sul tasso 0%

Nessuna indicazione su trattamento Covid ai fini impairment 0%

Le società appartenenti al settore Healthcare che hanno dichiarato di aver risentito degli effetti prodotti dall'emergenza sanitaria (2 società su 3), si sono **attenute alle indicazioni OIV relative al recepimento di tali effetti sui soli flussi.**

Le singole percentuali sono calcolate sulle società che hanno dichiarato di aver risentito degli effetti Covid (2).

Telecomunicazioni

a) Modifiche poste in essere dalle società ai fini dell'impairment 2020

Modifiche sul piano 50%

Modifiche sul tasso 0%

Modifiche al TV 0%

b) Sensitivities poste in essere dalle società ai fini dell'impairment 2020

Sensitivity sul tasso 50%

Sensitivity sul piano 0%

Sensitivity sul piano e sul tasso 0%

Nessuna indicazione su trattamento Covid ai fini impairment 50%

Le singole percentuali sono calcolate sulle società che hanno dichiarato di aver risentito degli effetti Covid (2).

TIM TIM "al fine di definire il flusso medio normale per l'impairment test, ha identificato ulteriori fattori di rischio, apportando **variazioni negli ammontari e/o nella distribuzione temporale dei flussi di cassa futuri**".

INWIT Inwit, che non ha fornito alcuna **specificata evidenza** su interventi ulteriori, ha dichiarato che, per la CGU cui è stato allocato l'avviamento, "la **variazione necessaria a rendere il valore recuperabile uguale al valore contabile è pari al -52,0% del valore dell'azione**".

Altro (*)

a) Modifiche poste in essere dalle società ai fini dell'impairment 2020

Modifiche sul piano  22,2%

Modifiche sul tasso  0%

Modifiche al TV  0%

b) Sensitivities poste in essere dalle società ai fini dell'impairment 2020

Sensitivity sul tasso  33,3%

Sensitivity sul piano  33,3%

Sensitivity sul piano e sul tasso  33,3%

Nessuna indicazione su trattamento Covid ai fini impairment  55,5%

Le singole percentuali sono calcolate sulle società che hanno dichiarato di aver risentito degli effetti Covid (9).



Stellantis ai fini dell'impairment delle CGU ha valutato **tassi di sconto e tassi di crescita a lungo termine** in modo da includere anche l'impatto del Covid sulle assunzioni fatte dal management;



Tenaris, nell'impairment di alcune CGU, ha testato la tenuta del valore recuperabile **aumentando il tasso di sconto e diminuendo il tasso di crescita di 100 bps.**



Tra le **società che non hanno dichiarato** sensitivities o modifiche ulteriori, **Snam**, nonostante la "**limitata esposizione**" del suo business "agli effetti del Covid" e l'assenza di indicatori di impairment, ha sottoposto a "**test d'impairment** le proprie **CGU rilevanti**", **senza evidenziare perdite di valore.**

(*) In "Altro" sono ricomprese società operanti in industrie caratterizzate da una bassa numerosità (e.g. beni voluttuari, prodotti e servizi industriali, automobili e componentistica) o rispetto alle quali non è chiaramente identificabile una industry di riferimento.

Conclusioni (1/2) – Punti Chiave delle Linee Guida OIV



Tassi di sconto

- Qualora gli **effetti** del Covid-19 siano già correttamente **riflessi nelle previsioni dei flussi di cassa**, **non è necessario rivedere** in aumento anche i **tassi di sconto**.
- **Eventuali effetti duraturi e persistenti** sulla capacità di generare cash flow dovrebbero essere riflessi nel **cash flow normalizzato** e nel **growth rate**.



Valutazione basata sui multipli

- L'**uso di multipli** in condizioni di crisi è sconsigliabile, data la scarsità o assenza di transazioni comparabili e gli effetti di ritardo nell'aggiornamento delle stime dei risultati di società quotate.



Valutazione basata sui flussi *forecast*

- Gli effetti della pandemia, in quanto transitori, **andrebbero catturati nei flussi di risultato anziché nel tasso di sconto**.
- L'**analisi multi-scenario** può consentire di rappresentare gli effetti economici di breve e lungo termine della crisi.

Fonte: documento OIV "Linee Guida per l'Impairment test dopo gli effetti della pandemia da Covid-19"

Conclusioni (2/2) – Entità e Gestione del Fenomeno

Entità del fenomeno

80% delle società quotate sul FTSE MIB (32 società) ha dichiarato **impatti da Covid**.



66% (21 società) ha rilevato **impairment losses**.

Le perdite da impairment rilevate dalle società analizzate (FTSE MIB) ammontano a **11,2 EUR/mld**, pari al **2,6% della relativa capitalizzazione di mercato**.

Gestione del fenomeno

Delle società impattate dal Covid

41% (13 società) ha **modificato il piano** per includere nei flussi gli effetti Covid.

25% (8 società) hanno **effettuato sensitivities aggiuntive sia sul piano che sul tasso**.

Nessuna società ha apportato modifiche sia al piano sia al tasso di sconto (in coerenza con indicazioni OIV).

Deloitte.

Marco Vulpiani

Partner
Head of Valuation,
Modelling and Economics

Direct: +39 06 36749315
Mobile: +39 348 8856689
Fax: +39 02 83347581
mvulpiani@deloitte.it

Deloitte Financial Advisory S.r.l.

Via della Camilluccia, 589/A
00135 Roma – Italia
P. Iva IT 03644260964

Tel: +39 06 367491
www.deloitte.it