



ASSOCIAZIONE NAZIONALE  
DIRETTORI AMMINISTRATIVI E FINANZIARI

DUFF & PHELPS

---

# Continuità Aziendale e Impairment Test dell'Avviamento nel Contesto Economico Attuale Condizionato dal COVID-19

---

22 maggio 2020

---

# Agenda

1. Introduzione e saluti di Roberto Mannozi, Presidente ANDAF
2. Il Gruppo Duff & Phelps
3. Le tematiche tecniche sulla continuità aziendale connesse al COVID-19 - Bilancio 31.12.2019
4. Impatto economico del COVID-19 sull'Impairment Test dell'Avviamento
5. Domande
6. Relatori
7. Appendice

# Relatori



**Enrico  
Rovere**



**Michela  
Morelli**



**Roberto  
Mannozi**



**Alberto  
Tron**

**DUFF & PHELPS**

**Protect, Restore and Maximize Value**

**ANDAF**

ASSOCIAZIONE NAZIONALE  
DIRETTORI AMMINISTRATIVI E FINANZIARI

---

# 1. Introduzione e saluti



**Roberto Mannozi**, Presidente ANDAF e Head of Administration,  
Tax and Control, Gruppo FS

---

## 2. Il Gruppo Duff & Phelps



**Enrico Rovere**, Managing Director, Head of Business Valuation  
Italia, Duff & Phelps

# Duff & Phelps

Duff & Phelps è la società di consulenza che opera a livello globale all'insegna del «protect, restore and maximize value» nell'ambito della valutazione, corporate finance, investigation, controversie, sicurezza informatica, compliance, aggiornamenti normativi ed altre attività relative alla governance.

Duff & Phelps lavora con clienti di diversi settori, mitigando i rischi per gli asset, le operations e le persone.

Circa **4.000**  
COLLABORATORI  
A LIVELLO GLOBALE

OLTRE  
**19.000**  
PROGETTI NEL 2019

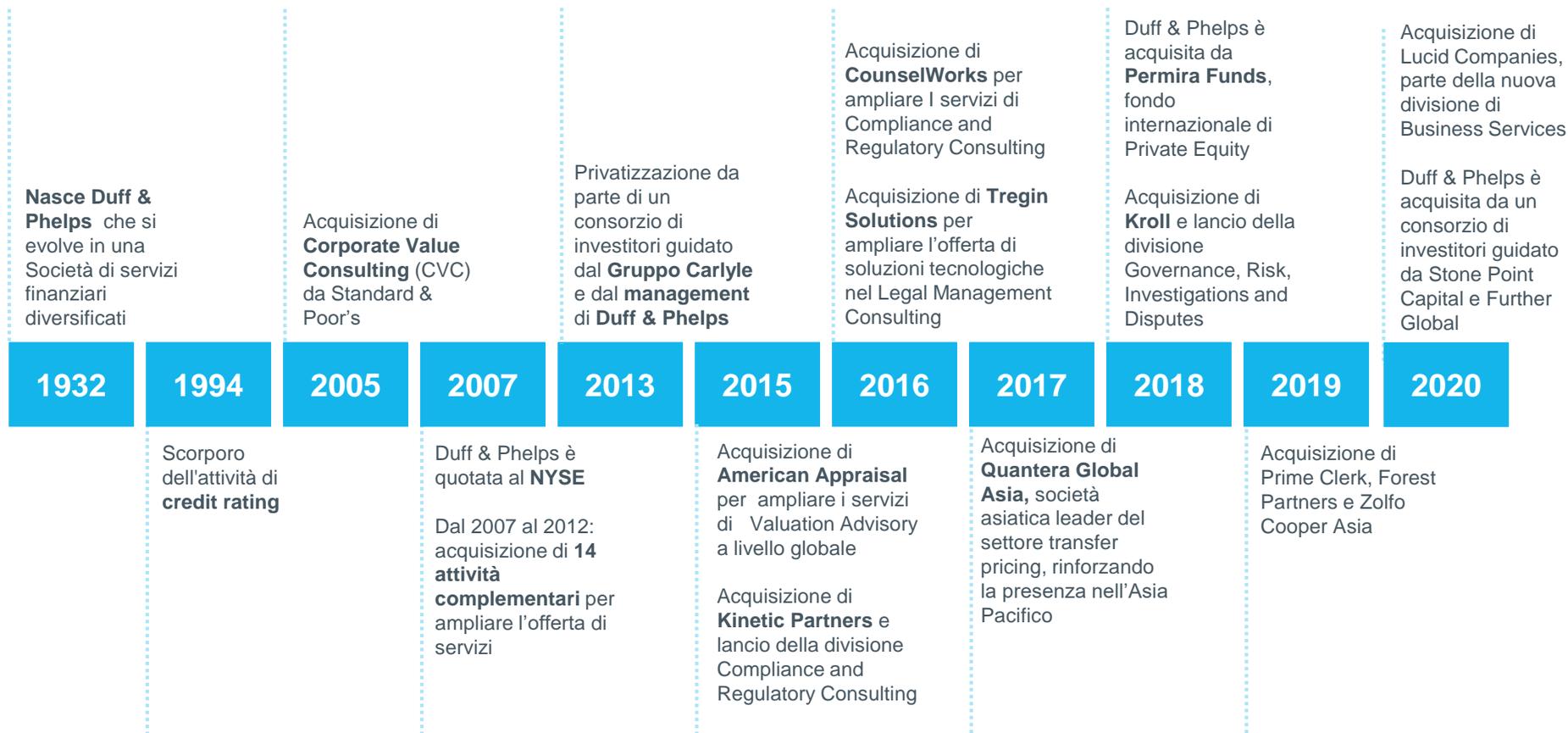
**13.500**  
CLIENTI INCLUSO IL **47%** CIRCA  
DELLE SOCIETÀ **S&P 500**

AMERICA  
Circa **2.000**  
COLLABORATORI

EUROPA E  
MEDIO ORIENTE  
oltre **1.000**  
COLLABORATORI

ASIA  
PACIFIC  
oltre **700**  
COLLABORATORI

# La storia



# Una società globale

PRESENTE IN 28 PAESI NEL MONDO

## AMERICA

Addison	Houston	Pittsburgh
Atlanta	Libertyville	Reston
Austin	Lisle	St. Louis
Bogota	Los Angeles	San Francisco
Boston	Mexico City	São Paulo
Buenos Aires	Miami	Seattle
Cayman Islands	Milwaukee	Secaucus
Chicago	Minneapolis	Silicon Valley
Dallas	Morristown	Stamford
Denver	Nashville	Toronto
Detroit	New York	Washington, DC
Grenada	Philadelphia	

## EUROPA E MEDIO ORIENTE

Abu Dhabi	Dublino	Monaco
Agrate Brianza	Francoforte	Padova
Amsterdam	Lisbona	Parigi
Atene	Londra	Pesaro
Barcellona	Longford	Porto
Berlino	Lussemburgo	Roma
Bilbao	Madrid	Torino
Birmingham	Manchester	Varsavia
Channel Islands	Milano	
Dubai	Mosca	

## ASIA-PACIFICO

Bangalore	Shanghai
Beijing	Shenzhen
Guangzhou	Singapore
Hanoi	Sydney
Ho Chi Minh City	Taipei
Hong Kong	Tokyo
Hyderabad	
Mumbai	
New Delhi	

# Il nostro gruppo

## I CLIENTI

65% delle società Fortune 100

92% delle società Am Law 100

80% delle 25 maggiori società Euro STOXX

72% delle 25 più importanti società di private equity del PEI 300

68% dei 25 maggiori hedge funds dell'Alpha Hedge Fund 100

## LE CLASSIFICHE

Una delle migliori società di Management Consulting in America nel 2020<sup>13</sup>

#1 nelle Fairness Opinion negli Stati Uniti negli ultimi 5 anni<sup>1</sup>

#3 in zona EMEA, per le Fairness Opinions per un valore delle transazioni di quasi 13 Mld di Euro<sup>1</sup>

#4 nella consulenza Middle Market M&A negli Stati Uniti negli ultimi 10 anni<sup>2</sup>

Classificato tra i 10 migliori consulenti per valore delle transazioni M&A in Germania.<sup>10</sup>

Principali consulenti in materia di supporto nei e nell'E-Discovery in Canada<sup>9</sup>

#1 nella consulenza forense in Nord America<sup>3</sup>

#1 IP Litigation Consulting Firm in the U.S.<sup>4</sup>

## I SUCCESSI

**Miglior** fornitore di servizi di Cyber Security<sup>5</sup>

**Migliore** società di consulenza nella Compliance<sup>7</sup>

**Migliore** società di consulenza End-to-End per contenziosi<sup>6</sup>

**Migliori** servizi di consulenza nelle dispute relative a proprietà intellettuale<sup>6</sup>

**Migliore** fornitore di servizi di Corporate Investigations<sup>6</sup>

**Migliore** fornitore di servizi di Cyber Security<sup>10</sup>

**Migliori** consulenti in Global Risk and Investigations<sup>6</sup>

**Leader** del settore Digital Forensics, Arbitration e Investigations<sup>3</sup>

**Migliore** fornitore di servizi di Business Accounting<sup>6</sup>

**Migliore** fornitore di servizi di Managed IT<sup>6</sup>

Società di consulenza internazionale dell'anno nel Middle Market M&A in Canada – 2020<sup>8</sup>

**Leader** del settore Corporate Tax and Digital Forensics<sup>11</sup>

**Migliore società di Valutazione** di Hard-to-Value Assets<sup>12</sup>

**Leader** del settore secondo The ALM Vanguard: Cybersecurity Consulting 2019 Report

1. Source: Published in Thomson Reuters' "Mergers & Acquisitions Review - Full Year 2019."
2. Source: Thomson Financial Securities Data (U.S. deals \$15M < \$170M, including deals without a disclosed value). Full years 2010 through 2019.
3. Who's Who Legal 2018: Forensic and Litigation Consulting.
4. 2018 IAM
5. HedgeWeek 2018
6. The National Law Journal 2019

7. HFM European Quant Awards 2019
8. 2020 Corporate INTL Global Awards
9. Canadian Lawyer Reader's Choice Awards 2019
10. Thomson Reuters, transactions dated January 1, 2019 through September 16, 2019. As published by Borsen-Zeitung in the article, "AM M&A Markt stirbt die Hoffnung zuletzt."
11. Who's Who Legal 2019
12. 11th Annual HFM European Hedge Fund Services Awards in 2019
13. America's Best Management Consulting Firms - Forbes

# Servizi di Duff & Phelps

## Incrementare il valore tramite le nostre competenze

### VALUATION ADVISORY

Valutazione e consulenza a fini contabili, fiscali, investimenti e gestione dei rischi

- Servizi di valutazione
- Alternative Asset Advisory
- Consulenza Immobiliare
- Servizi a fini fiscali
- Transfer Pricing
- Fixed Asset Management e Insurance Solutions



### CORPORATE FINANCE

Consulenza obiettiva per il management team e gli azionisti in ambito restructuring, finanziario e M&A, incluse opinioni indipendenti riguardo alle transazioni

- Consulenza M&A
- Fairness Opinions
- Solvency Opinions
- Transaction Advisory
- Consulenza su ESOP ed ERISA Advisory
- Commercially Reasonable Debt Opinions
- Distressed M&A e situazioni speciali
- Private Capital Markets and Debt Advisory
- Financial Restructuring



### GOVERNANCE, RISK, INVESTIGATIONS AND DISPUTES

Servizi integrati di Duff & Phelps e Kroll in ambito di gestione e mitigazione del rischio, contenziosi e altri servizi di consulenza

- Business Intelligence e investigazioni
- Contenziosi
- Ristrutturazioni aziendali transfrontaliere
- Cyber Risk
- Legal Management Consulting
- Security Risk Management
- Compliance Risk and Diligence
- Compliance and Regulatory Consulting



### PRIME CLERK

Leader globale nella gestione di sinistri complessi attraverso un software proprietario ed un team di professionisti leader nel proprio settore.

- Restructuring
- Global Corporate Actions
- Settlement Administration
- Notice Media Solutions
- Contract Review and Contract Management



# I nostri servizi in ogni fase della transazione

## ANALISI DELLE ALTERNATIVE STRATEGICHE

### Consulenza sulle transazioni

- Identificazione delle transazioni
- Consulenza lato acquirente e lato venditore
- Studi di mercato e di settore
- Proiezioni finanziarie e modelli
- Transfer Pricing

## INVESTIMENTI

### Ricerca di transazioni

- Due Diligence finanziaria
- Valutazione aziendale
- Fairness opinion
- Analisi di accretion/dilution
- Analisi di carve-out
- Solvency opinion
- Pianificazione fiscale strategica

### Acquisizioni con cambio di controllo

- Purchase price allocation
- Valutazione e definizione di corrispettivi potenziali, earn-out e compensazioni azionarie
- Valutazione di garanzie e indennità
- Valutazioni ai fini fiscali

## MIGLIORAMENTO DEL REPORTING E DELLA PERFORMANCE OPERATIVA

### Rendicontazione bilancistica e fiscale

- Impairment test dell'avviamento e dei beni intangibili
- Transfer Pricing
- Valutazioni di entità legali
- Reporting su passività potenziali

### Miglioramento del cash flow

- Consulenza fiscale sulle proprietà
- Separazione dei costi dei beni immobiliari
- Consulenza immobiliare
- Consulenza fiscale per compravendita e utilizzo di immobili

### Finanziamenti

- Collocamenti privati di debito e capitale
- Consulenza su ESOP ed ERISA
- Valutazione di beni in garanzia

### Crisi aziendale

- Consulenza su ristrutturazione aziendale
- Fresh start accounting

## PIANIFICAZIONE DEI DISINVESTIMENTI E VENDITE

### Preparazione del disinvestimento

- Consulenza M&A lato venditore
- Due diligence lato venditore

### Post vendita

- Analisi e supporto in caso di contenziosi
- Contenziosi post-acquisizione
- Contenziosi tra azionisti
- Periti esperti dei tribunali

# Affiliazioni professionali

I Managing Director di Duff & Phelps contribuiscono alla creazione degli standard di enti regolatori e organismi di settore, oltre a partecipare attivamente allo sviluppo delle best practice dell'industria della valutazione.



International  
Accounting Standards  
Board



Appraisal  
Institute™  
*Professionals Providing  
Real Estate Solutions*

AICPA®



The  
Appraisal  
Foundation



ima®

iapp



INSOL International™



IPEV

International Private Equity  
and Venture Capital  
Valuation Guidelines

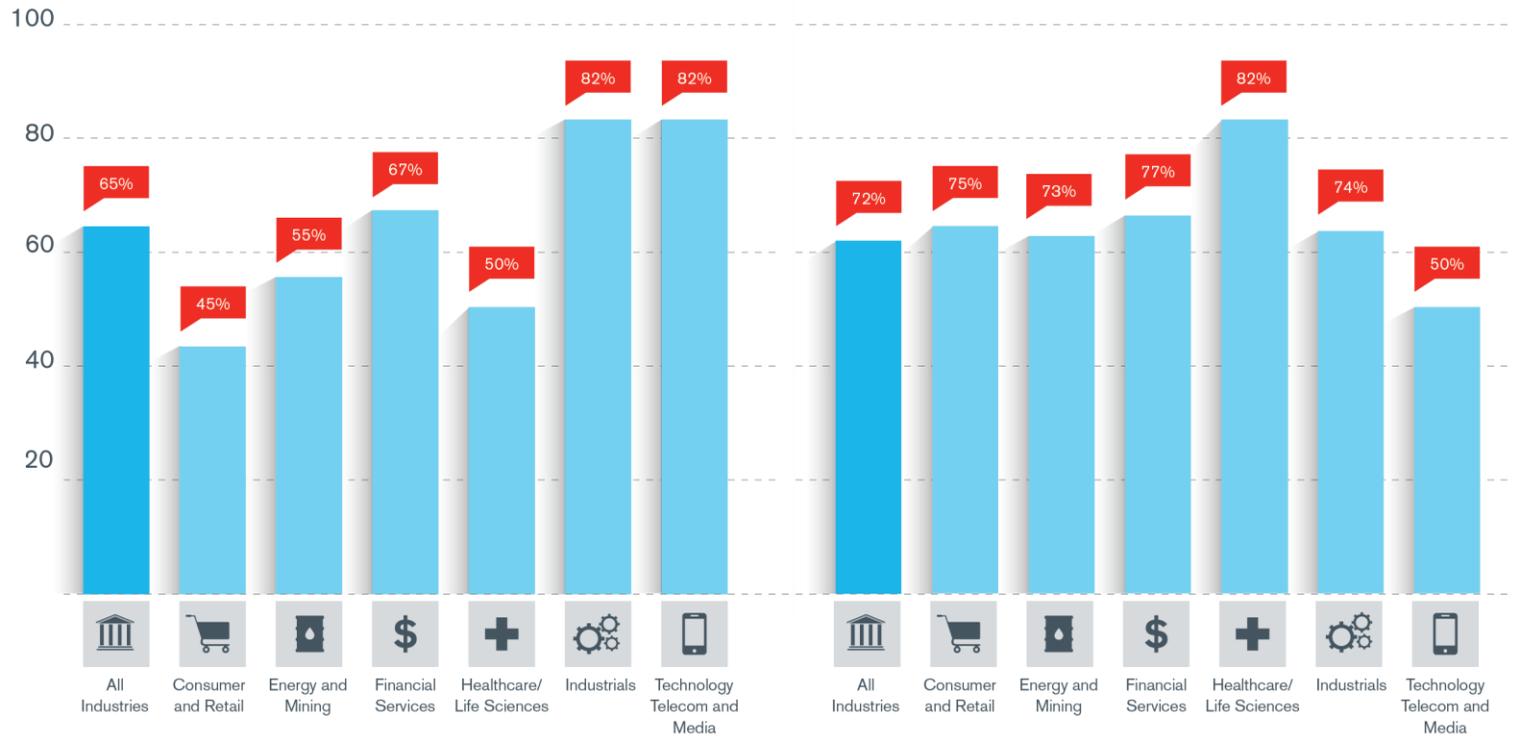


American Society of Appraisers  
*Providing Value Worldwide*

# Le nostre competenze per industria

Il 65% delle società  
Fortune 100 sono nostre clienti

Il 72% delle società  
Euro STOXX 100 sono nostri clienti



---

### 3. Le tematiche tecniche sulla continuità aziendale connesse al COVID-19 - Bilancio 31.12.2019



**Alberto Tron**, Presidente Comitato Tecnico Andaf Financial  
Reporting Standard e Docente Incaricato di Finanza Aziendale  
presso l'Università Bocconi

---

## 4. Impatto economico del COVID-19 sull'Impairment Test dell'Avviamento



**Enrico Rovere**, Managing Director, Head of Business Valuation  
Italia, Duff & Phelps, Milano

**Michela Morelli**, Director, Valuation Advisory Service, Duff &  
Phelps, Milano e Londra

**ANDAF**

ASSOCIAZIONE NAZIONALE  
DIRETTORI AMMINISTRATIVI E FINANZIARI

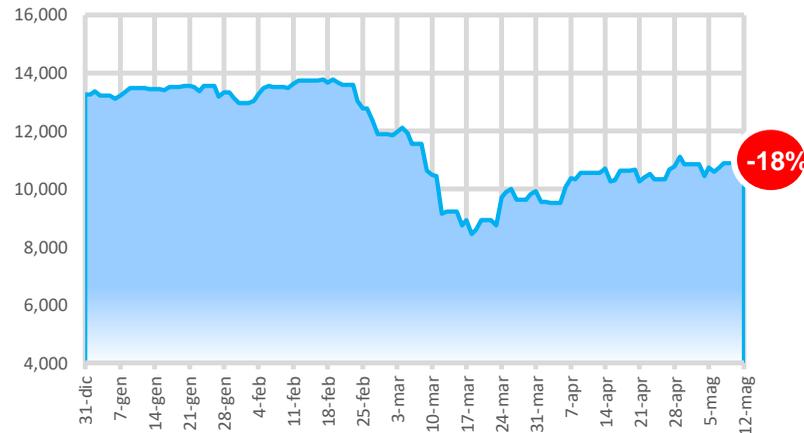
---

# Andamento degli indici azionari da inizio anno

## FTSE MIB



## DAX



## FTSE 100



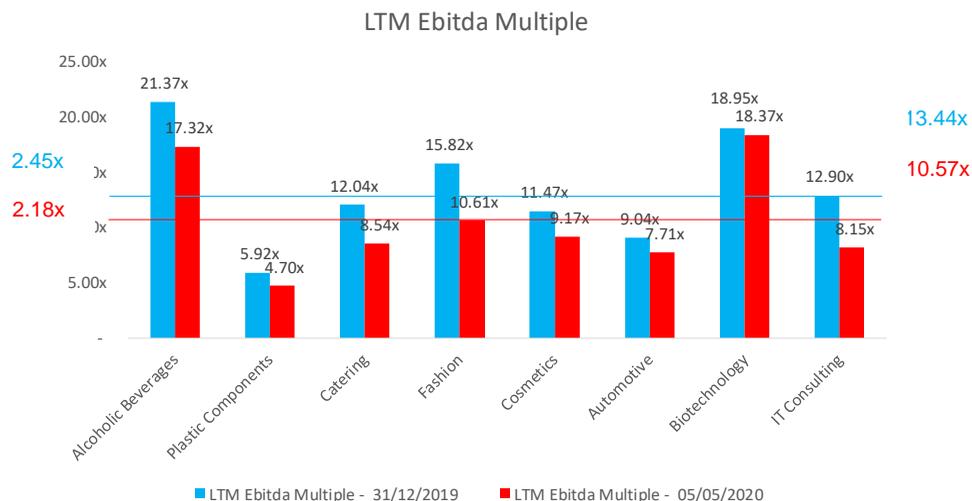
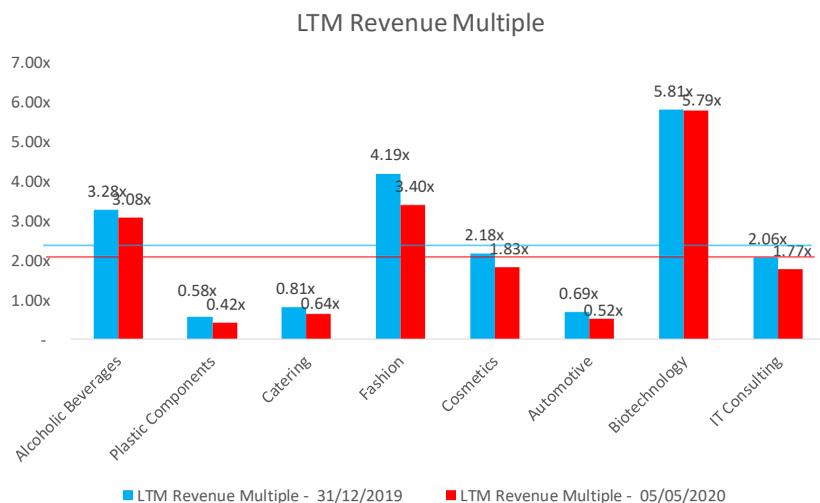
## S&P 500



Come si evince dai grafici di alcuni indici azionari qui riportati a scopo illustrativo, le principali borse mondiali hanno subito una notevole **decrescita negli ultimi quattro mesi e mezzo**, in particolare il **FTSE MIB** tra il 31 dicembre 2019 e il 12 maggio 2020 è **sceso del 25%**, il **DAX del 18%**, il **FTSE 100 del 21%** e l'**S&P 500 dell'11%**, nonostante si possa evidenziare una leggera ripresa nel corso dell'ultimo mese.

# Andamento dei multipli di mercato in alcuni settori

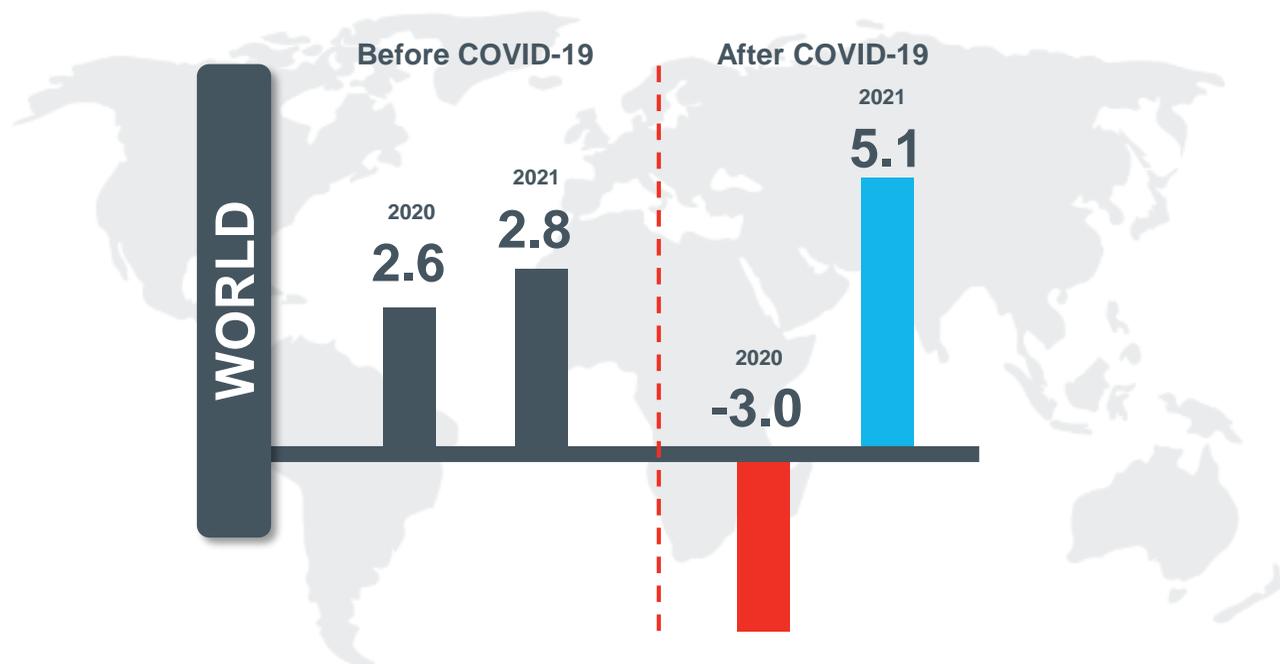
- A scopo illustrativo dell'impatto del COVID-19 sull'attuale contesto economico, abbiamo calcolato i multipli LTM di un **campione di società** a livello globale che operano in 8 differenti settori a due diverse date.
- In generale si può notare come nel campione considerato i multipli mediani LTM **dell'EBITDA** e dei **Revenue** tra fine 2019 e inizio maggio 2020 siano **scesi rispettivamente dell'11,0% e del 21,3%**.
- **dell'11,0% e del 21,3%**.



- Si sottolinea che la diminuzione osservata dei multipli deve essere analizzata in maniera più dettagliata, poiché il multiplo è il quoziente di due componenti, **Enterprise Value e metric** (ad es. Revenue o EBITDA), ed **occorre comprendere l'evoluzione nel tempo di entrambi**.
- In un contesto di elevata incertezza come quello attuale sarebbe più appropriato **utilizzare dei multipli forward**, sempre che si abbia contezza che la **metric sia stata aggiornata**.

# Crescita del PIL reale (%) stimata per regione: Mondo

Alla data del 14 maggio 2020



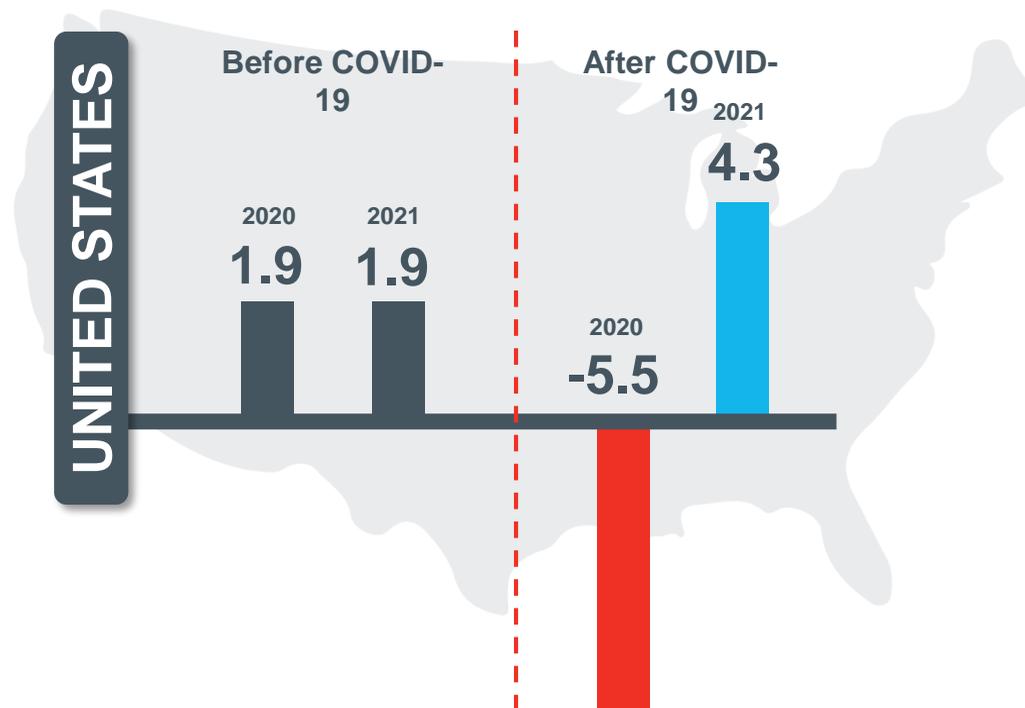
	Change in Growth	Relative % Change
2020 Mediana	-5.6	-219%
2021 Mediana	+2.3	+80%



Fonte: elaborazione Duff & Phelps basata su studi di parti terze

# Crescita del PIL reale (%) stimata per regione: U.S.

Alla data del 15 maggio 2020



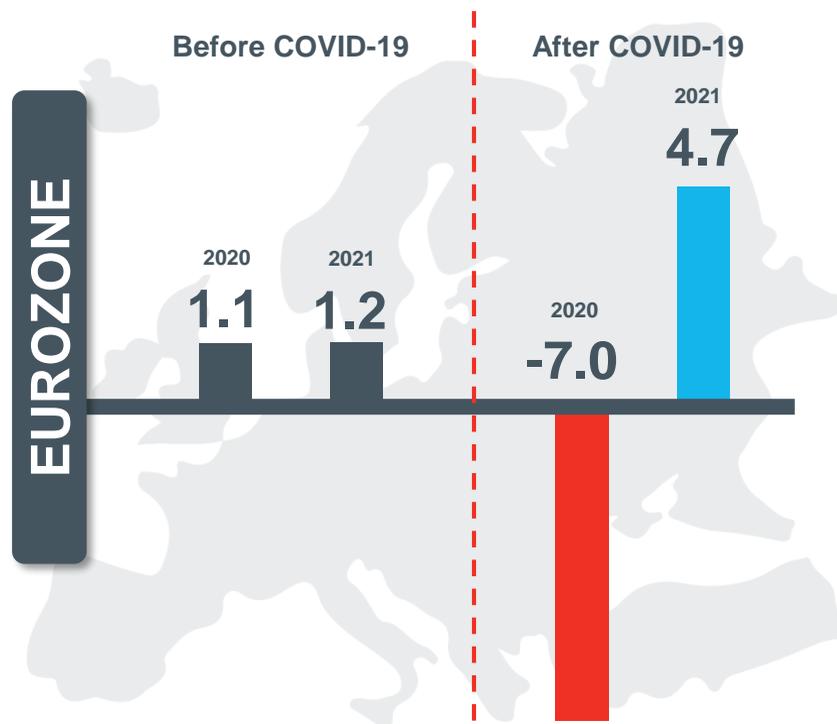
	Change in Growth	Relative % Change
2020 Mediana	-7.4	-389%
2021 Mediana	+2.4	+126%



Fonte: elaborazione Duff & Phelps basata su studi di parti terze

# Crescita del PIL reale (%) stimata per regione: Eurozona

Alla data del 15 maggio 2020



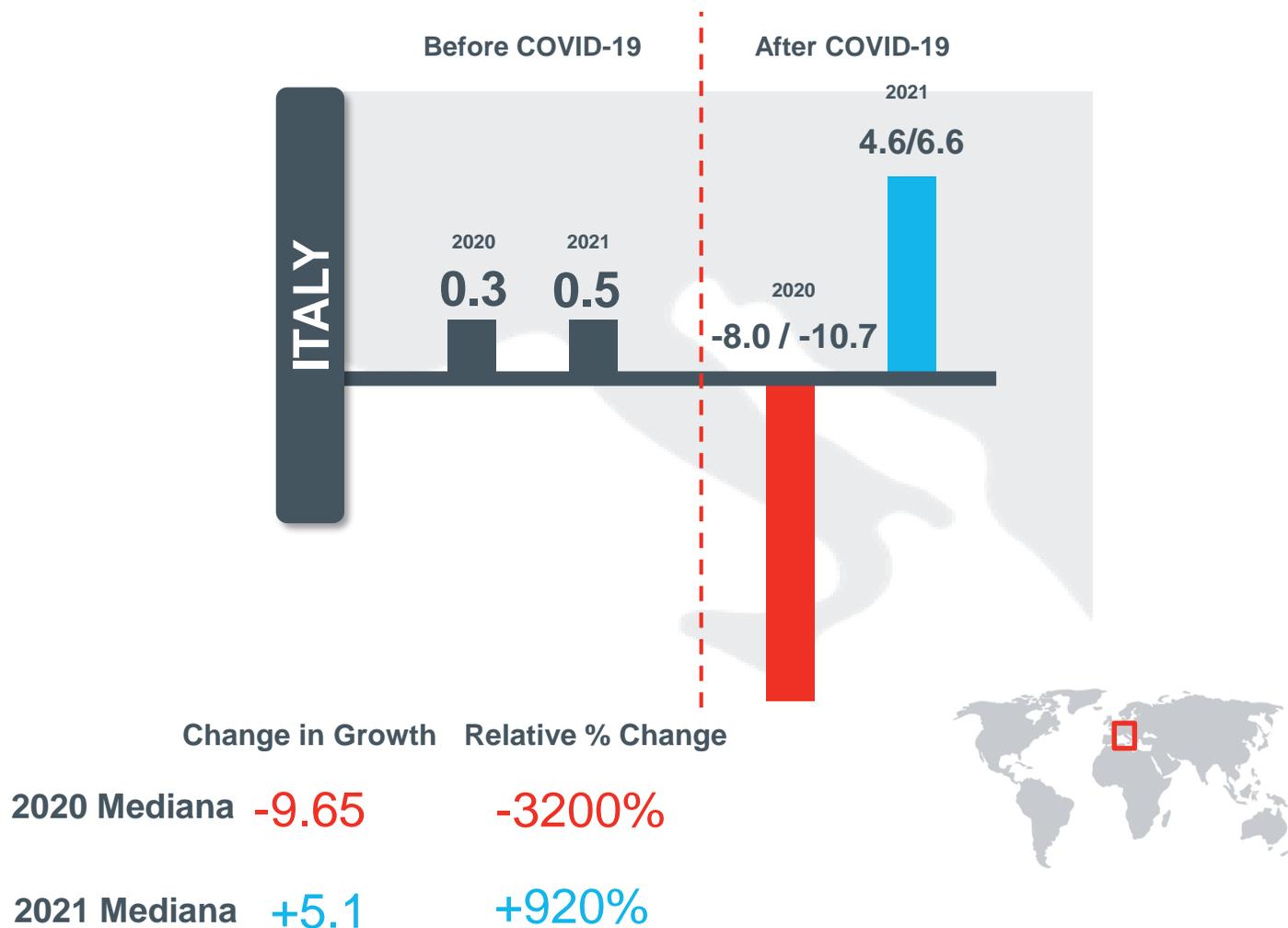
	Change in Growth	Relative % Change
2020 Mediana	-8.1	-767%
2021 Mediana	+3.5	+291%



Fonte: elaborazione Duff & Phelps basata su studi di parti terze

# Crescita del PIL reale (%) stimata per regione: Italia

Alla data del 19 Maggio 2020



Fonte: Centro Studi Economici e Ricerca Intesa Sanpaolo

---

# L'impatto della situazione economica condizionata dal COVID-19 sull'Impairment Test dell'Avviamento

- Il **COVID-19** ha causato **una crisi senza precedenti** per l'economia globale e i mercati finanziari, la cui durata ed estensione resta al momento ignota.
- L'epidemia ha contribuito all'**instabilità del mercato** provocando un sostanziale declino nella capitalizzazione azionaria, uno dei tanti fattori da considerare nel determinare se si è verificato un evento scatenante di una perdita di valore.
- Le **proiezioni** di una società potrebbero **essere condizionate** da un'interruzione nella filiera, una variazione della domanda dei suoi prodotti e servizi o una perdita di clienti.
- Sebbene alcuni settori e società potrebbero essere più vulnerabili di altri, l'effetto combinato di una pandemia e delle severe misure imposte per contenere i contagi di COVID-19, ha avuto un forte impatto sociale ed economico che ha incrementato **l'incertezza generale**.
- Presi nel loro insieme, questi fattori hanno un impatto negativo sulle prospettive e sulla valutazione delle società, e sulla possibilità di **recupero dell'avviamento** e di altri asset.

---

## A. Impairment IAS 36 – OIC 9

---

# Impairment IAS 36 – OIC 9

## Caratteristiche e differenze

La finalità dell'impairment per entrambi i principi è assicurarsi che le attività immobilizzate o unità generatrici di cassa (o CGU) non siano iscritte a un valore superiore a quello recuperabile (recoverable amount).

Per entrambi i principi il valore recuperabile è il maggiore tra il fair value al netto dei costi di dismissione e il valore d'uso dell'attività o CGU.

Le principali differenze tra IAS 36 e OIC 9 sono:

- lo IAS 36 prevede l'obbligo di procedere annualmente al test di impairment per avviamento, altre immobilizzazioni a vita utile indefinita ed attività immateriali non ancora disponibili all'uso. Il test di impairment deve essere eseguito piu' frequentemente se sono presenti segnali (esterni o interni) che un'attività possa aver subito una perdita di valore
- l'OIC 9 invece non riconosce immobilizzazioni a vita utile indefinita e il test di impairment è obbligatorio solo in presenza di segnali di perdita durevole di valore
- l'OIC 9 prevede per le imprese di minori dimensioni (media dipendenti < 50, totale attivo < 4,4 milioni, totale ricavi < 8,8 milioni), se non redigono il bilancio consolidato, la possibilità di effettuare il test di impairment con un modello semplificato basato sulla capacità di ammortamento

---

## B. Indicatori di Perdita di Valore: eventi scatenanti IFRS

# Impairment dell'avviamento

Eventi scatenanti che potrebbero essere correlati al COVID-19

Indicatori	Pertinente al COVID-19?
Situazione macroeconomica	Sì
Considerazioni su industria e settore	Forse
Fattore costi	Forse
Performance finanziaria generale	Forse
Altri eventi rilevanti specifici	Forse
Eventi che influenzano CGU	Forse
Una prolungata riduzione dello share price	Forse

---

## C. Prezzi di mercato nella situazione attuale

# Usare i prezzi azionari nell'Impairment Test dell'Avviamento

## I prezzi azionari sono rappresentativi del fair value nel periodo successivo al COVID-19?

- I prezzi azionari potrebbero non essere rappresentativi del fair value in un mercato inattivo o nel caso di transazioni forzate (ad esempio, una liquidazione forzata).
- **L'attuale situazione del mercato è instabile ma le transazioni osservate sono regolari transazioni di un mercato attivo:**
  - In un mercato attivo, le transazioni avvengono con frequenza e volume sufficiente a fornire informazioni sui prezzi su base continua.
  - Una transazione ordinaria risulta esposta sul mercato per un periodo prima della data di misurazione per le consuetudinarie attività di marketing che si fanno nel caso di transazioni per questo tipo di asset.
- I prezzi delle transazioni ordinarie non possono essere ignorati e la quotazione azionaria della società deve essere considerata nell'analisi, nonostante l'effetto negativo subito dai mercati.
  - Come conseguenza, sia il market approach (multipli e transazioni comparabili) che la riconciliazione della capitalizzazione di borsa con le conclusioni dell'analisi devono essere valutati *con le considerazioni appropriate rispetto ai recenti trend di prezzo (non necessariamente a una data specifica) e con appropriate sensitivities.*
- Il Fair value è il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività o che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione.
  - Nota: l'asset in questo caso è una CGU (definita come il più piccolo gruppo identificabile di beni che generano flussi finanziari in entrata indipendenti) ovvero rappresenta l'analisi ad un livello diverso dall'intera entità aziendale o dalla singola azione.

# Come valutare il Fair Value in periodi di Tensione del Mercato?

- 1 Fair value  $\neq$  fire sale price
- 2 Fair value:
  - Prende in considerazione le attuali condizioni del mercato.
  - Riflette la visione degli operatori del mercato
  - Incorpora le informazioni note o reperibili alla data di misura.
- 3 I principi contabili richiedono che il sia dato il giusto peso al prezzo attribuito allo stesso tipo di asset nella stima del fair value. Ovvero, prendere in considerazione i seguenti punti coerentemente con l'attuale situazione:
  - L'iniziale reazione dei mercati al COVID-19 **potrebbe portare** a dare un'esagerata importanza a scenari svantaggiosi rispetto a un'analisi più approfondita degli effetti della pandemia sulle società previsti sul lungo termine. Questo potrebbe essere un indicatore di informazione asimmetrica.
  - Un forte declino nella capitalizzazione dei mercati di un settore non deve essere ignorato in quanto può essere indicativo del valore di una società nel contesto dell'attuale crisi.

# Quali informazioni sono note o reperibili alla data del 31 marzo 2020?



## Informazioni note

- **I prezzi di mercato** sono diminuiti drasticamente
- **I prezzi per l'energia**, in particolare quello del petrolio, sono diminuiti drasticamente
- **Alcuni settori** hanno subito un impatto significativo a causa della pandemia
- Molte società stanno affrontando una **crisi di liquidità** che ha un impatto sulle risorse di cassa
- **Incertezza e rischio** sono aumentati, di conseguenza sono aumentati anche i tassi di rendimento richiesti dagli operatori del mercato
- Le banche centrali e i governi stanno implementando **incentivi monetari e fiscali**
- L'eventualità di una **regressione** è sempre più possibile



## Informazioni NON note

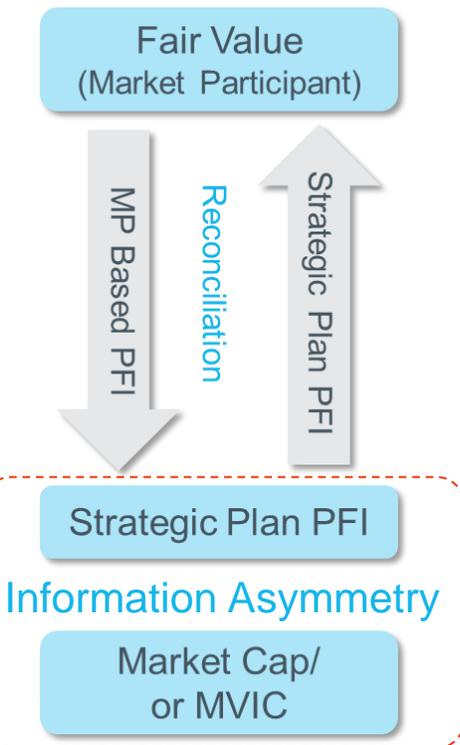
- Quando saranno disponibili **cure efficaci** per il COVID-19
- Quando sarà disponibile un **vaccino** per prevenire il diffondersi del COVID-19
- **Se il clima estivo farà diminuire i contagi** di COVID-19
- **Se e quando i contagi del COVID-19 torneranno a crescere** dopo un'iniziale diminuzione
- Se verranno mantenute le attuali **misure restrittive**
- **Per quanto tempo e di quanto** i mercati saranno in perdita o rialzo
- **L'impatto** definitivo delle **misure fiscali e monetarie** attuate da governi e banche centrali
- **Tempi, impatto e durata** di una **regressione economica**

---

## D. Asimmetria informativa

# Asimmetria informativa

- L'iniziale reazione dei mercati al COVID-19 **potrebbe portare** a dare un'esagerata importanza a scenari svantaggiosi rispetto a un'analisi più approfondita degli effetti della pandemia previsti sul lungo termine.



- Il management potrebbe avere accesso a dati e informazioni ignoti al di fuori della società e non inclusi nell'indicazione esterna di fair value (share price).
  - ✓ Questi dati dovrebbero essere accessibili tramite il normale e consueto processo di due diligence.

**L'asimmetria informativa** può essere meglio analizzata a livello di singola entità (market cap/MVIC) rispetto al valore derivante dal sistema di pianificazione interna (Strategic Plan Standalone, che comprende la somma di CGUs Strategic Plan values).

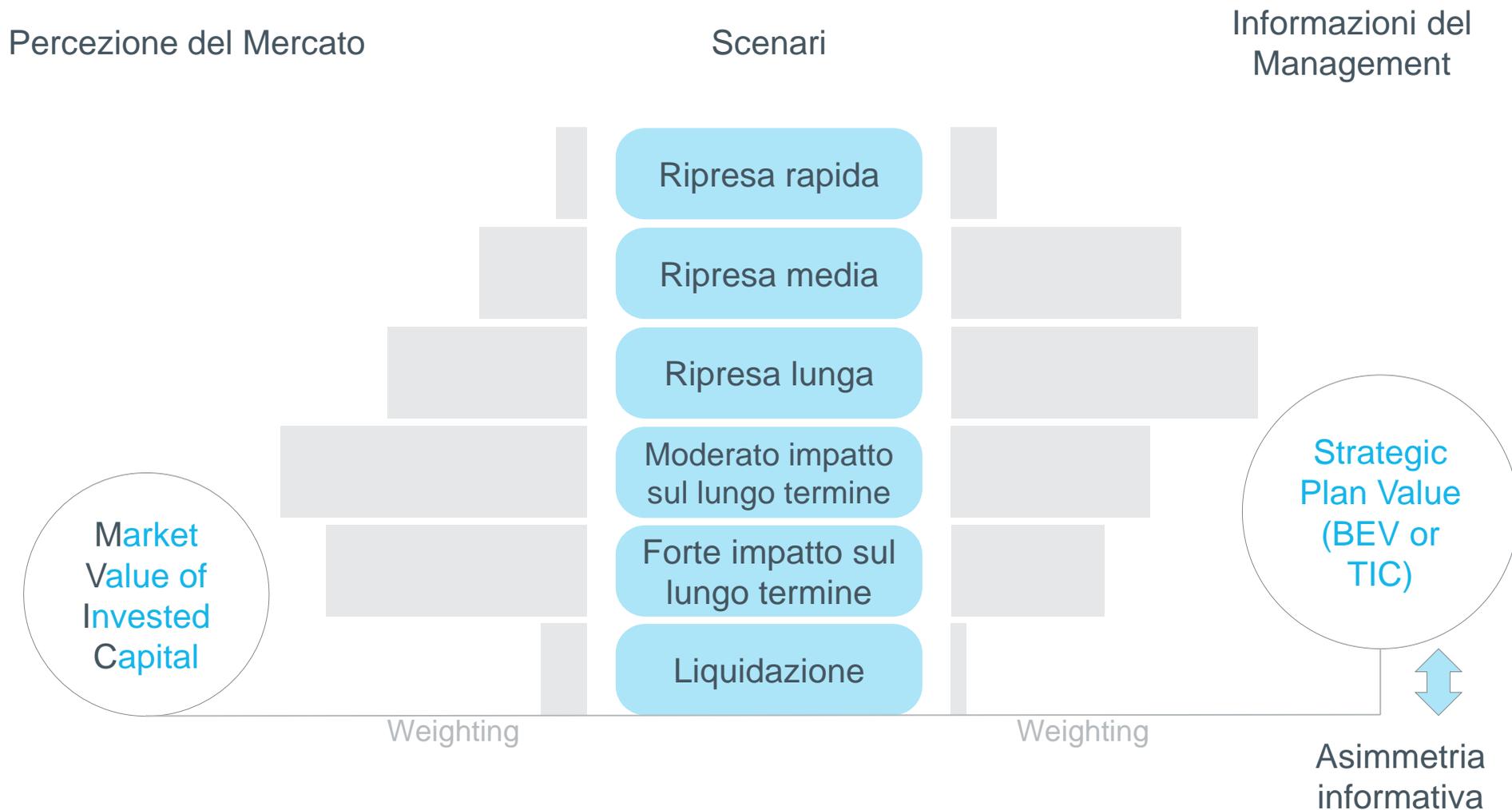
---

# Asimmetria informativa

- La società, o un azionista di controllo della stessa, può essere a conoscenza di informazioni che non sono disponibili per interessi non di controllo (ad es. azionisti pubblici) nella società in questione. Ciò provoca un'asimmetria informativa tra le parti.
- Gli operatori di mercato nel condurre il normale e consueto processo di due diligence in relazione all'acquisizione di una partecipazione potrebbero non avere modo di accedere a tali informazioni.
- Pertanto, tale asimmetria informativa viene risolta nel processo di misurazione del fair value ed è una componente del **control premium o Market Participant Acquisition Premium (MPAP)**
- Al contrario, le informazioni note a un singolo acquirente sono un presupposto specifico della società che dovrebbe essere escluso dalla valutazione del fair value e non può essere utilizzato per supportare un MPAP. L'acquirente non sarebbe disposto a pagare più del valore dei benefici economici disponibili per l'acquirente successivo più vantaggiosamente posizionato.

*Fonte: The Appraisal Foundation: Valuations in Financial Reporting Valuation Advisory 3: The Measurement and Application of Market Participant Acquisition Premiums, September 6, 2017*

# Supportare una dichiarazione di asimmetria informativa



---

## E. Considerazioni sui flussi di cassa attesi

---

# Impatto COVID-19 sui flussi di cassa attesi

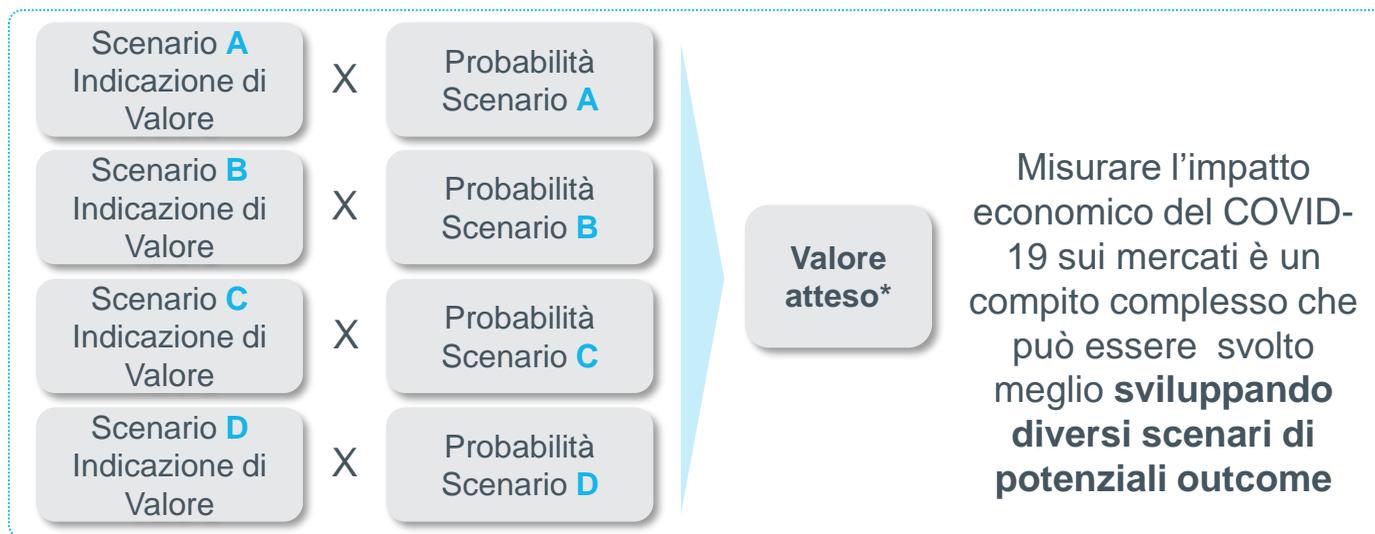
## Revisione dei piani economico-finanziari

- A fronte di questo nuovo scenario economico occorre quindi chiedersi **se i business plan già redatti dalle società siano ancora validi, o se le aziende si siano già attivate per rivederli**, in maniera più o meno marcata a seconda dei settori e dei paesi di attività. Probabilmente in questo momento le società non sono ancora in grado di rivedere in modo affidabile le loro stime, in quanto ad oggi è difficile stimare quantitativamente gli impatti del COVID-19, essendo la situazione ancora molto incerta e instabile.
- Si renderà dunque necessario una revisione dei piani sotto i seguenti aspetti:
  - **Ricavi** (impatto sulla domanda da parte dei clienti, tempistiche di incasso, salute finanziaria dei clienti)
  - **Supply chain** (tempistica e disponibilità delle merci, costo del venduto, salute finanziaria dei fornitori)
  - **Operations** (disponibilità dei lavoratori, livello di produttività, capacità di lavorare da remoto mantenendo i requisiti di cybersecurity)
- In ogni caso occorre tener presente che l'effetto sui piani interesserà non solo gli aspetti economici, ma **anche quelli patrimoniali**, in quanto oltre agli impatti economici ci potranno essere dei ritardi negli **investimenti** previsti e si potrà assistere ad un'ulteriore dilazione dei pagamenti, con conseguenti **effetti sul capitale circolante e sui cash flow**, con possibili effetti anche **sui covenant finanziari**.
- Sarà quindi necessario da parte dei valutatori una **revisione più attenta dei piani delle società**, capire volatilità e/o considerare diversi **scenari di piano**.

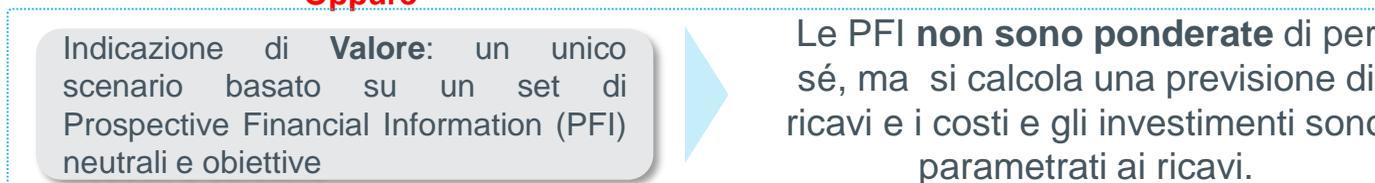
# Impatto COVID-19 sui flussi di cassa attesi

## Approccio a scenari di business plan

L'utilizzo di un approccio basato su **scenari multipli** che porta ad **Valore Atteso** rispetto l'approccio basato su un **singolo scenario**, potrebbe permettere una mitigazione della aleatorietà delle proiezioni.



**Oppure**



\*Potrebbe essere applicato alle PFI del Piano Strategico (anche per finalità VIU) oppure alle PFI del Market Participant (fair value).

---

# Impatto COVID-19 sui flussi di cassa attesi

## Cash Flows atteso – Caso Base

- Se la società non ha tenuto in considerazione l’impatto del COVID-19 sugli scenari di PFI, si consiglia di **partire da una previsione “Base” di cash flow**, basato sulle situazioni di **volatilità dei mercati prima della crisi**.
- Gli **scenari alternativi** saranno poi costruiti a partire da questo “Caso Base”.
- Gli scenari alternativi diventano **essenziali** nel caso in cui la società creda che il cash flow atteso dal **generico partecipante al mercato sovrappesi uno scenario di perdita**.
- Il **“Caso Base” serve come scenario di riferimento** al quale potrebbe essere dato peso limitato o nullo in considerazione alle mutate condizioni economiche. Il suo scopo è fornire uno schema di riferimento che permetta di valutare le variazioni nello sviluppo dei diversi scenari.

# Impatto COVID-19 sui flussi di cassa attesi

## Determinazione degli Scenari

- L'azienda dovrebbe valutare i **diversi scenari** e le **probabilità associate** considerando fattori quali:
  - *Domanda, determinazione dei prezzi e diversificazione*
  - *Diversificazione della filiera e relative interruzioni, incluso un aumento dei costi dovuti alla ricollocazione di attività o la necessità di sostituire un fornitore*
  - *Il settore e la posizione della società e la durata attesa dell'epidemia*
  - *Attività della concorrenza*
  - *Misure attuate dallo Stato e dalla Banca Centrale*
  - *Impatti sulla forza lavoro*
  - *Downgrade del rating e mancato raggiungimento dei covenant*
  - *Stime della durata della crisi predisposte dallo stato e delle altre autorità*
  - *Crescita a consuntivo e attesa del PIL e scenario macroeconomico*
  - *Fluttuazioni del tasso di interesse e dei tassi di cambio tra monete*
  - *Altri fattori*
- Le **proiezioni dei cash flow** dovrebbero tenere in considerazione l'impatto a breve, medio e lungo termine.

A Scenario  
Indicazione di  
Valore

B Scenario  
Indicazione di  
Valore

C Scenario  
Indicazione di  
Valore

D Scenario  
Indicazione di  
Valore

# Selezione del processo di Impairment Test dell'Avviamento

## Il processo di selezione dipende dalla PFI (Prospective Financial Information)

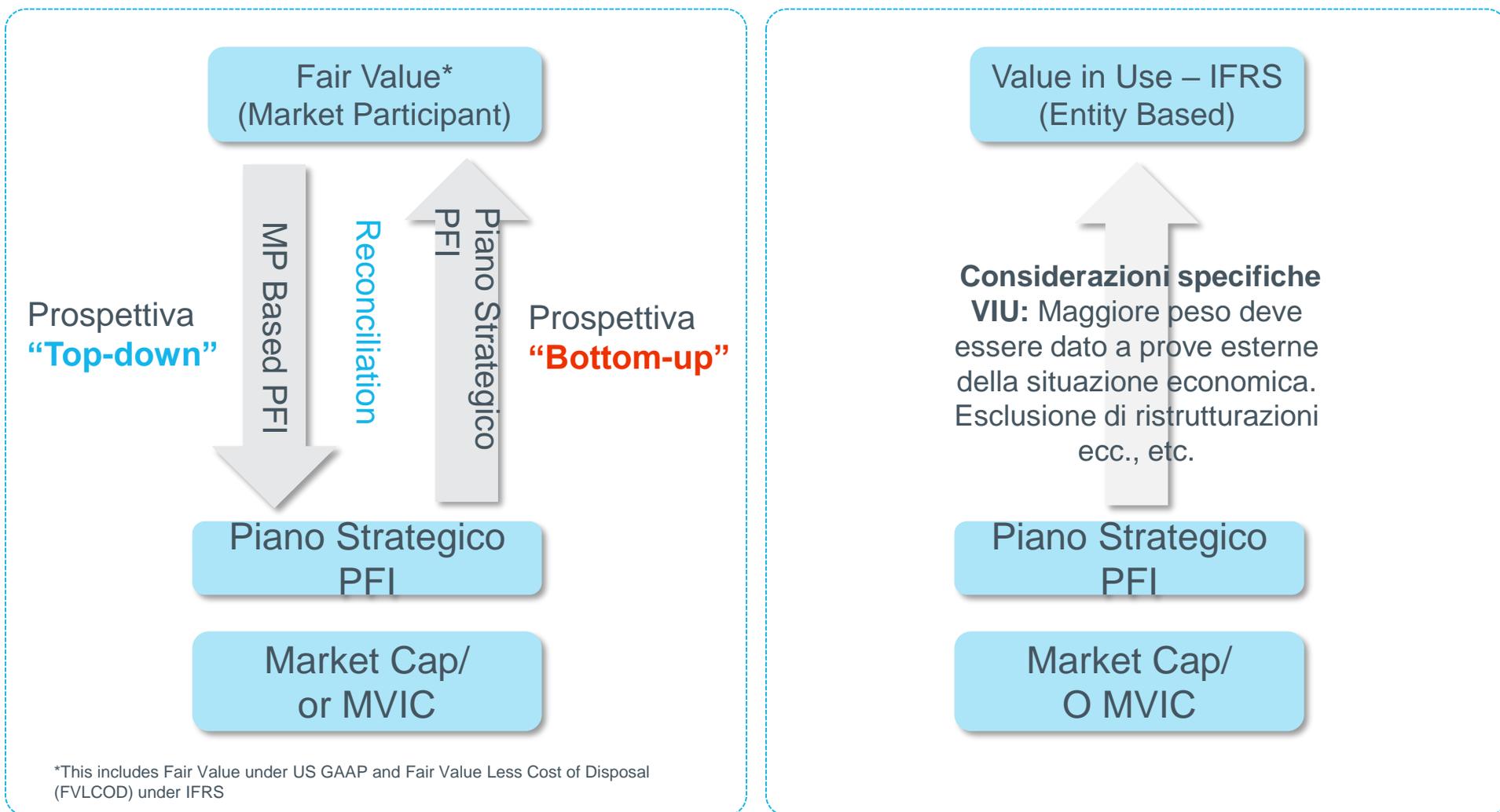
Se il piano strategico predisposto dalla società riflette:

- Strategic Plan (Standalone senza MP synergies) → prospettiva “bottom up”
- 
- Market Participant assumptions (MP) → prospettiva “top-down”

## Obiettivi Generali

1. Stimare il fair values del CGUs per l'Impairment Test dell'Avviamento
2. Spiegare se vi sono differenze tra la somma del fair values di CGUs e la market capitalization/MVIC
3. Riconciliare eventuali premi di controllo tra gli scenari 1. and 2.

# Selezione del processo di Impairment Test dell'Avviamento – IFRS



---

## F. Metodo del mercato e riconciliazione della capitalizzazione di mercato

---

# Considerazioni per l'applicazione del metodo del mercato

- Nell'attuale contesto, il metodo di mercato può essere applicato in modo più appropriato considerando i multipli forward piuttosto che trailing.
  - I multipli correnti (ad esempio MVIC/LTM EBITDA) e i parametri economici (ad esempio LTM EBITDA) potrebbero non essere appropriati nell'attuale situazione, in quanto potrebbero non essere rappresentativi delle performance attuali e future.
- L'MVIC dovrebbe essere determinato tenendo debitamente conto dei recenti trend dei prezzi (non necessariamente a partire da una data specifica) e con le appropriate analisi di sensitivity.
  - L'attuale crisi non riguarda solo le azioni, ma anche il debito. Il capitale investito totale (TIC) dovrebbe considerare anche le analisi di sensitivity, compreso un range che va dal valore contabile al valore del debito, poiché il debito ha accesso in via prioritaria al capitale ed è possibile che i debitori possano recuperare il valore nominale.
- I parametri economici a lungo termine dovrebbero essere determinati a partire dalle aspettative degli analisti che riflettono l'attuale contesto del mercato.
- I multipli di mercato sono applicati ai parametri degli utili previsionali, che sono coerenti con il PFI (prospective financial information) atteso per l'azienda.
- In teoria, il metodo comparativo (utilizzando società quotate come società comparabili) produce un valore negoziabile di minoranza (minority marketable value). Una considerazione ulteriore dovrebbe essere dedicata al premio di controllo / MPAP.
- Nella misura in cui sussistono transazioni di mercato comparabili, il metodo di transazione di mercato deve essere applicato con cautela. Dovrebbero essere compresi gli aspetti economici intrinseci nel prezzo dell'operazione e se essa riflette le attuali condizioni di mercato. In teoria, questo approccio genera un valore negoziabile di controllo.

---

## Premio di controllo/MPAP Considerazioni per l'applicazione del metodo del mercato

- Una stima del premio di controllo può essere calcolata applicando il metodo dei flussi di cassa attualizzati DCF e l'analisi MPAP eseguita in precedenza e può essere applicato all'indicazione di valore emersa dal metodo del mercato su una base negoziabile di minoranza.
- I premi di riferimento derivanti da studi o da transazioni chiuse possono ancora essere considerati, ma devono essere analizzati con attenzione e non ci si può basare esclusivamente su di essi.
- L'applicazione di un premio di controllo / MPAP, se del caso, sfocia in un'indicazione del valore **su base di controllo negoziabile**.
- Le indicazioni del metodo del mercato e di quello dei flussi di cassa attualizzati DCF devono essere ponderate per ottenere un valore equo della CGU (Cash-Generating Unit).

---

# Aspetti chiave

- I premi di controllo nell'attuale situazione dovuta al COVID-19 probabilmente aumenteranno a causa delle asimmetrie informative e richiederanno un supporto progressivo
- Il prezzo delle azioni e la volatilità del mercato influenzeranno l'applicazione del metodo del mercato e la riconciliazione della capitalizzazione di mercato
- Si raccomanda di analizzare le asimmetrie informative separatamente rispetto agli altri elementi MPAP:
  1. È più trasparente eseguire l'analisi delle asimmetrie informative a livello di piano strategico paragonandolo alla capitalizzazione di mercato / MVIC
  2. Usare un approccio basato su scenari fornisce un supporto più solido per affermare la presenza di informazioni asimmetriche
  3. L'analisi dei flussi di cassa attesi considera i risultati (indicazioni di valore), non i flussi di cassa
- La natura stessa del piano strategico (PFI) determinerà se per valutare il MPAP sia da utilizzare una prospettiva Bottom Up o Top Down

---

## G. Considerazioni sul Tasso di Sconto

# The Risk-free Rate (Rf) – Spot Rate or “Normalized” Rate?

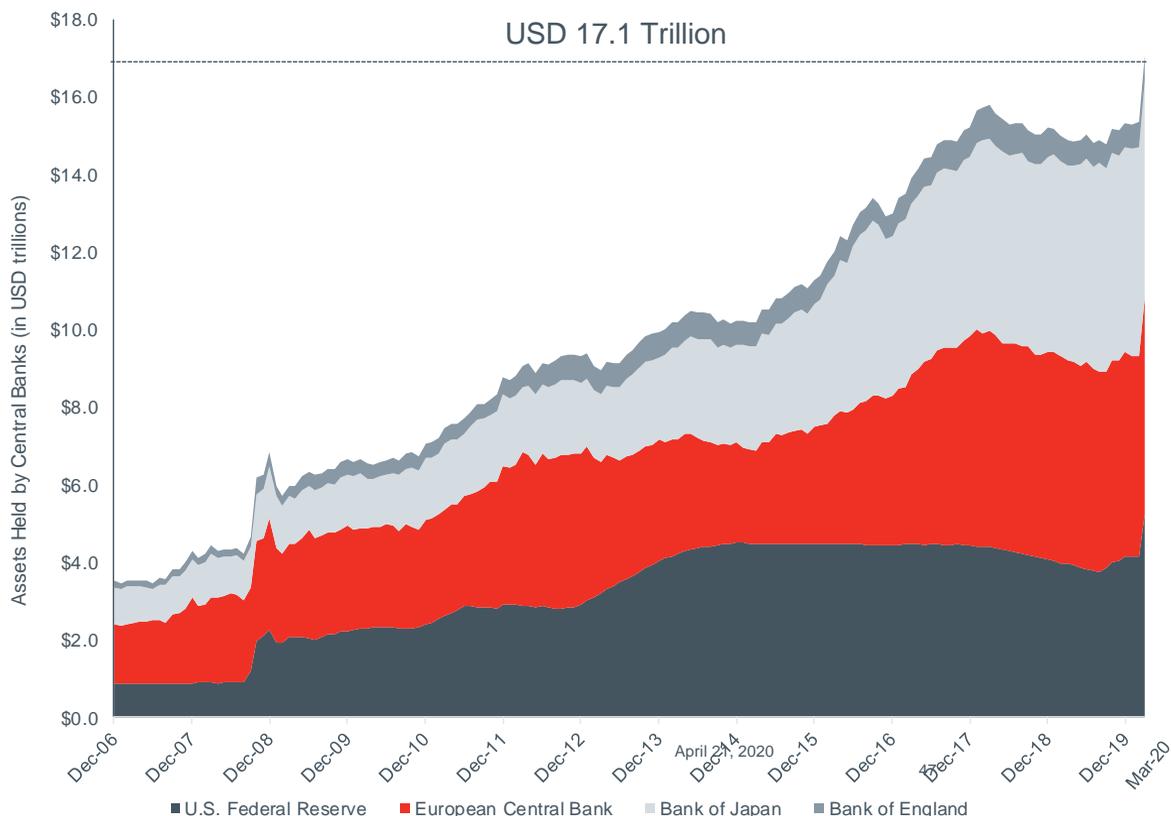
Durante periodi in cui il risk-free rate appare insolitamente basso a causa di *flight to quality* o importanti interventi di politica monetaria (es. QE o allentamento quantitativo)

=> Duff & Phelps consiglia di **normalizzare** il risk-free rate.

Incremento degli stock nei bilanci delle Banche Centrali dovuto al QE 2007 – 2020

I **metodi** di normalizzazione includono:

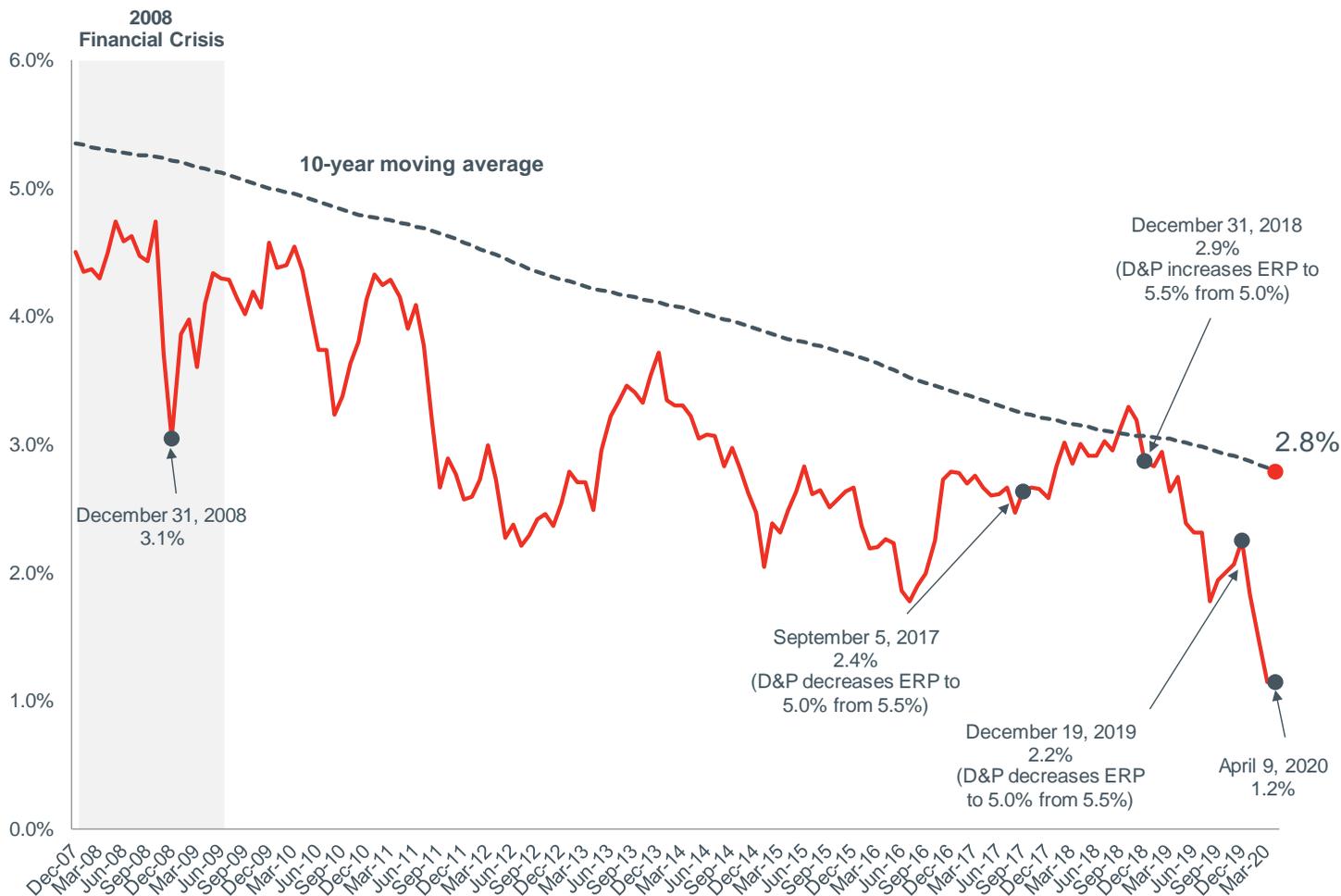
- Media semplice
- Differenti metodi di “build-up”



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Research and the Bank of England.

# Rendimento dei titoli del tesoro USA ventennali, con media mobile

31 Dicembre 2007 – 9 Aprile 2020



Fonte: 20-year U.S. government bond series. Board of Governors of the Federal Reserve System.

# Rendimento dei titoli del tesoro italiani (BTP) trentennali

## Maggio 2000 – Maggio 2020



Fonte: 30-year Italy government bond series. CapitalIQ.

# Normalizzazione dei tassi risk-free – Build-up

## Equazione di Fisher

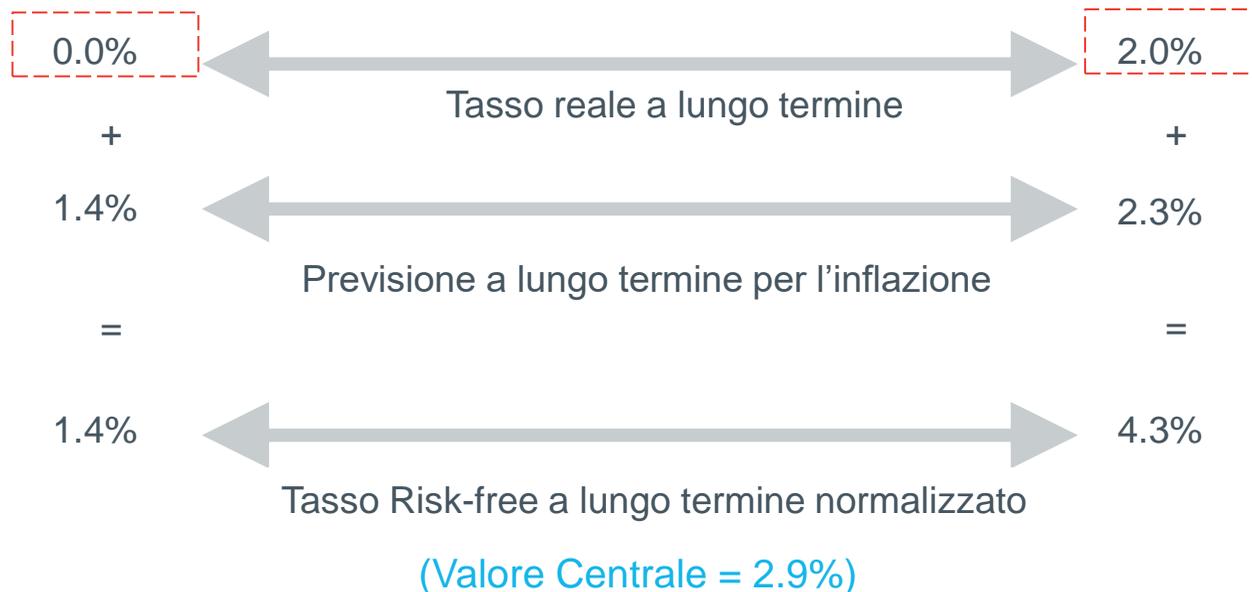
In linea teorica, un tasso risk-free può essere (liberamente) illustrato come il rendimento sui due seguenti elementi\*:



\* Tecnicamente, dovrebbe essere aggiunto anche un Premio per Rischio di Inflazione, che però può essere positivo o negativo, secondo alcune stime accademiche vicino allo 0%

# Normalizzazione dei tassi risk-free - Build-up

Esempio U.S.A alla data del 23 marzo 2020

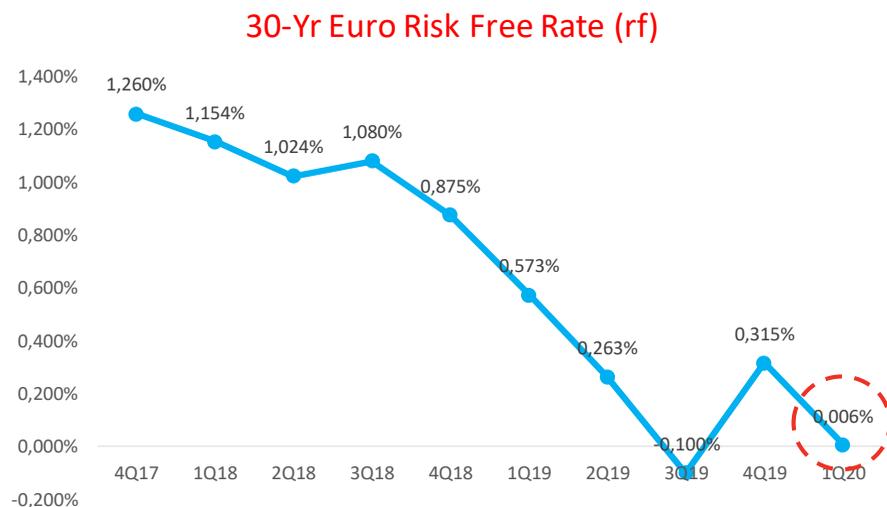


=> *Media mobile a 10 anni sui rendimenti del Tesoro USA a 20 anni = 2,8%*

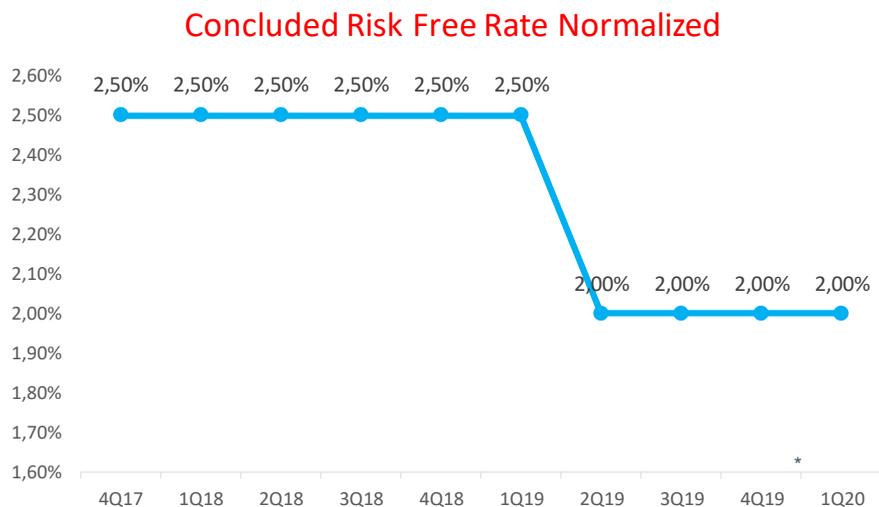
**Tasso finale Rf normalizzato = 3.0%**

# Analisi dell'andamento storico di alcune variabili chiave (cont.)

## Risk Free Rate



Fonte: Duff & Phelps International Cost of Equity Study



Fonte: Duff & Phelps International Cost of Equity Study

- A partire da fine 2017 il risk free rate trentennale tedesco spot ha subito una **graduale diminuzione** dall'1,260% fino ad un valore negativo a fine settembre 2019, per poi risalire brevemente a fine 2019 e ridiscendere allo 0,006% di marzo 2020, in previsione di ulteriori misure espansive della BCE e come effetto del cosiddetto flight-to-quality da parte degli investitori.

- A partire dalla crisi dei debiti sovrani, Duff & Phelps ha suggerito l'utilizzo di **un risk free rate normalizzato** nel calcolo del costo del capitale, e questa convinzione si rafforza in periodi di volatilità come quello corrente in cui risulta necessario compensare gli effetti risultanti da rapide fluttuazioni del mercato. Nel grafico a fianco è riportato il tasso risk free tedesco normalizzato calcolato da Duff & Phelps.

---

# Equity Risk Premium (ERP)

Duff & Phelps suggerisce di utilizzare un approccio per determinare la **stima dell'ERP** con un **processo in due step**:

**Step 1:** qual è un range ragionevole per l'ERP assoluto che ci dobbiamo aspettare durante un **intero ciclo economico**?

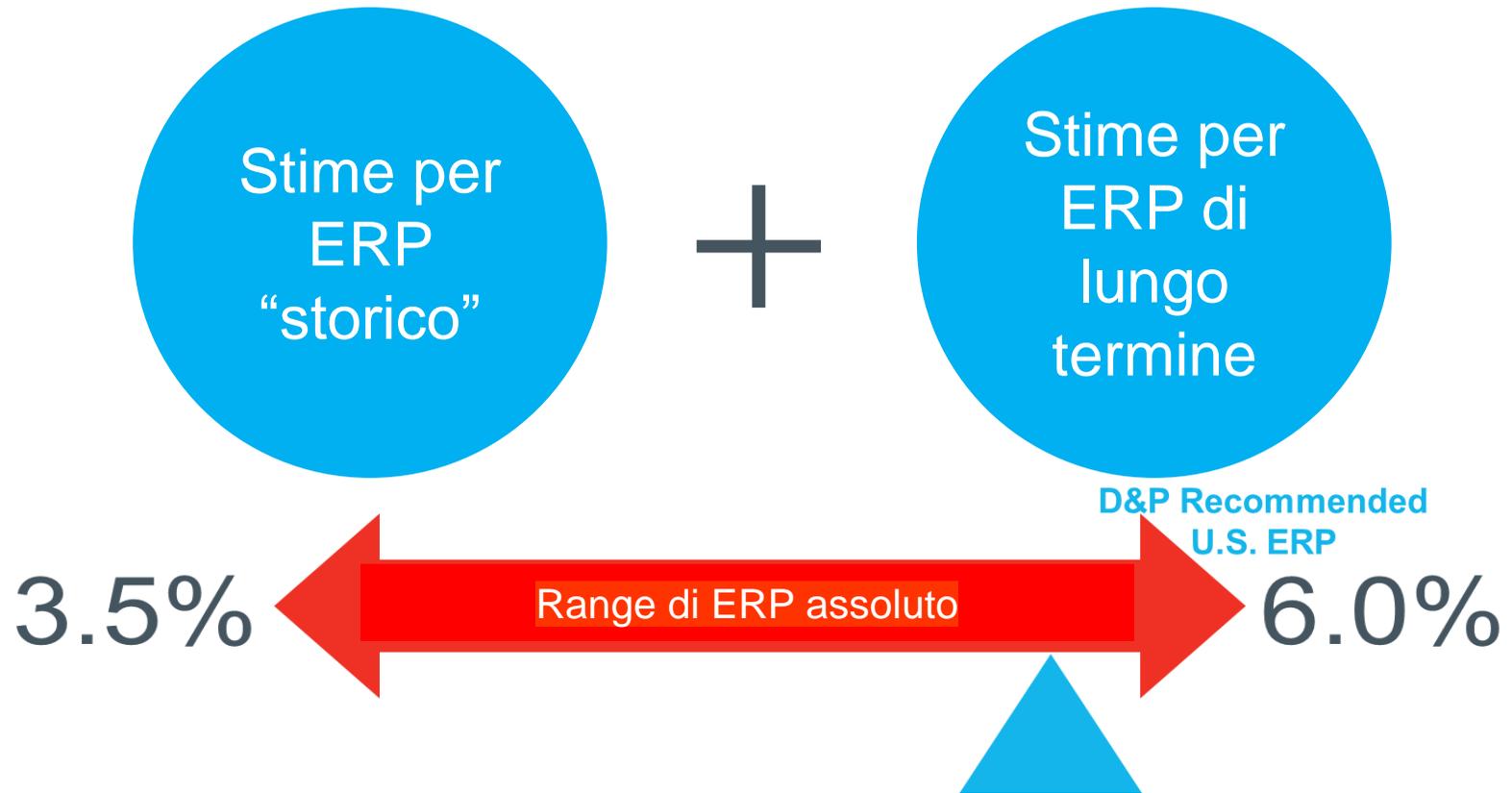
*“Qual è il range?”*

**Step 2:** questa ricerca ha dimostrato che **l'ERP è ciclico** durante un intero ciclo economico. Usiamo la dicitura **ERP «condizionale»** per indicare l'ERP che riflette le attuali condizioni di mercato

*“A che punto del range siamo noi?”*

# Equity Risk Premium (ERP)

Nella costruzione del WACC per il periodo successivo al 25 marzo 2020, Duff & Phelps suggerisce di usare ERP nella parte superiore del range sotto esposto.

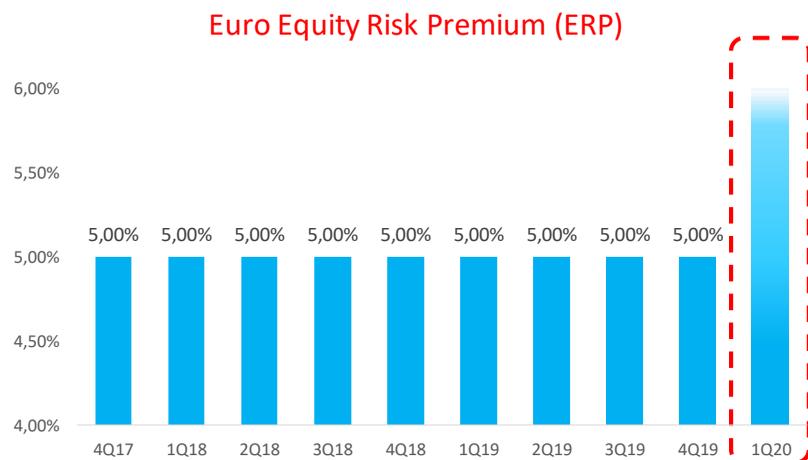


# Tabella riassuntiva dei Fattori al 25 marzo 2020

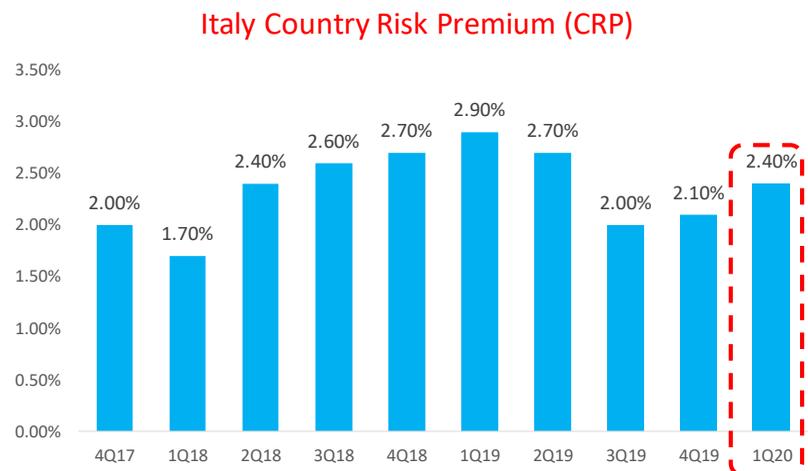
Fattori	Change	Effect on ERP
Mercati azionari USA	↓	↑
Volatilità implicita	↑	↑
Spread sul debito societario	↑	↑
Incertezza azionaria e di economia politica (EPU)	↑	↑
Crescita del PIL e previsioni	↓	↑
Disoccupazione	↓	↑
Fiducia dei consumatori	↓	↑
Fiducia delle imprese	↓	↑
Rating del credito sovrano	↔	↔
Default Spread Model	↑	↑
Modello di ERP implicito Damodaran	↑	↑

# Analisi dell'andamento storico di alcune variabili chiave Italia

## Equity Risk premium a Country Risk Premium



Fonte: Duff & Phelps International Cost of Equity Study



Fonte: Duff & Phelps International Cost of Equity Study

- A partire da fine 2017 l'ERP dell'eurozona stimato da Duff & Phelps è stato stabile al 5,0%. A seguito del COVID-19 Duff & Phelps ha suggerito di alzare tale parametro al 5,5%-6,0% per riflettere il maggior rischio per gli azionisti.

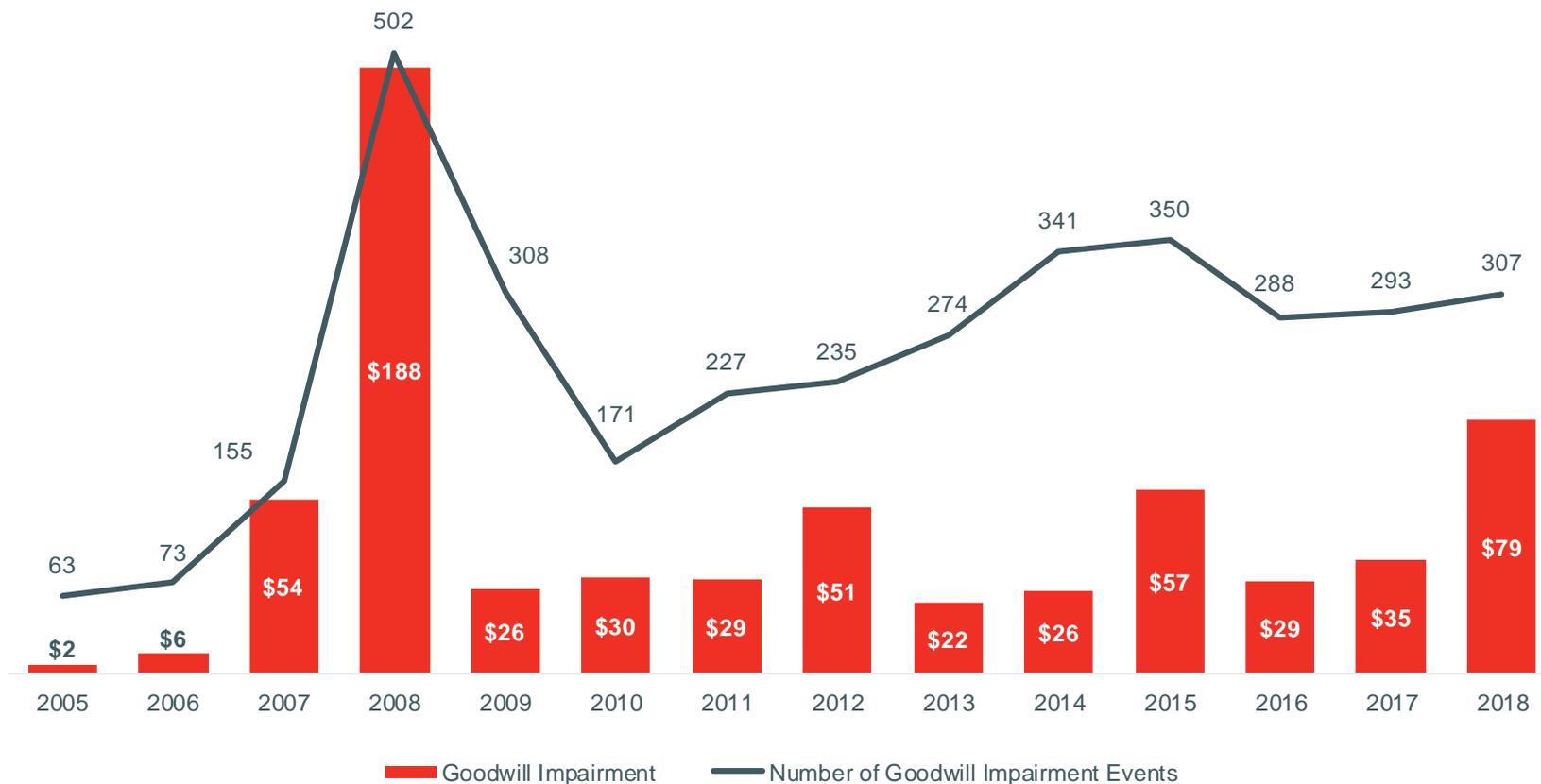
- Tra fine 2017 e fine 2019 il CRP italiano è risultato compreso tra valori minimi dell'1,7% e valori massimi del 2,9% (a marzo 2019 a seguito delle elezioni amministrative), riflettendo la diversa rischiosità percepita dagli operatori nell'investire nel Paese. A seguito del COVID-19 Duff & Phelps ha stimato la misura di tale parametro alla fine del primo trimestre 2020 in aumento al 2,4%.

---

## H. Studi di Duff & Phelps sull'Impairment Test dell'Avviamento

# Aggregato storico del numero di Impairment Test dell'Avviamento ed eventi legati all'Impairment U.S.

(Dollari U.S. in Miliardi)

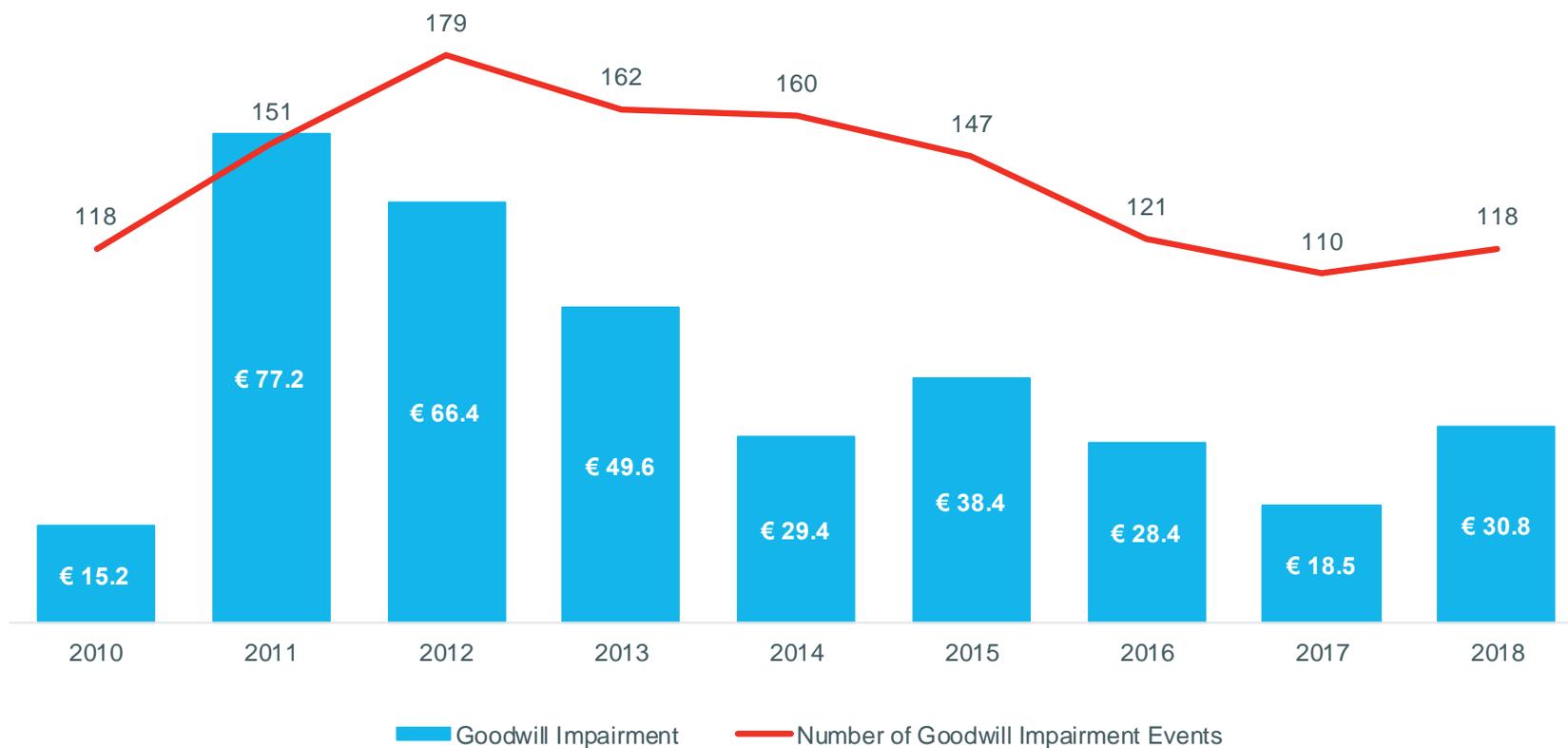


Per consultare gli studi di Duff & Phelps sull'Impairment Test dell'Avviamento in U.S., Europa, e Canada, visita il sito:  
[www.duffandphelps.com/GWISudies](http://www.duffandphelps.com/GWISudies)

# Aggregato storico del numero di Impairment Test dell'Avviamento ed eventi legati all'Impairment

Società europee STOXX Europe 600 (un sottoinsieme delle società quotate europee)

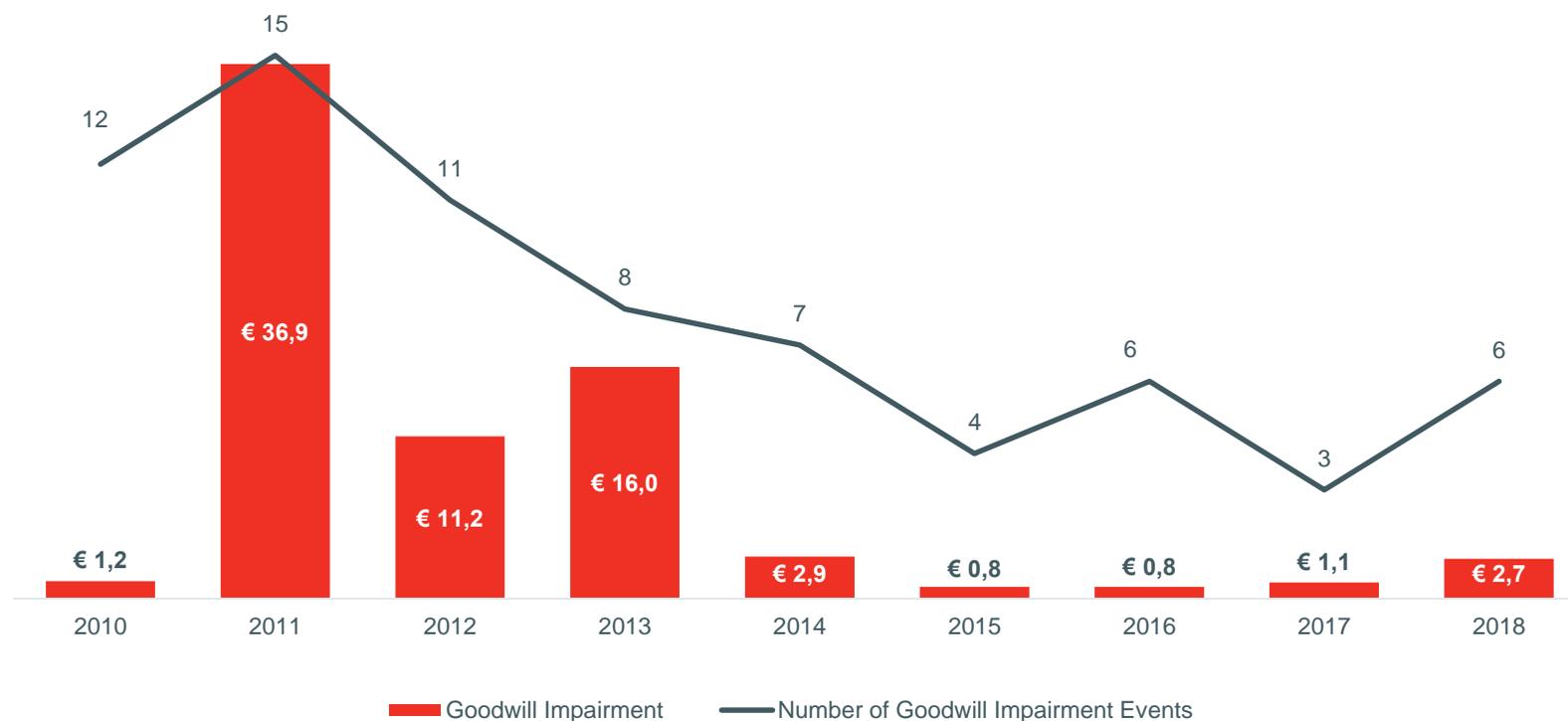
(Euro in Miliardi)



Per consultare gli studi di Duff & Phelps sull'Impairment Test dell'Avviamento in U.S., Europa, e Canada, visita il sito:  
[www.duffandphelps.com/GWISudies](http://www.duffandphelps.com/GWISudies)

# Aggregato storico del numero di Impairment Test dell'Avviamento ed eventi legati all'Impairment Società italiane STOXX Europe 600

(Euro in Miliardi)



Per consultare gli studi di Duff & Phelps sull'Impairment Test dell'Avviamento in U.S., Europa, e Canada, visita il sito:  
[www.duffandphelps.com/GWISudies](http://www.duffandphelps.com/GWISudies)

---

## 5. Domande



---

# Domande dei partecipanti

## Risorse:

- AICPA Accounting and Valuation Guide: *Testing Goodwill for Impairment*
- The Appraisal Foundation: *Valuations in Financial Reporting Valuation Advisory 3: The Measurement and Application of Market Participant Acquisition Premiums*
- IVSC Perspectives Papers three-part article series on goodwill and goodwill impairment
- Studi sull'Impairment Test dell'Avviamento:  
<https://www.duffandphelps.com/insights/publications/goodwill-impairment>

Enrico Rovere: +39 02 46712360; [enrico.rovere@duffandphelps.com](mailto:enrico.rovere@duffandphelps.com)

Michela Morelli: +44 7920147983; [michela.morelli@duffandphelps.com](mailto:michela.morelli@duffandphelps.com)

---

## 6. Relatori



---

# Enrico Rovere

Managing Director, Valuation Advisory Services



Duff & Phelps Holding S.r.l.  
Milan  
+39 02 46712360  
Enrico.Rovere@duffandphelps.com

Enrico Rovere è Managing Director nella sede di Milano e parte della business unit Valuation Advisory Services di Duff & Phelps. Ha oltre 25 anni di esperienza nel settore della finanza aziendale e valutazione a livello nazionale e internazionale.

Prima di entrare in Duff & Phelps, Enrico Rovere è stato socio e vicepresidente di Pirola Corporate Finance SpA e Pirola Pennuto Zei & Associati, a capo della pratica valutativa, responsabile della pianificazione strategica presso Fiat SpA a Torino e senior manager presso PricewaterhouseCoopers LLP - Financial Advisory Services a New York.

Enrico Rovere ha una vasta esperienza in valutazioni di aziende e beni immateriali per acquisizioni, disinvestimenti, riorganizzazioni, portfolio valuation, fairness opinion, rendicontazione finanziaria e fiscale. Ha servito clienti aziendali e fondi di private equity che rappresentano una vasta gamma di settori, tra cui manifattura, ICT, distribuzione, prodotti di consumo, assistenza sanitaria e servizi pubblici.

Enrico Rovere è membro del Comitato M & A dell'Associazione Italiana di Private Equity e Venture Capital (AIFI), del Comitato Corporate Finance dell'Associazione Nazionale Italiana dei Dirigenti Finanziari (ANDAF) e del Gruppo di Lavoro M&A dell'American Chamber of Commerce in Italy. È assistente alla cattedra e membro del comitato scientifico del master in analisi e pianificazione finanziaria presso l'Università di Cassino e del Lazio Meridionale e docente in diverse conferenze e seminari.

Enrico Rovere ha conseguito un diploma universitario in Economia Aziendale, con specializzazione in finanza aziendale, presso la School of Business dell'Università di Torino, una laurea in Economia e Commercio presso l'Università di Modena e Reggio Emilia e un M.B.A., con specializzazione in finanza, presso l'Università del Connecticut. È dottore commercialista e revisore legale.

---

# Michela Morelli

Director, Valuation Advisory Services



Duff & Phelps Ltd  
London/Milano  
+44 (0) 20 7089 4823  
michela.morelli@duffandphelps.com

Michela Morelli è Director presso la sede di Londra di Duff & Phelps e fa parte della business unit Valuation Advisory Services.

Michela ha iniziato la sua carriera presso E&Y Corporate Finance in Italia (1999) spostandosi poi in Francia prima di entrare a fare parte di Duff & Phelps a Londra (2008).

Michela si occupa di valutazioni da circa venti anni. In questo periodo ha maturato esperienza in svariati aspetti della valutazione aziendale, spaziando dalla realizzazione di Business Plan, all'analisi di strumenti finanziari e di singoli beni materiali ed immateriali.

Michela ha svolto incarichi in diverse giurisdizioni europee, inclusa quella italiana, al fine di assistere i clienti in incarichi di pianificazione strategica, analisi finanziarie e supporto nelle operazioni di finanza straordinaria.

Michela ha lavorato su progetti condotti secondo i principi internazionali (IFRS) e US GAAP, maturando una profonda esperienza nella valutazione dei beni immateriali tra cui la Relazione Clientela, Marchi, Brevetti, Software e Portafoglio ordini.

Michela ha lavorato su diversi progetti nel settore energia, utilities e infrastrutture, per client tra i quali Enel, Enagas, Cepsa, Essar, società petrolchimiche turche e spagnole e una raffineria libica, in particolare per il support a PPA.

Michela ha conseguito la laurea presso l'Università L. Bocconi di Milano (Economia delle Istituzioni e dei Mercati Finanziari).

Lingue: Italiano, inglese e francese.

---

# Roberto Mannozi

Presidente ANDAF, Head of Administration, Tax and Control, Gruppo FS



Roberto Mannozi è Head of Administration, Tax and Control del Gruppo FS Italiane dove ricopre anche la responsabilità di Dirigente Preposto alla redazione dei documenti contabili societari. È Presidente di ANDAF e docente aziendale del “Master CFO” organizzato da ANDAF e dall’Università di Pisa, oltre a partecipare come relatore a convegni e conferenze in materia contabile, finanziaria, di diritto societario e di gestione di impresa.

Laureato in Economia e Commercio è anche Revisore legale dei conti ed ha iniziato la sua carriera nel mondo della revisione e consulenza, diventando audit partner di KPMG, per poi entrare dal 1998 in Ferrovie dello Stato Italiane, ricoprendo negli anni ruoli di crescente responsabilità e rilievo, fino all’attuale. Ha inoltre diversi incarichi sia di amministratore che di sindaco revisore in varie società ed organismi, sia interni che esterni al Gruppo FS.

ANDAF / Gruppo FS Italiane

Roma

r.mannozi@fsitaliane.it

---

# Alberto Tron

Presidente Comitato Tecnico Andaf Financial Reporting Standard e Docente Incaricato di Finanza Aziendale presso l'Università Bocconi



Professore Incaricato di Finanza Aziendale presso l'Università Bocconi di Milano e Presidente del Comitato Tecnico ANDAF Financial Reporting Standard. E' dottore commercialista e revisore legale.

E' componente del gruppo di lavoro sui "Principi contabili nazionali" e "Strumenti finanziari" dell'Organismo Italiano di Contabilità (Istituto Nazionale per i Principi Contabili) e di vari gruppi di lavoro dell'Organismo Italiano Valutazioni.

E' pubblicista autore di monografie e di pubblicazioni su riviste nazionali ed internazionali su tematiche economico-aziendali e di finanza d'azienda.

ANDAF / Università Bocconi

Milano

[a.tron@studiomotturatron.it](mailto:a.tron@studiomotturatron.it)

---

## 7. Appendice



# Stime di consenso sugli utili di S&P 500: prima e dopo il coronavirus

## Analisi del 9 aprile 2020

Data della previsione	31 Dicembre 2019	9 Aprile 2020	Differenza
<b>Indice S&amp;P 500</b>	<b>9.2%</b>	<b>-8.5%</b>	<b>-17.7%</b>
Energia	21.2	-88.5	-109.7
Finanza	37.0	-21.0	-58.0
Industria	14.9	-20.0	-34.9
Beni di consumo discrezionale	11.9	-16.6	-28.5
Materiali	13.0	-9.4	-22.4
Telecomunicazioni	11.5	1.5	-10.0
Immobiliare	6.6	1.4	-5.2
Beni di prima necessità	5.7	2.5	-3.2
Servizi	5.7	3.0	-2.7
Sanità	8.7	3.6	-5.1
Information Technology	9.0	5.2	-3.8

Fonte: FactSet

# Stime di consenso sugli utili di STOXX Europe 600 – Post-Coronavirus

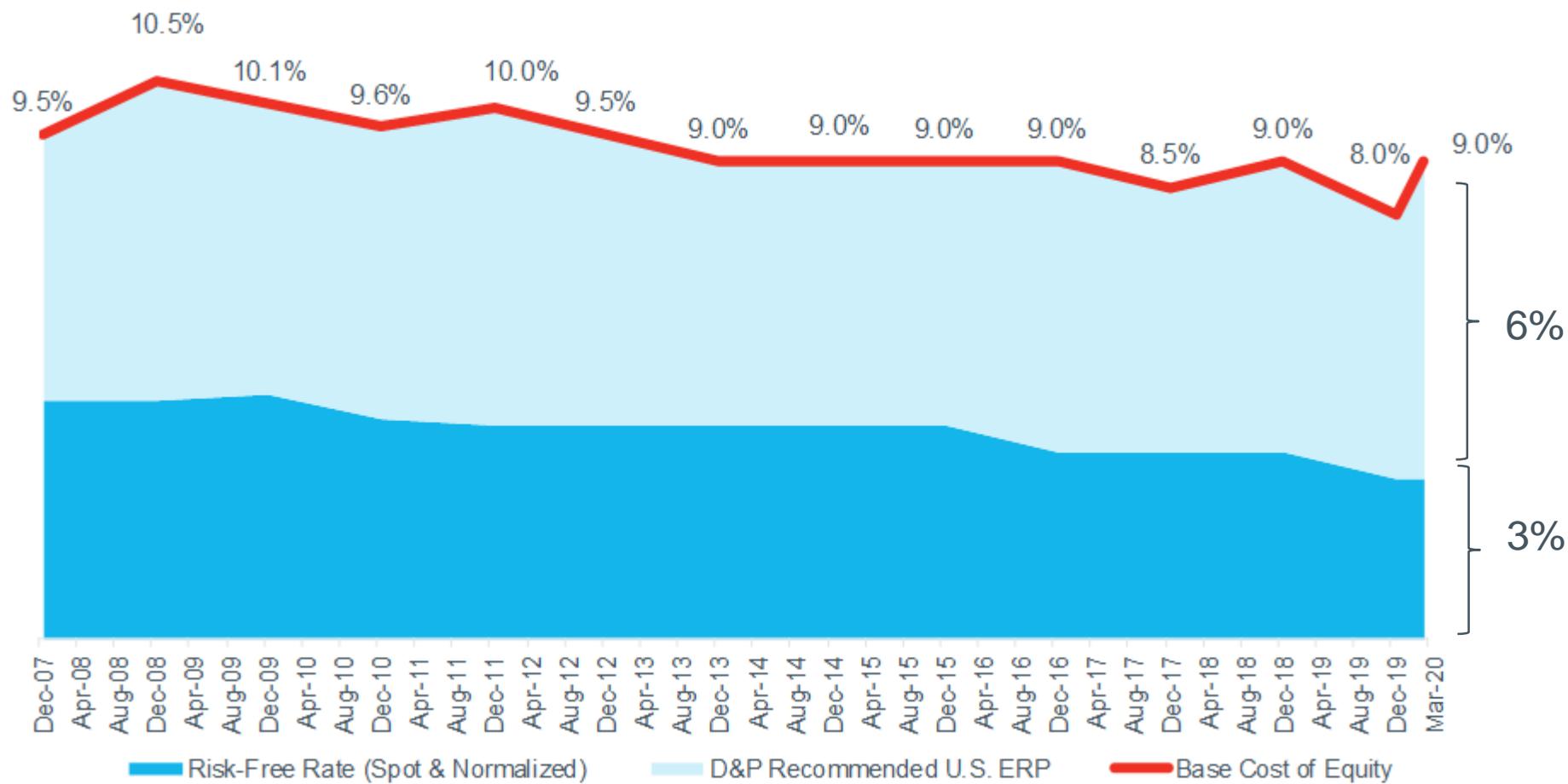
## Analisi del 14 Aprile 2020

Data della previsione	9 Aprile 2020
<b>STOXX Europe 600</b>	<b>-13.2%</b>
Energia	-49.7
Beni di consumo discrezionale (Ciclico)	-21.9
Industria	-20.4
Finanza	-14.7
Materiali	-11.4
Information Technology	-3.8
Beni di prima necessità (Non-Ciclici)	-2.6
Sanità	3.0
Telecomunicazioni	4.2
Servizi	10.1

Fonte: Refinitiv I/B/E/S

# Duff & Phelps U.S. suggerisce di usare Equity Risk Premium (ERP) e i corrispettivi tassi Risk-free

Gennaio 2008 – Presente



# ERP differito: utilizzo degli ERP suggeriti da D&P U.S. rispetto ad un tasso spot privo di rischio

Al 25 marzo 2020

ERP suggerito da Duff & Phelps U.S.		Tasso normalizzato risk-free		Rendimento spot del Tesoro ventennale		U.S. ERP differito
6.0%	+	3.0%	-	1.23%	=	<b>7.77%</b>