

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PARMA

Dottorato di ricerca in

Determinazione e comunicazione del valore nelle aziende

TESI DI DOTTORATO

Ciclo XXII

**Avviamento e performance economico finanziaria
nelle operazioni di M&A.
Aspetti contabili ed evidenze empiriche**

Coordinatore

Chiar.mo Prof. STEFANO AZZALI

Tutor

Chiar.mo Prof. MAURO ZAVANI

**Dottorando
PAOLO CASELLI**

ANNO 2010

“I modi in cui l’avviamento può essere configurato sono tanti quanti sono i fini conoscitivi ai quali l’avviamento può servire. Le configurazioni di avviamento devono essere poste in diretta relazione con i fini per i quali esse vengono determinate e dai quali traggono la loro giustificazione o ragion d’essere. Da queste considerazioni consegue che ogni indagine intorno alle varie configurazioni di avviamento deve essere preceduta dall’esame delle finalità alle quali dette configurazioni debbono servire. In altri termini il valore e il significato delle varie configurazioni di avviamento è relativo al fine dell’indagine. E’, quindi, solo una particolare finalità conoscitiva ciò che rende in una data occasione una configurazione migliore delle altre e permette perciò di operarne correttamente la scelta: senza tale finalità tutte le configurazioni dovrebbero essere poste sullo stesso piano, e anzi, dovrebbero essere respinte in quanto basate su astrazioni logicamente ingiustificate.” (Ardemani, 1958)

Al Prof. Mauro, un ringraziamento, con stima e riconoscenza, per la professionalità e la dedizione che mi ha dimostrato lungo questo percorso di ricerca.

Alla mia famiglia per avermi sempre incoraggiato e sostenuto, con affetto, in qualsiasi mia scelta di vita.

Sommario

Introduzione	XI
--------------------	----

CAPITOLO PRIMO

Il sistema azienda e l'avviamento

1.1. Il sistema azienda.....	1
1.1.1. <i>Evoluzione storica</i>	1
1.1.2. <i>Il contesto ambientale del sistema azienda</i>	8
1.1.3. <i>L'azienda quale sistema di funzioni</i>	12
1.2. Crescita esterna ed avviamento nei diversi approcci contabili	14
1.2.1. <i>Le diverse forme di crescita esterna</i>	14
1.2.2. <i>Stakeholder vs. Shareholder approach nel trattamento contabile dell'avviamento</i>	17
1.3. L'avviamento nei paesi di code-law	25
1.3.1. <i>Definizione teorica del concetto di avviamento nella dottrina italiana</i>	25
1.3.2. <i>L'avviamento come elemento del patrimonio suscettibile di stima autonoma</i>	30
1.3.3. <i>L'avviamento come porzione del valore economico del capitale aziendale</i>	32
1.3.4. <i>Le metodologie di determinazione dell'avviamento</i>	35
1.4. L'avviamento nei paesi di common-law	38

CAPITOLO SECONDO

Le operazioni di merger and acquisition: profili teorici e strategici

2.1. Prospettive teoriche delle operazioni di M&A.....	43
2.1.1. <i>Sistema azienda ed operazioni di M&A</i>	43
2.1.2. <i>Tipologie di acquisizioni</i>	46
2.2. Le relazioni tra valore strategico e le sinergie potenziali.....	48
2.2.1. <i>Valore economico e valore strategico</i>	48
2.2.2. <i>Le determinanti del valore strategico</i>	50
2.3. Il processo di acquisizione	55

2.3.1. <i>Introduzione</i>	55
2.3.2. <i>La definizione di una strategia di acquisizione</i>	55
2.3.3. <i>La scelta dell'impresa target e sua valutazione</i>	67
2.3.4. <i>La determinazione dell'acquisition price e copertura del fabbisogno finanziario</i>	75
2.4. <i>La valutazione delle acquisizioni</i>	77
2.4.1. <i>Il valore economico</i>	77
2.4.2. <i>Metodologie finanziarie di valutazione</i>	80
2.4.3. <i>Il valore differenziale nella valutazione delle acquisizioni</i>	91

CAPITOLO TERZO

Business Combination nei principi contabili IAS/IFRS e US.GAAP

3.1. <i>M&A: armonizzazione e convergenza negli IAS/IFRS e US.GAAP</i>	97
3.1.1. <i>Premessa</i>	97
3.1.2. <i>Gli stadi di convergenza e armonizzazione</i>	99
3.2. <i>IFRS 3R: iscrizione iniziale del goodwill nelle business combination</i>	107
3.2.1. <i>Ambito di applicazione</i>	107
3.2.2. <i>Gli elementi costitutivi del goodwill</i>	110
3.2.3. <i>Acquisition Method</i>	112
3.3. <i>IAS 36: iscrizione successiva del goodwill nelle business combination</i>	125
3.3.1. <i>Ambito di applicazione</i>	125
3.3.2. <i>Allocazione dell'avviamento alle cash generating unit</i>	126
3.3.3. <i>Perdite di valore e periodicità dell'impairment test</i>	132
3.4. <i>SFAS 141R: iscrizione iniziale del goodwill nelle business combination</i>	134
3.4.1. <i>Evoluzione storica</i>	134
3.4.2. <i>Gli elementi costitutivi del goodwill</i>	136
3.4.3. <i>Acquisition method</i>	139
3.5. <i>SFAS 142: iscrizione successiva del goodwill nelle business combination</i>	147
3.5.1. <i>Identificazione delle reporting unit</i>	147
3.5.2. <i>Allocazione dell'avviamento alle reporting unit</i>	151
3.5.3. <i>Impairment test dell'avviamento</i>	152
3.6. <i>IFRS 3R, IAS 36, SFAS 141R e SFAS 142: differenze</i>	155

CAPITOLO QUARTO

Evidenze empiriche sulla performance economico finanziaria nelle operazioni di M&A

4.1. Letteratura di riferimento	161
4.2. Disegno di ricerca	162
4.3. Selezione del campione e definizione delle variabili	164
4.4. Analisi esplorativa del dato empirico.....	168
4.5. Ipotesi di ricerca.....	173
4.6. Analisi dei risultati empirici.....	174
4.7. Conclusioni sull'analisi empirica.....	190
Considerazioni Conclusive	193
Bibliografia	197

Introduzione

Nel contesto competitivo in cui le imprese operano si instaurano delle relazioni con altre imprese (clienti, fornitori, concorrenti, ecc.) che impongono alle medesime di monitorare costantemente l'ambiente economico e non economico di riferimento al fine di perseguire gli obiettivi aziendali e di controllare le cosiddette risorse critiche non disponibili. Alcuni studi sulla dipendenza dalle risorse hanno, infatti, dimostrato come ciascuna organizzazione debba "mutarsi" in relazione al proprio ambiente al fine di ottenere efficienza nella acquisizione delle risorse (Scott, 1987).

Le organizzazioni dovrebbero cercare di controllare il flusso di risorse critiche necessarie per essere autonome rispetto ad altre realtà aziendali. In altri termini, le organizzazioni dovrebbero essere in grado di iniziare un processo di internalizzazione, mediante le operazioni di M&A, al fine di avere accesso alle risorse critiche, di aumentare il potere contrattuale nel proprio ambiente e di neutralizzare eventuali mosse dei *competitor* (Thorelli, 1986; Pfeffer and Salancik, 1978).

L'interesse a livello internazionale rivolto alle operazioni di M&A, aventi le caratteristiche di *business combination*, viene ampiamente riscontrato nelle modifiche apportate sia dall'*International Accounting Standards Board* (IASB) sia dal *Financial Accounting Standards Board* (FASB) ai fini di procedere verso un comune percorso di armonizzazione e convergenza nei principi contabili.

In particolare, nel corso degli ultimi anni l'attività dello IASB è stata prevalentemente rivolta a riorganizzare e riconfigurare il quadro di riferimento con l'obiettivo da un lato di incentivare i processi di allocazione dei capitali attraverso una migliore attendibilità delle informazioni economico-finanziarie fornite dalle imprese e dall'altro di garantire una più ampia armonizzazione e convergenza con i principi statunitensi US.GAAP. Tale processo di cambiamento ha interessato particolarmente la disciplina delle *business combination* e conseguentemente la determinazione e la contabilizzazione a bilancio del *goodwill*.

Il presente lavoro di ricerca focalizza l'attenzione sulle operazioni di *merger and acquisition*, quale strumento strategico avente l'obiettivo da un lato di consentire un maggior controllo sulle *critical resource* e, dall'altro, di creare valore facendo forza sulle differenti sinergie potenziali che dovrebbero crearsi a seguito dell'integrazione delle attività tra le imprese coinvolte (sinergie operative, sinergie finanziarie, economie nei costi di transazione, ecc.).

La trattazione è stata elaborata seguendo due prospettive di indagine differenti, ma strettamente correlate. La prima prospettiva, di natura finanziaria, mira ad esaminare le tipologie delle operazioni di acquisizione, le relazioni tra valore strategico e valore economico ed il complesso delle diverse fasi che formano il processo di acquisizione: la strategia di acquisizione, la valutazione e la scelta dell'impresa *target* - in termini di possibili premi di controllo e sinergie potenziali - e la determinazione dell'*acquisition price*. La seconda prospettiva, di natura contabile, impone, invece, una attenta valutazione delle implicazioni contabili legate alla valorizzazione e successiva contabilizzazione della posta patrimoniale del *goodwill* con riferimento sia alla disciplina internazionale

IAS/IFRS (IFRS 3R, IAS 36) sia alla disciplina statunitense US.GAAP (SFAS 141R, SFAS 142).

Difatti, nel corso dei ultimi decenni, e a seconda degli *standard setter* di riferimento, le imprese hanno adottato differenti metodologie di contabilizzazione dell'avviamento: il *purchase method* oppure il *pooling of interest method*. Nel primo caso si ipotizza che le acquisizioni siano effettuate a fronte del pagamento di un determinato prezzo di acquisizione; pertanto, nel bilancio dell'acquirente le attività, compreso l'eventuale avviamento, e le passività esprimono il prezzo pagato per tale acquisizione, a prescindere dai valori contabili che le imprese avevano prima dell'aggregazione. Nel secondo caso, invece, con il *pooling of interest method*, si pone attenzione alla continuità dei valori e pertanto si mira a garantire una contabilizzazione che abbia l'effetto di recepire i valori contabili preesistenti delle attività e delle passività come se le due entità fossero sempre state aggregate.

Le modifiche introdotte dallo IASB e dal FASB, nell'ottica di convergenza delle discipline contabili, hanno imposto l'adozione di un unico metodo di contabilizzazione per tutte le *business combination*, rappresentato dall'*acquisition method*. In particolare, con l'introduzione dell'IFRS 3R, in vigore dal 1° luglio 2009 (per i bilanci con chiusura coincidente con l'anno solare la prima applicazione riguarderà le *business combination* realizzate a partire dal 1° gennaio 2010) e dello Statement FAS 141R, in vigore dal 15 dicembre 2008, si è focalizzata l'attenzione sul *business* acquisito facendo coincidere il costo dell'aggregazione al *fair value* della contropartita corrisposta dall'acquirente. In presenza di interessi di minoranza si ha, altresì, una modifica importante dovuta all'introduzione del cosiddetto *full goodwill*: l'avviamento è dato dalla differenza tra il *fair value* complessivo dell'impresa acquisita (compreso pertanto la valorizzazione a valori correnti della quota parte di patrimonio attribuibile agli azionisti di minoranza) ed il *fair value* delle attività nette totali dell'impresa *target*.

A fronte del quadro teorico di riferimento sopra delineato, il lavoro empirico è stato sviluppato partendo da un campione formato da n. 2.480 acquisizioni, effettuate da n. 143 società acquirenti, quotate sul *New York Stock Exchange*, nel triennio 2006-2008.

Numerosi studi empirici aventi ad oggetto la profittabilità e le *performance* economico finanziarie delle operazioni di M&A (Dodd and Ruback, 1977; Martynova and Renneborg, 2006; John, 2008) hanno messo in relazione variabili contabili e finanziarie delle società acquirenti e delle società acquisite. In sintesi, partendo da tali studi, sono state elaborate le seguenti ipotesi di ricerca:

a) in un'ottica non predittiva, la variabile dipendente y , rappresentata dal differenziale post-pre delle imprese *target* dipende linearmente da una serie di variabili indipendenti x rappresentate da: *Target stock price 3 month before to rumours*, *Target market value 1 month before to rumours*, *Target stock price at the date of completion*, *Target stock price 1 week after the completion* ed il differenziale delle quotazioni post-pre della società acquirente.

b) in un'ottica predittiva, la variabile dipendente y , rappresentata dal differenziale post-pre delle imprese *target*, dipende linearmente da una serie di variabili x indipendenti

pre-announcement, rappresentate da: *Target market value 1 month before to rumours*, *Target stock price 3 month before to rumours* e *Target stock price at the date of completion*.

Ai fini dello svolgimento del presente lavoro empirico è stato utilizzato il TEST.Z., il modello statistico di classificazione e di regressione ad albero (CART) e l'analisi di regressione multivariata.

Dall'analisi del modello statistico CART (Breiman, Friedman, et al., 1984) si può affermare che esistono relazioni tra variabili *pre e post announcement* delle società *target* e delle società acquirenti; in particolare, le variabili di bilancio e di natura finanziaria indipendenti x considerate nel modello spiegano in termini di massimizzazione della riduzione di varianza la variabile indipendente.

Dall'analisi di regressione multivariata, invece, si evince che esistono relazioni lineari tra la variabile dipendente e le variabili indipendenti x . In particolare, si può affermare che nella regressione multipla lineare si sono accettate sui dati tutte le ipotesi di ricerca elaborate.

Con le premesse sopracitate, il lavoro di ricerca si suddivide in quattro capitoli qui di seguito brevemente sintetizzati.

Il *capitolo primo* esamina il sistema azienda e l'avviamento, quale posta contabile risultante dalle operazioni di aggregazione effettuate tra le imprese coinvolte. Si delineano, pertanto, i differenti contributi della dottrina economico aziendale, talvolta controversi e divergenti, sul concetto di avviamento e sulle modalità di contabilizzazione a bilancio. Si pone attenzione alle diverse forme di crescita esterna e si delineano due principali approcci di base nel trattamento contabile dell'avviamento: lo *stakeholder approach* (Freeman R.E, 1984) legato a *code-law* nei paesi appartenenti all'Europa Continentale e lo *shareholder approach* (Friedman M., 1962) legato normalmente al *common-law* cioè a normativa non scritta, basata su decisioni giurisprudenziali, nei paesi di origine anglosassone.

Il *secondo capitolo* affronta l'analisi delle operazioni di M&A, quali strumenti strategici in grado di consentire alle imprese coinvolte la possibilità di creare valore e di realizzare determinate sinergie potenziali derivanti dalla aggregazione (sinergie operative e finanziarie). Si delinea il concetto di valore economico nelle diverse prospettive del compratore e del venditore e si pone particolare attenzione al valore strategico d'impresa ed alle diverse fasi con cui le imprese acquirenti definiscono un lungo e complesso processo di acquisizione. Tale percorso, in particolare, comporta la determinazione di un *acquisition price* e la valorizzazione in termini strategici del valore attribuito all'oggetto della aggregazione.

Il *terzo capitolo* illustra il trattamento contabile delle operazioni di M&A, configurabili quali *business combination*, secondo quanto previsto dai principi contabili internazionali IAS/IFRS (IFRS 3R e IAS 36) ed i principi contabili statunitensi US.GAPP (SFAS 141R, SFAS 142). In particolare dopo avere delineato l'evoluzione della disciplina nell'ottica di un continuo processo di armonizzazione e convergenza si pone l'attenzione sulle metodologie di determinazione iniziale dell'avviamento (IFRS 3 E

SFAS 141R) ed il trattamento contabile negli anni successivi per la verifica di possibili perdite di valore (IAS 36, SFAS 142). Nella disciplina statunitense ed in quella internazionale permangono differenze nella trattazione dell'avviamento e nella verifica successiva, anche se un passo importante è stato compiuto con le modifiche recepite nel principio IFRS 3R e Statement FAS 141R, che prevedono una sola modalità di contabilizzazione del goodwill rappresentata dall'*acquisition method*.

Il *quarto capitolo*, infine, ha l'obiettivo di verificare, in un'ottica predittiva e non, mediante adeguati strumenti statistici, la presenza di relazione lineari multivariate tra le quotazioni di mercato *post-pre* delle società *target* con una selezione di variabili finanziarie e di bilancio sia delle imprese acquisite sia delle imprese acquirenti. Preliminarmente alla determinazione delle evidenze empiriche, viene illustrata la letteratura di riferimento in merito a studi di profittabilità e di analisi delle *performance* economico finanziarie delle operazioni di M&A e vengono espone le modalità con cui si è costruito il campione di riferimento, suddiviso in tre principali raggruppamenti (*majority, minority e share buyback*).

CAPITOLO PRIMO

Il sistema azienda e l'avviamento

Sommario

1.1. Il sistema azienda 1.1.1. Evoluzione storica 1.1.2. Il contesto ambientale del sistema azienda 1.1.3. L'azienda quale sistema di funzioni. **1.2.** Crescita esterna ed avviamento nei diversi approcci contabili 1.2.1. Le diverse forme di crescita esterna 1.2.2. Stakeholder vs. Shareholder approach nel trattamento contabile dell'avviamento. **1.3.** L'avviamento nei paesi di code-law 1.3.1. Definizione teorica del concetto di avviamento nella dottrina italiana 1.3.2. L'avviamento come elemento del patrimonio suscettibile di stima autonoma 1.3.3. L'avviamento come porzione del valore economico del capitale aziendale 1.3.4. Le metodologie di determinazione dell'avviamento **1.4.** L'avviamento nei paesi di common law.

1.1. Il sistema azienda

1.1.1. Evoluzione storica

Il concetto di azienda, esaminato sia come entità autonoma, sia indagato in forma più dinamica all'interno di un sistema azienda, ha originato nel corso dei decenni, divergenti concezioni dottrinali e controversi punti di indagine.

Difatti, il concetto di sistema interessa, a partire dalla metà del XX secolo, studiosi e scienze fino a giungere ad una vera e propria teoria dei sistemi (*General System Theory*¹). Tale teoria trova origine negli studi di sociologia, nei quali si pone particolare attenzione alle società umane denominate "organizzazioni"; di tale classe facevano parte anche le imprese, che l'Economia Aziendale non ritiene appropriato in quanto trattasi di istituti economico – sociali di produzione. Per organizzazione si deve intendere un sistema in grado di indurre i partecipanti a fornire contributi (competenze, energia, tempo, ecc.) e per contro dovrebbe assicurare loro dei vantaggi; è, pertanto, concepito come una raccolta di persone e di gruppi di interessi differenziati ma temporaneamente uniti. Le organizzazioni rispetto ad altri tipi di società o collettività presentano due caratteristiche: a) sono collettività orientate al raggiungimento di determinate finalità specifiche; sono dotate di fini nel senso che le attività e le interazioni dei partecipanti sono coordinate dal centro ed orientate a tali fini; i fini sono espliciti e forniscono chiari criteri per la scelta tra diverse alternative di scelta; b) le organizzazioni sono collettività con un alto grado di formalizzazione; le regole di comportamento sono deliberatamente formate e sono rese esplicite a tutti i partecipanti; la cooperazione tra i partecipanti è consapevole e deliberata.

Negli studi sociologici le organizzazioni sono riconducibili a diverse classificazioni di sistema a seconda dei particolari obiettivi che perseguono (Scott R.W., 1985: 37). La più tradizionale è quella che configura l'organizzazione come *sistema*

¹ Il primo studio organico sul nuovo approccio scientifico viene presentato al 47° Simposio Annuale dell'Associazione Filosofica Americana, tenutosi a Toronto il 29 Dicembre 1950. Articolato in cinque *paper* reca le firme di Ludwig Von Bertalanffy, Robert E. Boss e Hans Jonas. E' pubblicato assieme ad una memoria aggiuntiva dello stesso Von Bertalanffy nel numero di dicembre 1951 della rivista "*Human Biology*" dal titolo: "*General System Theory: a new approach to unity of science*".

razionale, ossia come struttura deliberatamente costruita per il perseguimento di specifiche finalità. In tale classificazione sia la specificità dei fini sia il diverso grado di formalizzazione delle collettività umane possono essere più o meno elevate. Una seconda definizione concepisce l'organizzazione come *sistema naturale*, nel quale sono previsti determinati fini ma i partecipanti non si ispirano direttamente ad essi. Si perviene, pertanto, ad un concetto di organizzazione più legato ad una struttura comportamentale che ad una struttura normativa di riferimento.

L'obiettivo principale degli studiosi è stato quello di unificare le differenti discipline verso un piano comune di indagine al fine di eliminare e contenere le possibili frammentazioni esistenti. Un fondamentale contributo è fornito da Kenneth Ewert Boulding² (Boulding, 1971) che definisce un sistema come “*una entità concettuale o concreta costituita da un insieme di elementi correlati, orientati al raggiungimento di un determinato fine*”. Ogni sistema è inserito nell'ambito di un cosiddetto *sovra-sistema*, che ne rappresenta l'ambiente di riferimento. Il sistema, così definito, si caratterizza per una propensione più o meno forte ad avere rapporti con l'esterno. Si creano così, secondo tale logica, diverse configurazioni di sistemi:

a) *sistemi aperti*: se la condizione della sua esistenza è legata alla presenza di scambi sistematici con l'esterno. Caratteristica dei sistemi aperti è la differenziazione interna ed esterna dei ruoli; in termini prettamente economici intendiamo la specializzazione economica rispetto alle altre aziende ed al loro interno. I confini di ciascuna azienda esistono ma sono flessibili, variabili e non univoci: le aziende sono aperte agli scambi, alla movimentazione di persone e si intersecano ai confini delle altre aziende;

b) *sistemi chiusi*: se la condizione della sua esistenza è l'assenza di scambi sistemici con il mondo esterno;

c) *sistemi isolati*: se è inserito in un ambiente ma non presenta alcuna interazione con esso.

Il Boulding precisa che la teoria generale dei sistemi è lo scheletro della scienza, nel senso che serve a costruire una struttura idonea a trasformare il campo conoscitivo di ciascuna disciplina in un ordinato e coerente corpo di conoscenze (Boulding, 1956: 208). Tale concetto, inizialmente astratto e applicabile a diverse discipline, viene recepito e fatto proprio nell'ambito dell'Economia Aziendale. Si consideri la seguente classificazione di sistemi (oggetti di conoscenza indagabili secondo modelli sistemici) ordinata per crescenti livelli di complessità:

A. *Sistemi fisici*:

A.1. Schemi: strutture statiche (ad es: i cristalli).

A.2. Meccanismi: sistemi dinamici semplici con moto preordinato (ad es: gli orologi meccanici).

A.3. Sistemi fisici cibernetici: meccanismi autoregolantisi secondo obiettivi e criteri prescritti dall'esterno.

² Il concetto di sistema e le sue proprietà è stato inizialmente esaminato da Kenneth Ewert Boulding, economista statunitense, assieme al matematico William J. Rapaport. Entrambi facevano parte della Società per lo studio dei sistemi generali fondata, nella metà del XX secolo, dal biologo Ludwig Von Bertalanffy.

B. Sistemi biologici:

B.1. Sistemi biologici aperti: sistemi in grado di auto mantenersi con l'uso di risorse esterne (es: le cellule).

B.2. Sistemi biologici a crescita programmata: sistemi che si riproducono per "semi" che contengono il programma di sviluppo (es: le piante).

B.3. Sistemi biologici ad immagine esterna: sistemi che conoscono l'ambiente del quale fanno parte e ad esso reagiscono (es: gli animali).

C. Sistemi umani:

C.1. Le singole persone hanno coscienza di sé; utilizzano un linguaggio.

C.2. Le società umane: sistemi composti da più persone orientate in una dinamica struttura sociale e con una cultura comune.

Le aziende, essendo ordine economico degli istituti (società umane), sono rappresentabili come sistemi della massima complessità (C.2.). In tale ottica le aziende sono osservabili sia come sistemi sociali cibernetici sia come sistemi sociali aperti.

Nel primo caso, il sistema si autoregola rispetto a determinati parametri ed obiettivi, imposti dall'esterno. L'adattamento può comportare scostamenti sia rispetto agli obiettivi predefiniti (*feed-back*) sia rispetto a nuove situazioni previste (*feed-forward*); l'assetto organizzativo è formato in modo tale che le varie unità svolgono attività di previsione, di formulazione e di valutazione delle diverse alternative di comportamento con riferimento alla flessibilità ed alla innovazione.

Nel caso, invece, dei sistemi sociali aperti, gli obiettivi ed i parametri sono determinati dalle persone che compongono l'istituto, se pur in relazione alle circostanze dell'ambiente. L'adattamento dell'azienda all'ambiente è condizione essenziale per la vita duratura, poiché deve realizzare un equilibrio tra le risorse assorbite dall'ambiente e le risorse cedute all'ambiente medesimo. Secondo il Boulding è proprio nel campo delle scienze economiche, in particolare in quello del *management*, che la teoria generale dei sistemi può apportare i contributi più importanti ed innovativi³. Sebbene la dottrina aziendale relativa alla teoria dei sistemi sia elaborata nel corso del XX secolo, studi sulla struttura e funzionamento del sistema non sono argomenti nuovi nel campo delle discipline aziendali.

La necessità di giungere ad un comunione sistematica delle diverse conoscenze facenti capo alla Ragioneria ed alla Tecnica economia, è stata individuata il secolo scorso da alcuni aziendalisti; primo fra tutti Francesco Cerboni. Lo Studioso toscano sostiene la necessità di raccogliere i diversi fenomeni del mondo aziendale nel cosiddetto pensiero logismologico, cioè l'accensione dei conti alle persone, conti accesi al proprietario, al consegnatario - qualora i beni fossero gestiti da persone diverse dal proprietario - oppure ai corrispondenti (clienti, genitori, personale). La logismografia pone alla base del proprio

³ Con riferimento al Management Science, il Boulding afferma che "this new discipline represents an important breakway form overly simple mechanical models in the theory of organization and control. Its emphasis on communication systems and organizational structure, on principles of homeostasis and growth, on decision processes under uncertainty, is carrying us far beyond the simple models of maximizing behavior of even ten years ago. This advance in the level of theoretical analysis is bound to lead to more powerful and fruitful systems". Per approfondimenti si veda Boulding, General System Theory, The Skeleton of science, *Management Science*, 1956.

sistema la teoria personalistica del conto sulla quale hanno svolto la propria attività di ricerca diversi studiosi. Niccolò D'Anastasio e Vincenzo Crippa hanno avuto le prime intuizioni riguardo alla possibilità di interpretare in senso personalistico i conti ma i loro contributi, inadatti alla costruzione di una teoria organica, sono rimasti fundamentalmente isolati. E' all'interno della cosiddetta "Scuola Toscana" che la teoria personalistica prende forma ed organicità. Gli esponenti principali di questo filone di studio sono sicuramente Francesco Marchi e Giuseppe Cerboni. Il primo *iniziatore*, il secondo *costruttore della teoria personalistica del conto*.

In una prima elaborazione di questa teoria, strettamente legata alla persona, si pone l'attenzione soprattutto sull'aspetto individualistico piuttosto che sul concetto d'azienda, intesa come attività produttiva distinta dalla complessiva attività svolta: in questo modo, però, si esaminano soltanto i rapporti tra ciascun soggetto ed il mondo esterno e non si avverte alcun bisogno di misurare i risultati aziendali o introdurre strumenti informativi per il controllo complessivo dell'attività.

Con l'evoluzione del concetto di azienda, vista come entità sovraordinata che promana dai singoli soggetti, viene sempre più sentita l'esigenza di misurare i dati e di elaborare il maggior numero di informazioni quantitative; ciò porta a spostarsi da una struttura di conti legati alle persone a una struttura, maggiormente articolata, legata a conti accesi alle cose, ai capitali ed ai risultati. In questo modo, si ottiene un interesse sempre più crescente verso gli obiettivi ed i risultati dell'azienda piuttosto che dei singoli, sia in una visione ragionieristica, sia in una più ampia visione di studi economico-aziendali.

La visione sistemica del Cerboni⁴ prevede la necessità di gestire le diverse funzioni aziendali, mediante ordinamento, le quali consentono la spiegazione logica di tale pensiero. Il pensiero logismologico rappresenta, pertanto, quel "...*movente interiore di un settore delle azioni umane del quale tutti i fatti aziendali ne sono la manifestazione in termini reali*". Esso comprende, pertanto, tutti i fatti economici amministrativi e computistici che possono schematizzarsi nel cosiddetto "sistema di funzioni"⁵. Secondo il Cerboni l'analisi approfondita delle varie funzioni in una azienda consente lo studio degli organi e dei diversi responsabili aziendali (*contabilità*); da ciò discende la possibilità di valutare i diversi risultati aziendali, mediante schemi e tabelle di sintesi (*computisteria*) fino a giungere al "*pensiero umano che rappresenta il ciclo delle funzioni mentali e ne contempla gli effetti*" (logismografia). Ragioneria esaminata, pertanto, come scienza che attraverso il pensiero logismologico consente lo studio delle leggi che governano le aziende, in una visione unitaria del pensiero economico, amministrativo e computistico.

⁴ La visione sistemica del Cerboni viene ampiamente riconosciuta anche dal Giannessi, il quale si esprime nel seguente modo: "Il Cerboni affrontò, con ardimento che, per la scarsa maturità dei tempi di allora, è da ritenersi ammirevole, il problema della riconnessione degli studi di ragioneria con quelli relativi al sistema delle varie scienze e tecniche gravanti nell'orbita dell'azienda" [Giannessi E., 1971, 62].

⁵ Le funzioni elaborate dal Cerboni sono dodici, suddivise in tre principali gruppi di funzioni: a) *funzioni iniziative*: 1) concepimento, costituzione e organamento dell'azienda; 2) ricognizione e valutazione della sostanza amministrativa; 3) previsione e rendita della spesa. b) *funzioni di gestione esecutiva*: 4) accertamento dei redditi; 5) riscossione dei redditi; 6) destinazione dei redditi; 7) impegno delle spese; 8) liquidazione e preparazione al pagamento delle spese; 9) pagamento delle spese. c) *funzioni conclusionali*: 10) rendiconto; 11) revisione e sindacato; 12) sanzione.

Secondo il Cerboni, pertanto, l'attività economico-amministrativa aziendale è interamente basata sul pensiero logismologico, che consiste nella organica ed organizzata fusione di tre ordini di pensiero:

a) *pensiero economico*: cioè il pensiero che sottende alla “gestione dei beni patrimoniali, industriali e commerciali delle singole aggregazioni, dei corpi e degli enti che vivono nella società”.

b) *pensiero amministrativo*: cioè l'attenzione alla cosiddetta amministrazione economica ovvero all'analisi del fatto aziendale tenendo in dovuta considerazione le due classi di interesse che potrebbero subire variazioni: la classe degli interessi generali (riguardante la ricchezza e le forze produttive della nazione) e la classe degli interessi speciali o particolari (riguardante le singole aggregazioni, corpi o enti che compongono una società).

c) *pensiero computistico*: cioè la necessità di tradurre i risultati in cifre al fine di poter prendere le opportune decisioni e di potere effettuare confronti differenti.

Il Cerboni considera la ragioneria, e le tecniche contabili sottostanti, come una scienza a sé stante, che studia i fatti dal punto di vista economico, amministrativo e computistico, al quale è possibile attribuire sia compiti teorici (studio delle leggi che governano una azienda) sia compiti pratici (studio delle norme di gestione al fine di potere governare le aziende in modo da raggiungere gli obiettivi prefissati) (Cerboni, 1886: 76).

Per concludere possiamo affermare che al Cerboni deve essere attribuito il merito di avere considerato la ragioneria come vera e propria scienza, distinguendola ed evolvendola dalla semplice “arte di tenere i conti”. Il Cerboni parla di ragioneria come “*scienza delle responsabilità*” e “*dè conti amministrativi delle aziende che va elevata ad un grado intellettuale sufficiente per formare la mente de' giovani alle rette idee dell'amministrazione economica delle aziende*” (Cerboni, 1894: 148).

Se, però, da un lato può essere dato il merito al Cerboni di avere elevato il concetto di ragioneria a scienza, dall'altro alcuni studiosi, in particolare Onida, contestano al Cerboni di avere considerato la ragioneria come scienza dell'amministrazione aziendale ma di avere poi, nelle sue trattazioni successive, elaborato un concetto molto limitato di questa scienza amministrativa che tanto si avvicinava alla semplice tenuta dei conti.

Un ulteriore contributo in merito è fornito da Giovanni Rossi che indirizza, rispetto il Cerboni, la visione sistemica dalla funzione all'organo che la esegue, proponendo la costruzione di una vasta dottrina degli organismi a sfondo economico – sociale e biologico⁶. In conclusione si può affermare che al Rossi deve essere attribuito il

⁶ La visione sistemica di Giovanni Rossi abbraccia la società intera, la quale – egli afferma – “...studiata scientificamente, ci si appalesa come complesso organizzato e vivente di tutti gli Enti economico – amministrativi che nascono, vivono e il più delle volte muoiono nel suo seno” (Rossi, L'ente economico – amministrativo, 1882: VII). Tali enti sociali “...in

merito di avere ampliato l'ottica di analisi della ragioneria, tenendola distinta da altre discipline economiche che fino ad allora erano considerate ad essa troppo legate: economia politica, statistica economica, scienze matematiche. Il Rossi respinge il concetto di ragioneria descrittiva, sociale, attuariale, valutativa, giuridica e computistica. Questo perché essa non consentirebbe un controllo e un monitoraggio continuo dei fatti aziendali e delle diverse relazioni comportamentali tra proprietario ed agente alle quali l'indagine doveva volgere per potere dare una interpretazione qualitativa e quantitativa dei dati, in un'ottica di studio dei conti della gestione economica. L'autore non riesce, però, in nessuno scritto, a dare una dimostrazione sistematica dei problemi impostati e talvolta diede considerazioni artificiose e non sempre suffragate da argomentazioni convincenti.

Con l'avvento di Fabio Besta i riferimenti all'azienda, ai suoi fenomeni e ai suoi legami interni ed esterni, trova connotati sempre più precisi. Il Besta parla per la prima volta di “*sistemi dei fatti di gestione*”⁷, annunciando le successive concezioni sistemiche di Gino Zappa. Anticipando in qualche modo le intuizioni di K.E. Boulding, lo Zappa considera vari sistemi nell'ambito dell'economia aziendale: sistema della dinamica economica d'impresa, il sistema di tutte le aziende, il sistema sociale, il sistema dei fattori produttivi e delle coordinazioni di gestione, il sistema delle funzioni economiche, il sistema della produzione d'impresa, il sistema dei costi, il sistema dei ricavi, il sistema del reddito. Il Maestro pone estrema attenzione all'esigenza di integrare gli studi di ragioneria, di gestione e di organizzazione, allo scopo di creare le basi della reale comprensione del funzionamento delle aziende e della costruzione di validi modelli di predisposizione delle azioni (Zappa, 1927: 31). Il pensiero sistemico dello Zappa trova concretezza nella definizione dell'impresa come “insieme di processi e combinazioni di processi formati da gruppi omogenei di operazioni, variamente individuate” (Zappa, 1956, Tomo I: 143).

Nel concetto di sistema risultano coinvolti a vario titolo e con differente intensità *l'elemento umano*, che fornisce un'attività sottoforma di lavoro, e *l'elemento materiale* che si estrinseca nel capitale sia esso monetario o già tradotto in mezzi di produzione. In tale sistema si instaurano diverse relazioni tra gli elementi medesimi in cui l'elemento umano compie delle azioni (attività umana o lavoro) operando sul capitale, definito come l'elemento materiale. L'obiettivo è la produzione, che rappresenta l'elemento necessario agli effetti del processo di attivazione, di cui è oggetto, nell'impresa⁸. Ne pervengono, di conseguenza, relazioni tra gli attributi delle due categorie di elementi: relazioni tra qualità e quantità dell'uno o dell'altro elemento, le quali rappresentano sempre interdipendenze tra “*lavoro*” e “*capitale*”. La nota configurazione del sistema del reddito definisce la costruzione più nota di Gino Zappa, in quanto rappresenta, fino dalle sue prime

quanto hanno una unità di vita, una vita a sé e separata da quella degli altri, ubbidiscono ad un sistema naturale di funzioni, implicitamente od esplicitamente esercitate e manifeste”. (Rossi, 1882: 145-146)

⁷ “Il sistema dei fatti della gestione – sottolinea il Besta – è troppo vario nelle diverse specie di aziende, perché un'unica scienza possa contemplarli compiutamente in tutti i loro aspetti, così nei disformi modi nei quali si effettuano, come nelle loro cause e nelle loro conseguenze molteplici”. (Besta 1922, Vol. I: 41)

⁸ “...nel concetto di sistema è implicitamente ammesso il riferimento ad un dato fine, o scopo o intento” e “...la nozione allo scopo a sua volta presuppone quella dei mezzi per attuare l'intento proposto”. (Zappa, 1937: 419)

applicazioni, il modello di analisi quantitativa meglio rispondente alle esigenze del mondo aziendale. L'elemento di interesse è rappresentato dal reddito, mentre il veicolo attraverso il quale lo si genera è rappresentato dal capitale; l'autore rifiuta, pertanto, l'idea di considerare il capitale come elemento principale della sua teoria e questo per due ordini di motivi. In primo luogo egli rifiuta il metodo contabile americano detto “*asset-liability approach*”, ovvero la tecnica contabile con la quale il reddito ed il capitale vengono determinati come differenza tra attività e passività di bilancio; in secondo luogo, in un'ottica teoretica, egli ritiene che il reddito sia un elemento scaturente dalla complessa gestione aziendale e che, pertanto, non possa essere determinato come la semplice misura dei capitali investiti nell'impresa.

Nella sua evoluzione dottrinale lo Zappa elabora diverse definizioni di capitale: passa da una nozione più propriamente contabile e legata al bilancio ad un nozione maggiormente economica. In modo più strettamente legato alla valorizzazione del cosiddetto avviamento, il capitale economico è definibile non più come “*un fondo di valori eterogenei sebbene coordinati, ma un valore unico risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri*”.

La nozione economica del capitale di funzionamento, nell'ottica delle differenti forme di crescita esterna delle imprese, consente di individuare il legame esistente tra capitale e reddito; infatti, la valutazione del capitale, in una accezione economica, sposta l'attenzione dai valori contabili di bilancio al concetto di reddito e di componenti di reddito. Si passa, pertanto, da valutazioni connesse al solo capitale a valutazioni nelle quali interviene l'elemento reddito in maniera preponderante. Il concetto di sistema, come fatto caratterizzante la dinamica aziendale, viene ripreso da altri studiosi, i quali cercano di approfondire sia il sistema d'azienda sia le particolari configurazioni di sottosistemi ad esso collegate. Si possono a tal proposito ricordare i seguenti studiosi: Alberto Ceccherelli⁹, Aldo Amaduzzi¹⁰, Egidio Giannesi¹¹ e Marco Masini¹².

⁹ Il Ceccherelli definisce l'azienda “(come) organismo risultante dalla aggregazione di organismi minori, la cui attività diretta a fini specifici, deve fondersi per integrazione dei fini stessi in un unico motivo e in un unico risultato” (Ceccherelli, 1964: 45).

¹⁰ L'Amaduzzi definisce l'azienda come “sistema di forze economiche che sviluppa, nell'ambiente di cui è parte complementare, un processo di produzione, o di consumo o di produzione e consumo insieme. Tali forze, secondo lo Studioso, “debbono essere determinate e coordinate nella loro struttura, nel modo economico più conveniente, in conformità e di pari passo alle operazioni che l'azienda deve compiere per il raggiungimento dei suoi fini. Inoltre, debbono essere determinate, in relazione alle condizioni ambientali le correlazioni simultanee e successive di operazioni. Infine, occorre far precedere, accompagnare e seguire gli svolgimenti dei fenomeni aziendali dalla determinazione elaborata dei loro aspetti economico-amministrativi” (Amaduzzi, 1963: 20).

¹¹ Il Giannesi individua tre tipologie di ordini “la cui esistenza è indispensabile per la vita dell'azienda”: l'ordine sistematico caratterizzato dal continuo avvicinarsi di operazioni, ognuna delle quali non si verifica in maniera casuale, ma in stretta connessione con le altre e, insieme ad esse, in conformità del fine perseguito dall'azienda. Questo stato particolare di ordine – precisa l'autore – “...determina la formazione, nel complesso delle operazioni svolte dall'azienda, di una struttura di grado superiore alla quale può essere dato il nome di sistema” (Giannesi, 1960: 53).

¹² Il Masini mette in evidenza la complessa natura sistemica dell'azienda, mediante la sua scomposizione in sottosistemi per il rafforzamento del carattere unitario e dinamico del medesimo. L'azienda può essere osservata nel suo “sistema generale degli accadimenti economici”, con le caratteristiche proprie di un sistema “continuo, dinamico, misto relativo ed aperto”. Esempi di sistemi generali, in quanto riferiti a tutta l'azienda sono “il sistema delle quantità economiche d'azienda”, “il sistema dei valori d'azienda”, “il sistema degli scambi d'azienda”, “il sistema dell'organismo personale”, “il sistema delle decisioni”, “il sistema delle informazioni e delle comunicazioni”. Questi sistemi, pur avendo la caratteristica di essere sistemi generali di azienda, sono di ordine inferiore rispetto al “sistema generale degli accadimenti economici di azienda” (Masini, 1970: 18).

1.1.2. Il contesto ambientale del sistema azienda

Un sistema può essere definito come una entità concettuale o concreta costituita da un insieme di elementi interrelati, orientati al raggiungimento di un determinato fine (Boulding, 1981: 365). Ogni singolo sistema è inserito in un ordine di grado superiore (sovra-sistema) che rappresenta il suo ambiente con il quale è in grado di entrare in contatto. La nozione di ambiente non è di facile definizione; infatti, è un concetto dinamico che varia in relazione agli obiettivi predefiniti che ne giustificano l'impiego. In generale, in una definizione di prima approssimazione, è definibile ambiente ogni contesto di condizioni e di circostanze in cui si vive; più specificatamente, con riferimento al sovra-sistema con cui operano le imprese, l'ambiente è definibile come sistema di condizioni e circostanze, di diritto o di fatto, qualunque sia la loro specie ed origine, nel cui ambito l'impresa stessa trova condizioni di vita, di sopravvivenza e di sviluppo (Ferrero, 1987: 125).

Tale definizione rappresenta il cosiddetto *ambiente generale*, ovvero un luogo ove l'azienda attinge *input* (risorsa capitale e risorsa lavoro) e riversa i propri *output* (beni e servizi), frutto della propria attività produttiva. Ogni azienda, a sua volta, si muove all'interno di un proprio quadro di condizioni e circostanze circoscrivibili nell'area nella quale opera. In tale logica si focalizza l'attenzione sulla singola impresa, che ricorre la definizione di *ambiente specifico* che dimensiona e configura il delineato sistema di circostanze "esterne" agenti sulla struttura e sul comportamento dell'impresa stessa considerata nella sua individualità (Ferrero, 1987: 126). Esso, pertanto, è formato dagli operatori (ad esempio aziende, individui, gruppi di individui, gruppi di aziende) e dagli altri fattori con i quali l'impresa interagisce più direttamente. In tale dimensione più ristretta e circostanziata si possono individuare i "mercati" ed i diversi "settori economici", riferibili alle singole imprese. Il comportamento dei soggetti operanti nell'ambiente specifico influenzano in via diretta e immediata l'economia dell'impresa perché agiscono sulla definizione e sulle modalità di perseguimento degli obiettivi (Cavaliere e Ranalli, 1999: 30). Gli elementi, invece, che formano l'ambiente generale tendono ad influenzare l'impresa in via indiretta e mediata, attraverso le possibili influenze sui comportamenti degli operatori, che a loro volta, interagiscono con l'ambiente specifico.

Ambiente generale

Passando ad esaminare gli elementi ed i fattori che influenzano l'ambiente generale, si osserva come si verificano condizionamenti sulla struttura e sul comportamento dell'impresa, riconducibili principalmente ai seguenti *input*:

a) le opportunità, intese come sollecitazioni e stimoli dal mercato sia di natura economica sia di natura socio-culturale;

b) i vincoli, intesi come limiti alla libertà di azione e di decisione nell'ambito dello svolgimento dell'attività: vincoli tecnologici, vincoli ecologici o mercati a prezzi controllati. Sono a loro volta suddivisibili in vincoli *ex lege* o in vincoli di fatto, quando scaturiscono da circostanze *ultra legem*;

c) le risorse, sia materiali (materie prime, semilavorati, prodotti finiti, beni strumentali, ecc.) che immateriali (concessioni, licenze, brevetti, marchi, ecc.) richieste dall'attività di produzione.

Le stesse condizioni di mercato per il reperimento di tali risorse, più o meno agevoli o difficoltose, sono anch'esse riconducibili ai precedenti punti a) o b) opportunità o vincoli. Sulla base di tali condizionamenti è possibile definire una classificazione dell'ambiente generale in sottosistemi, che confermano come esso sia caratterizzato da aspetti interconnessi di varia natura:

- a. ambiente fisico–naturale
- b. ambiente politico–legislativo
- c. ambiente tecnologico
- d. ambiente economico
- e. ambiente sociale culturale

L'ambiente fisico-naturale comprende tutte le condizioni naturali del contesto in cui l'azienda opera; ne fanno parte, pertanto, in via esemplificativa non esaustiva gli aspetti climatici, orografici, idrografici, demografici, le vie di comunicazione; da esso dipendono principalmente l'ampiezza e le modalità operative dei mercati e scaturiscono, contestualmente, opportunità e vincoli per le imprese.

L'ambiente politico–legislativo si ritrova nel sistema politico e nell'insieme di norme e regolamenti che definiscono e caratterizzano l'ordinamento giuridico di un determinato Paese. Le diverse forme giuridiche in cui possono configurarsi le aziende di produzione o erogazione, e quindi i livelli di autonomia decisionale e di responsabilità di cui godono, sono strettamente dipendenti dall'assetto politico dello Stato e dalla presenza di istituzioni pubbliche sul territorio. Le variabili che contraddistinguono questo tipo di ambiente interagiscono molto intensamente con i vari fattori che caratterizzano l'ambiente generale, con quello specifico e più direttamente con l'economia dell'impresa (Cavaliere e Ranalli, 1999: 33).

L'ambiente tecnologico è rappresentato dal complesso delle conoscenze di ordine scientifico e tecnologico presenti in un dato contesto. Il ritmo evolutivo di tali conoscenze ed il loro livello di avanzamento sono, al contempo, la determinante ed il risultato dell'attività imprenditoriale (Giunta, 2008: 23).

L'ambiente economico riguarda l'organizzazione generale dell'attività economica¹³. In tale definizione si possono distinguere i sistemi economici a decisioni decentrate ed i sistemi economici a decisioni accentrate. Nel primo modello l'intervento dello Stato può essere diretto, mediante la costituzione e gestione di imprese a capitale

¹³ Un'ulteriore definizione di ambiente economico la si ritrova, altresì, in Airoldi, Brunetti e Coda, 1994. Difatti, l'ambiente di riferimento di una azienda si suddivide in ambiente economico e non economico. L'ambiente economico è composto da fenomeni e condizioni quali: i mercati, definibili come l'insieme omogeneo di negoziazioni di beni privati, di rischi particolari e di credito di prestito; le strutture di domanda e offerta di lavoro, di capitale proprio di beni pubblici; i settori, definiti come insiemi di aziende con combinazioni economiche simili ed operanti negli stessi mercati e nelle medesime strutture di domanda e di offerta; le politiche economiche, monetarie e finanziarie attuate dagli enti politici e dalla pubblica amministrazione. L'ambiente non economico, invece, comprende fenomeni e condizioni quali: il sistema dei valori; la normativa giuridica nazionale ed internazionale; lo stato, la dinamica delle scienze; le infrastrutture e la configurazione fisica e climatica del territorio.

pubblico, o indiretto, avente il fine di favorire lo sviluppo delle attività produttive e la redistribuzione del reddito mediante provvedimenti destinati ad agevolare specifiche iniziative dei privati.

L'ambiente sociale culturale, infine, si ritrova nel complesso di gusti, conoscenze, valori culturali e religiosi che animano i comportamenti delle persone. L'ambiente sociale viene caratterizzato da due *driver*: a) la stratificazione delle classi ed il grado di mobilità presenti nei luoghi di insediamento dell'impresa; b) l'aggregazione dei soggetti in potenziali gruppi, partiti, associazioni di categoria (sindacati, associazioni dei consumatori, ecc.). All'interno delle variabili culturali, notevole rilievo assume anche lo sviluppo e la diffusione delle variabili tecnologiche correlate alle attività formative e di ricerca svolte dalle istituzioni pubbliche e private a ciò preposte (Eminente, Cherubini, 1981: 39).

Ambiente specifico

Ponendo, invece, l'attenzione sulle singole imprese, si definisce ambiente specifico l'insieme delle componenti dell'ambiente esterno con cui l'impresa interagisce più direttamente (Cavaliere e Ranalli, 1999: 33). Esso si può identificare con il settore in cui l'impresa si colloca e con i mercati di acquisizione e di sbocco, mediante atti di scambio per acquistare i fattori della produzione e/o collocare i prodotti realizzati. Esso è costituito da vari elementi, di ordine economico, socio-culturale, culturale tecnologico, socio-politico, politico-legislativo, fisico-naturale, che componendosi in un organico insieme configurano i diversi mercati nei quali opera l'impresa. Da questo punto di vista l'impresa appare come un "contenitore" da cui arrivano *input* e da cui partono *output*.

I flussi di *input* possono essere esaminati sotto un duplice profilo: a) sotto il profilo "strutturale", esaminando i caratteri costitutivi dell'impresa; b) sotto il profilo "comportamentistico", per quanto attiene alle azioni o limitazioni nell'attività del management. Sotto il profilo strutturale, i flussi ambientali possono riguardare:

a) *le persone*, intese sia come individui singoli sia organizzati in gruppi formali (organi aziendali, soggetti delegati, ecc.), sia in gruppi spontanei (idee comuni, affinità, ecc.), avendo riguardo alle loro conoscenze, ai loro valori, alle motivazioni ed alle loro specializzazioni;

b) *gli organi aziendali*, intesi come gruppi formalmente creati per gestire l'attività e per ripartire e coordinare il lavoro e le responsabilità in seno alla società;

c) *i mezzi*, intesi come l'insieme di fattori produttivi "materiali" (materie prime, semi lavorati, beni strumentali, ecc.) ed "immateriali" (licenze, brevetti, marchi, ecc.) di cui l'impresa necessita nella propria economia di scambio con altre realtà imprenditoriali.

Sotto, invece, il profilo "comportamentistico" i flussi ambientali possono agire in *modo diretto* se vi è la presenza di norme vincolanti che impone all'organo aziendale di operare una scelta obbligata oppure *in modo indiretto* se, impiegando al meglio gli elementi costitutivi a disposizione (persone e mezzi), l'organo aziendale è in grado di prendere una libera scelta in base alle proprie disponibilità ed esigenze.

Per quanto invece riguarda gli *output*, si possono distinguere nella seguente classificazione:

a) *prodotti*: intesi come beni o servizi collocati direttamente o indirettamente nei mercati di sbocco della produzione; in tale caso gli *output* sono l'oggetto dello scambio nei mercati di sbocco con altre imprese.

b) *influssi di ritorno* suddivisi in: b.1) innovazione tecnologica: riguardante l'attività di ricerca a livello tecnologico – operativo per soddisfare le sempre differenti esigenze del cliente finale; b.2) potere: inteso come capacità di influenzare l'ambiente politico-economico e come origine di una forza antagonista interna qual è il sindacato dei lavoratori; b.3) cultura: intesa come insieme dei valori culturali propri dell'ambiente nel quale opera l'impresa, come modelli di autorità di *leadership* e di relazioni sociali instaurate dall'impresa o come insieme delle tecnologie che riflettono la conoscenza tecnico-scientifica in campo produttivo; b.4) trasformazioni in struttura sociale.

b.5) altri output (modificazioni dell'ambiente fisico-naturale, ecc.) (Ferrero, 1987: 130).

Le relazioni che vengono ad instaurarsi tra queste forze generano nell'ambiente specifico dei sottosistemi che definiscono i luoghi nei quali l'impresa interagisce per lo svolgimento della propria attività. In tale configurazione si definiscono (Cavaliere, Ranalli, 1999: 38):

a) il mercato delle materie prime: mercato di acquisto di materie necessarie per la produzione quali materiali, energia elettrica, ecc.

b) il mercato della tecnologia: mercato che consente di costruire la struttura operativa dell'impresa mediante l'acquisto di beni strumentali e di fattori immateriali.

c) il mercato del lavoro: mercato che consente la costruzione della struttura organizzativa, mediante l'assunzione di personale dipendente da inserire nelle varie mansioni aziendali.

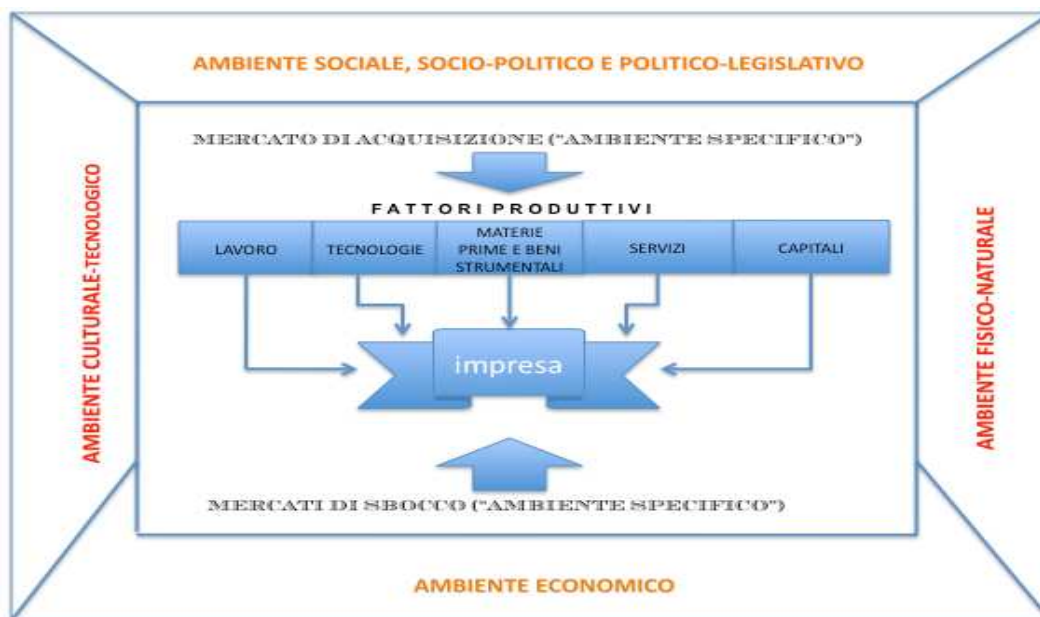
d) il mercato dei servizi: mercato necessario all'impresa per la messa in opera di processi produttivi.

e) il mercato dei capitali: a cui l'impresa può rivolgersi per ottenere finanziamenti, sia a titolo di prestito che di proprietà, o per investire eventuali eccedenze di liquidità.

f) il mercato o mercati di sbocco: mercati di vendita sui quali l'impresa colloca i propri prodotti (beni o servizi).

Di seguito si esemplifica la configurazione delle relazioni tra l'impresa, l'ambiente generale di riferimento (ambiente sociale, socio-politico, politico-legislativo, ambiente culturale tecnologico, ambiente economico ed ambiente fisico naturale) ed il proprio ambiente specifico, composto da un lato dai diversi mercati di acquisizione per il reperimento dei fattori produttivi (lavoro, tecnologia, materia prima e beni strumentali, servizi e capitale) e dall'altro lato dai diversi mercati di sbocco in cui collocare i propri prodotti e servizi (Tabella n. 1.1.1. *Le relazioni tra impresa, ambiente generale e ambiente specifico*).

Tabella n. 1.1.1. *Le relazioni tra impresa, ambiente generale e ambiente specifico*



Fonte: Ferrero G. (1987), *Impresa e Management*, Giuffrè Editore, Milano.

1.1.3. L'azienda quale sistema di funzioni

Il concetto di sistema e le sue possibili scomposizioni in sottosistemi è un argomento ampiamente trattato da Gino Zappa (Zappa, 1950). L'azienda indagata in una visione sistemica è scomponibile in vari sottosistemi al fine di studiare le interdipendenze con l'ambiente di cui l'azienda è parte complementare¹⁴ e l'indagine di eventuali proprietà emergenti rispetto ai sub-sistemi.

Sul finire degli anni cinquanta il Maestro fa emergere l'esigenza di integrare in una visione sistemica tutti gli studi di ragioneria, di gestione e di organizzazione definendo l'impresa come "insieme di processi formati da gruppi omogenei di operazioni, variamente individuate" (Zappa, 1956). A partire dagli anni sessanta in Italia vi sono diversi contributi importanti ispirati direttamente alla teoria dei sistemi. In tale ambito ricordiamo Pasquale Saraceno e Antonio Amaduzzi.

I contributi di Pasquale Saraceno sono principalmente indirizzati al sistema azienda e all'analisi delle decisioni, mentre Antonio Amaduzzi riprende la ripartizione di Zappa e suddivide l'attività in tre momenti capitali:

a) la gestione: processo amministrativo che consente di determinare, in base alle condizioni ambientali, le correlazioni simultanee e successive più convenienti per il raggiungimento dei fini aziendali.

¹⁴ A tal proposito Amaduzzi definisce l'azienda come "un sistema di forze economiche che sviluppa nell'ambiente di cui è parte complementare, un processo di produzione o di consumo, o di produzione e consumo assieme" [Amaduzzi A., 1966: 20].

b) l'organizzazione: processo amministrativo che consente di monitorare le forze economiche che devono essere determinate e coordinate nel modo più conveniente in conformità alla operazioni che l'azienda intende compiere per il raggiungimento dei suoi fini.

c) la rilevazione: processo amministrativo che perviene alla determinazione degli aspetti economico amministrativi (qualitativi, quantitativi monetari e quantitativi non monetari) dei fenomeni aziendali, cioè alla loro rilevazione contabile.

La gestione, l'organizzazione e la rilevazione sono sottosistemi che investono a loro volta i sottosistemi degli aspetti economici, finanziari e patrimoniali e quindi i sottosistemi di secondo grado che consistono nei vari gruppi di compiti aziendali. In tale ottica, si configurano dei sottosistemi (economico, finanziario e patrimoniale) dettati da ripartizioni dell'attività aziendale in diversi gruppi di funzioni, aventi dei sotto-obiettivi rispetto all'obiettivo globale (ad esempio il profitto).

Di seguito si esemplifica la configurazione del sistema azienda e dei suoi sottosistemi (per funzioni aziendali), elaborata da Amaduzzi (Amaduzzi, 1966), in cui si definiscono due sottosistemi: un sottosistema di primo livello che comprende il processo amministrativo, il processo organizzativo ed il processo di rilevazione con le loro diverse relazioni e correlazioni; un sistema di secondo livello che raggruppa, invece, le diverse funzioni aziendali in base ad una ripartizione tra l'aspetto economico, finanziario e patrimoniale dell'azienda. (Tabella n. 1.1.2. *Il sistema aziendale ed i suoi sottosistemi secondo Amaduzzi*).

Tabella 1.1.2. *Il sistema aziendale ed i suoi sottosistemi secondo Amaduzzi*



Fonte: Amaduzzi A., (1966), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino.

Una successiva fase evolutiva nella differenziazione dell'impresa in sub-sistemi si realizza intorno alla metà degli anni settanta ponendo l'attenzione principalmente alla creazione di aree funzionali del management ed alla loro integrazione. Secondo tali studi l'attività aziendale viene suddivisa in parti specializzate che consentono di svolgerla in modo efficiente ed efficace a garantirle la sopravvivenza ed uno sviluppo conveniente (Fontana, 1981: 66).

Intorno agli anni ottanta, alla scomposizione per aree funzionali, si sovrappone quella per ASA (aree strategiche d'affari) aventi caratteristiche comuni per prodotto, tecnologia impiegata o mercato di sbocco. Il sistema così formato viene a comporsi di tre sub-sistemi: a) vertice centrale, b) aree d'affari, c) aree funzionali. Il vertice centrale ha quale obiettivo la definizione delle aree strategiche d'affari e la gestione delle relazioni tra il sistema aziendale, sub-sistemi e ambiente di riferimento. Le aree strategiche di affari sono definite per coordinare in maniera efficiente tutte le funzioni operative dell'impresa in modo da ottimizzare il rapporto tra i prodotti, le diverse fasce dei mercati di sbocco a cui sono destinate e le differenti tecnologie impiegate nella produzione. All'interno delle diverse aree strategiche d'affari si configurano le differenti attività funzionali, che si creano mediante sub-sistemi. Un esempio di tale schematizzazione lo si ritrova in Vittorio Coda¹⁵, il quale definisce un sistema di *input – output* basato sulle seguenti aree: a) la direzione strategica; b) la struttura; c) la gestione operativa; d) i risultati. La direzione strategica definisce le linee guida per l'attività operativa ed è preposta alla definizione del sistema e dei suoi rapporti con l'ambiente. La struttura, formata da uomini e risorse, fornisce alla gestione operativa i mezzi necessari per lo svolgimento dell'attività; essa definisce l'ambiente organizzativo. La gestione operativa, altresì, ha l'obiettivo di rendere concreti gli indirizzi della direzione strategica e i risultati rappresentano gli *output* che devono consentire la sopravvivenza del sistema ed uno sviluppo conveniente.

1.2. Crescita esterna ed avviamento nei diversi approcci contabili

1.2.1. Le diverse forme di crescita esterna

In ciascun contesto in cui le imprese si trovano ad operare sorgono problematiche relative all'efficienza della propria organizzazione ed al reperimento di risorse necessarie allo svolgimento delle proprie attività (risorse di materie prime, sussidiarie, risorse finanziarie, risorse del personale, ecc.). Il tutto in rapporto ed in confronto con gli altri operatori del mercato e del settore in cui si opera ed in presenza di scarsità delle risorse che impone alle organizzazioni un'attenta indagine sulle scelte di internalizzare o esternalizzare determinate attività o rami aziendali con il fine principale di avere agevole fruibilità delle risorse scarse e di aumentare la forza contrattuale nel proprio sovra-sistema di riferimento (Pfeffer and Salancik, 1978). Molti studi si sono indirizzati ad esaminare il rapporto tra dimensione aziendale e dinamiche di crescita. A tal proposito si

¹⁵ Per approfondimenti si rimanda a Coda (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino.

ricordino le ricerche che hanno dimostrato la relazione inversamente proporzionale tra la dimensione aziendale dell'impresa e diversi fattori critici di crescita, legati principalmente a fattori organizzativi, tecnologici e istituzionali riguardanti le modalità organizzative e di controllo dell'impresa, le funzioni di produzione e le modalità di interazione all'ambiente istituzionale e normativo nel quale si opera (Hall, 1987; Dunne, Roberts and Samuelson, 1988; Cabral and Mata, 2003; Kumar, Rajan and Zingales, 2003).

Una particolare forma per garantire un aumento dimensionale dei singoli sistemi azienda, in relazione all'ambiente competitivo nel quale operano, è rappresentato dalle aggregazioni aziendali cioè da quel tipo di operazioni attraverso le quali si verifica una forma di concentrazione tra due o più imprese mediante contratti, accordi diretti o acquisizioni patrimoniali atte a creare legami nei rapporti economici e finanziari delle imprese coinvolte.

Le aggregazioni, definite anche come concentrazioni, sono altresì definibili come:

“*accadimenti finalizzati al miglioramento dell'economicità di un'azienda mediante la combinazione della sua struttura con quella di altre aziende, con la finalità di raggiungere risultati economici apprezzabili.*” (Colombo, 1992; Haspeslagh and Jemison, 1987)

I processi di aggregazioni aziendali si concretizzano in svariate forme e misure ed hanno principalmente le finalità di “*rideterminare il piazzamento dell'azienda sul mercato, attraverso un intervento strutturale che modifica l'aspetto istituzionale, la composizione del patrimonio e gli assetti organizzativi*” (Colombo, 1992).

Da un punto di vista gestionale – organizzativo le aggregazioni aziendali sono divisibili in:

☑ **aggregazioni in senso stretto:** prevedono, tra le imprese coinvolte, un legame tale da costituire una unica entità economica, anche mantenendo distinte entità giuridiche (Marcello, Ivone e Loia, 2007). Appartengono a questa categoria le fusioni ed acquisizioni (di seguito anche *merger and acquisition*). Tali operazioni nel linguaggio corrente sono considerati sinonimi, tuttavia indicano forme di aggregazioni molto diverse in quanto mentre le fusioni (*merger*) avvengono, in genere, tra aziende della medesima dimensione e determinano l'unificazione dei patrimoni delle imprese coinvolte, creando una nuova entità, con le acquisizioni (*acquisition*) un'impresa acquista le quote o azioni di un'altra o più imprese, le quali giuridicamente continuano ad esistere, salvo che l'azienda promotrice del processo, non ne ottenga il “controllo economico”.

☑ **aggregazioni in senso lato:** quando due o più imprese stipulano tra loro degli accordi contrattuali, in modo tale da gestire assieme, temporaneamente alcune attività, durante la vita aziendale. Appartengono a tale categoria i “raggruppamenti di aziende” che nella realtà aziendale sono rappresentati da alleanze, consorzi, società consortili, associazione temporanee di imprese, associazione in partecipazione, sindacati finanziari ed azionari, associazioni di categoria, affiliazioni (*franchising*) ed unioni di imprese (*joint-venture*), la

cui caratteristica è quella di lasciare inalterate le forme giuridiche dei soggetti partecipanti, perseguendo fini ed obiettivi economici e strategici comuni.

Invece, da punto di vista più contrattuale – giuridico, le aggregazioni aziendali sono classificabili in aggregazioni informali o aggregazioni formali (Cecchi, 2005). Le aggregazioni informali sono costituite da quei complessi di imprese i cui legami, non sanciti e disciplinati da negozi giuridici, nascono per effetto degli stretti rapporti economici e finanziari da esse stesse promossi o in conseguenza di altri tipi di relazioni, meno evidenti, ma certo non meno rilevanti (ad esempio tra imprese già costituenti un gruppo o imprese legate ad rapporti commerciali).

Le aggregazioni, invece, formali, si costituiscono mediante un determinato negozio contrattuale che regola e delimita i contenuti dell'accordo oppure sulla base dello status giuridico di “socio” che un'impresa investitrice assume attraverso l'acquisto totale o parziale di quote del capitale di un'un'impresa obiettivo (di seguito anche *target*). Più precisamente le aggregazioni formali possono essere definite:

✓ su base contrattuale: se le relazioni ed i legami sono sostenuti e regolati da negozi giuridici (ad esempio mediante affitto d'azienda, consorzi, franchising, *joint venture*, associazioni in partecipazione). La formalizzazione dell'accordo è un'esigenza che si manifesta in modo più incisivo quando l'aggregazione è rivolta al conseguimento di un obiettivo ben delimitato, raggiungibile attraverso un impegno strutturato su orizzonti temporali di medio e lungo periodo. Gli accordi, di solito, sono configurati come piani strategici che predeterminano le risorse e le azioni che le diverse imprese coinvolte devono mettere in comune per il perseguimento degli obiettivi propri dell'aggregazione.

✓ su base patrimoniale: se le relazioni ed i legami sono concretizzati da una modificazione delle partecipazioni azionarie. In tale fattispecie è possibile che le aggregazioni vengano messe in atto mediante delle operazioni di *merger and acquisition* che comportino l'aggregazione economico patrimoniale delle società. E' in tale fattispecie che, eventualmente, vi è l'emersione nel bilancio della società acquirente di un plusvalore patrimoniale (di seguito anche *goodwill*), avente una quantificazione ed una configurazione differente a seconda dei principi contabili adottati per la sua valorizzazione e successiva contabilizzazione nel bilancio dell'impresa investitrice.

Nel proseguio della trattazione verranno approfondite le problematiche di valutazione e di contabilizzazione dell'avviamento, secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS e US.GAAP, anche con riferimento ai possibili benefici perseguibili, che inducono le società ad attuare tali forme di aggregazione: economie di transazione (Coase, 1937; Williamson, 1975) e potenzialità sinergiche (operative, finanziarie, di controllo) (Bhide, 1993; Damodaran, 1991).

L'avviamento eventualmente generato da un'operazione di aggregazione aziendale è strettamente connesso alla acquisizione, da parte dell'impresa investitrice, di un determinato pacchetto azionario. Difatti, prendendo come riferimento una società acquirente A ed una società target B, l'aggregazione può generare un determinato avviamento che può o meno comportare l'acquisizione di un pacchetto azionario di minoranza o di maggioranza. Nel primo caso si tratta di un “*non-consolidation goodwill*”

(iscritto nel bilancio della acquirente e generato a seguito dell'acquisto di una partecipazione di minoranza da parte di un'impresa investitrice); nel secondo caso, invece, si tratta di un “*consolidation goodwill*” (iscritto nel bilancio dell'acquirente e generato quando si acquista una partecipazione di maggioranza). In quest'ultimo caso si rientra nella disciplina e nella definizione di *business combination* (Nobes and Norton, 1997: 137-141).

Da tali considerazioni deriva il legame esistente tra la società acquirente e la società target; il concetto di controllo è un aspetto ampiamente dibattuto e trattato nei principi contabili nazionali, internazionali (IAS/IFRS) e statunitensi (US.GAAP) perché da tale definizione dipende direttamente l'eventuale obbligo di predisporre o meno il bilancio consolidato tra le due imprese aggregate. In particolare, nel nostro ordinamento giuridico, i legami di collegamento e di controllo tra società aventi partecipazioni comuni sono ampiamente trattati. L'art. 2359 Cod. Civ., difatti, prevede:

- ✓ un legame di collegamento se l'impresa ha un'influenza notevole su un'altra impresa. L'influenza è presunta notevole se si detiene: il 20% di voti esercitabili in assemblea ordinaria; il 10% di voti esercitabili in assemblea ordinaria, se si tratta di una società quotata;
- ✓ un legame di controllo se l'impresa ha un'influenza dominante su un'altra impresa ossia quando: a) dispone direttamente e indirettamente della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria; b) possiede voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante in assemblea ordinaria; c) esistono particolari vincoli contrattuali.

1.2.2. Stakeholder vs. Shareholder approach nel trattamento contabile dell'avviamento

L'impianto sottostante le diverse modalità con le quali può essere trattato e contabilizzato l'avviamento, derivante da operazioni di aggregazioni aziendali, dipende storicamente dal paese di origine dell'impresa investitrice che intende acquistare una partecipazione di collegamento o di controllo di un'impresa target. Difatti:

☑ se il paese appartiene all'Europa Continentale (Italia, Francia, Germania, ecc.) il trattamento contabile del goodwill è normativamente legato al *code-law* cioè a normativa scritta disciplinata da codici giurisprudenziali (per esempio il codice civile) ed allo *stakeholder approach* (Freeman, 1984) che concentra l'attenzione su un numero rilevante di portatori di interessi non solo rappresentati dagli azionisti ma anche dallo Stato, dalle banche, dalle comunità e dai lavoratori, tutti coinvolti nella gestione e nel successo dell'impresa.

☑ se il paese di appartenenza, invece, è di origine anglosassone (Regno Unito, Australia, Canada, Nuova Zelanda, Stati Uniti d'America, ecc.) il trattamento contabile del goodwill è normativamente legato al *common-law* cioè a normativa non scritta, basata su decisioni giurisprudenziali ed allo *shareholder approach* (Friedman, 1962), in cui l'attenzione si sofferma soltanto sugli azionisti (tipicamente polverizzati) e sui *manager*, che sono separati dalla proprietà (tipicamente la struttura delle *public companies* americane).

A seconda del tipo di approccio utilizzato, e quindi del diverso tipo di regolamentazione per la stesura e predisposizione dei bilanci e report economico-finanziari (*Balance Sheet Theory*), molti studi anglosassoni (Robson, 1993; Lazonick and O'Sullivan, 2000; Leake, 1914) dimostrano come varia il trattamento contabile dell'avviamento generato da operazioni di aggregazione aziendale. Gli studi anglosassoni che legano il trattamento contabile dell'avviamento al diverso impianto di bilancio sottostante, differente in base al paese di provenienza dell'impresa nel cui bilancio viene iscritto l'avviamento, hanno origine da una questione dibattuta tra due studiosi americani Berle e Dodd, i quali si sono posti la seguente questione: “*a chi è rivolta la contabilità ed i report economico-finanziari dell'impresa?. Per chi è elaborata?*”. Secondo la tesi di Berle essa è tenuta soltanto per gli azionisti in supporto alle loro azioni o decisioni di gestione; secondo Dodd, invece, essa deve essere predisposta sia per gli azionisti sia per la società e quindi per tutti i portatori di interessi con i quali l'impresa interagisce (Berle, 1932; Dodd, 1932). La dicotomia tra lo *stakeholder e lo shareholder approach* è stata spesso studiata per distinguere i paesi di origine Anglo-Americana (cosiddetti *common-law country*) dai paesi dell'Europa Continentale (cosiddetti *code-law country*).

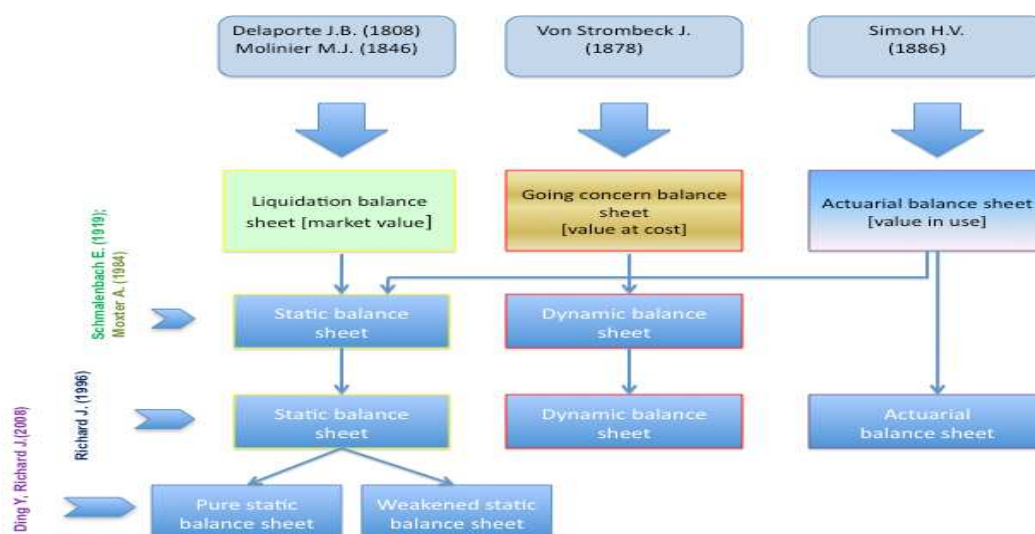
Le principali differenze che emergono da questi due approcci si ritrovano principalmente nei seguenti aspetti: struttura organizzativa, asimmetrie informative e ruolo del mercato dei capitali. Nell'approccio *shareholder* la struttura organizzativa di gestione è attribuita interamente ai *manager*; vi sono elevate asimmetrie informative, in quanto la gestione è attribuita ai *managers* e non agli azionisti, che pertanto sono coinvolti in maniera molto debole sulle decisioni aziendali. La mancata regolamentazione del mercato dei capitali rende maggiormente difficile il reperimento di informazioni e gli azionisti percepiscono una limitata visibilità ai risultati futuri; sono, pertanto, focalizzati su performance di breve periodo. Si ritrova, altresì, un elevato livello di conservatorismo e quindi una elevata sensibilità a qualsiasi variazione o ritorno negativo sul prezzo delle azioni; gli interessi da tutelare sono quelli degli azionisti che, pertanto, rappresentano l'unica categoria di portatori di interessi (Letza et al., 2004: 245). Nell'approccio *stakeholder*, invece, la proprietà è di solito maggiormente concentrata ed i portatori di interessi sono anche fornitori, banche, Stato e dipendenti che in varia forma e misura hanno contribuito alla nascita e sviluppo dell'impresa. In tale ottica le azioni sono più difficilmente cedibili e questo porta gli azionisti a considerare l'investimento duraturo, focalizzandosi su di un orizzonte temporale medio-lungo. Alcuni autori hanno affermato che, nel corso degli anni novanta, si è assistito ad un progressivo spostamento verso il modello del *shareholder approach*, nel senso che è aumentata la sensibilità degli azionisti verso il trend delle proprie azioni sul mercato dei capitali. In tale direzione si citano i lavori di Ball & Kotari che hanno confermato un incremento di sensitività in Francia e Germania nel periodo 1990-1995 e di Giner e Rees che, elaborando il concetto di “*asymmetric conservatism*”, hanno dimostrato come sia incrementato in Francia, Germania e UK. (Ball, Kothari and Robin, 2000; Giner and Rees, 2001); tale aspetto trova, altresì, conferma in un'indagine empirica sullo sviluppo del mercato dei capitali

(Basu, 2001). Il differente approccio con cui può essere esaminato il rapporto azionisti-impresa, comprendendo o meno anche ulteriori portatori di interessi, ha comportato a seconda del tipo di modello adottato (*stakeholder/shareholder model*) la presenza di norme, regolamentazioni ed impianti contabili differenti che hanno indotto la predisposizione di bilanci di esercizio e dei report economico-finanziari basati su criteri e principi non comuni.

Nei paesi dell'Europa Continentale l'introduzione del Codice Commerciale Francese (*Code de Commerce*), nel 1807, ha imposto il criterio del presunto valore di realizzo/liquidazione in quanto le poste di bilancio dovevano rendere i creditori nella condizione di capire la solvibilità dei propri crediti (Richards, 2005 a) e 2005 b); Delaporte, 1808; Molinier, 1846). Da tale presupposto si otteneva un cosiddetto "*liquidation balance sheet*". In Germania, invece, la presenza di una forte lobby, ha indotto gli avvocati e giuristi a difendere principalmente gli interessi degli azionisti, piuttosto che dei creditori. Basandosi sul criterio del *going concern*, nasce un nuovo tipo di bilancio, the *Betriebsbilanz* o "*going concern balance sheet*", basato sul criterio del costo (ammortizzato) per i beni durevoli, nella prospettiva che tale bilancio garantisca una informativa migliore su eventuali dividendi distribuibili agli azionisti, basati più sulla continuità aziendale che sul criterio di liquidazione (Von Strombeck, 1878).

Alcuni anni dopo emerse un nuovo concetto di bilancio: "*actuarial balance sheet*" basato, appunto, sul valore d'uso dei beni materiali piuttosto che su quello del costo elaborato da Von Strombeck. Tale concetto venne successivamente utilizzato da Schmalembach che introdusse due nuovi vocaboli: il bilancio dinamico basato sul criterio del costo (*going concern balance sheet*) ed il bilancio statico basato sul valore di liquidazione o valore d'uso (*liquidation balance sheet/actuarial balance sheet*). Di seguito si indicano le diverse teorie sul bilancio (Tabella n. 1.2.1. *Le teorie sul bilancio di esercizio*).

Tabella 1.2.1. Le teorie sul bilancio di esercizio



Fonte: Ding Y., Richard J., Stolowy H., 2008.

In corrispondenza del diverso approccio utilizzato (*stakeholder o shareholder approach*) e dei differenti presupposti su cui si redigevano i bilanci di esercizio (*liquidation balance sheet, going concern, actuarial balance sheet*) principalmente nei paesi dell'Europa Continentale si sono sviluppate, alcune teorie riguardanti il trattamento contabile dell'avviamento in alcune riconosciute come quantificabile ed altre invece di opinione opposta. Di seguito si indicano le diverse fasi storiche dell'*accounting goodwill*, a partire ai primi del novecento:

☑ *the pure static balance sheet phase* (1) nella quale si assumono nel bilancio di esercizio i valori di liquidazione, a tutela degli interessi dei creditori; in tale ottica, l'avviamento era definibile come immobilizzazione fittizia, da spendere interamente a conto economico o ammortizzare in un breve periodo di tempo (al massimo cinque esercizi).

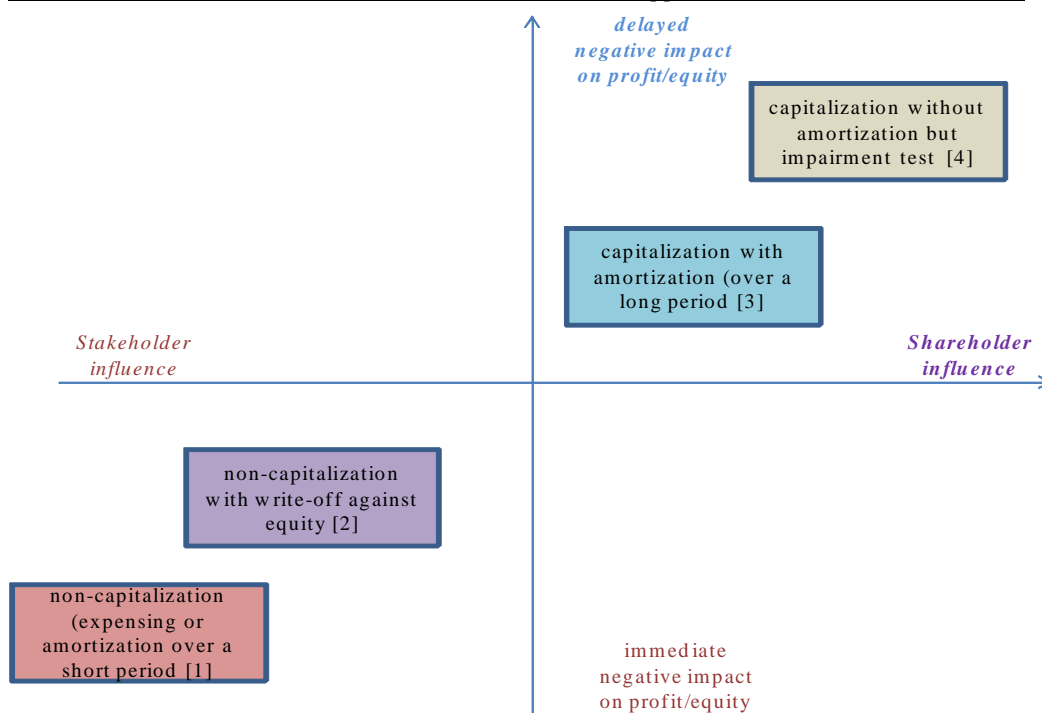
☑ *the weakened static phase* (2) nella quale, partendo sempre da valori di realizzo potenziale, l'avviamento non poteva essere capitalizzato ma andava imputato a riduzione del patrimonio aziendale.

☑ *the dynamic phase* (3) nella quale si assumono nel bilancio di esercizio i valori storici di libro, a tutela principalmente degli interessi degli azionisti; in tale prospettiva, l'avviamento è percepito come immobilizzazione avente vita stimata finita. Viene, pertanto, ammesso l'ammortamento dell'avviamento anche per un lungo periodo di tempo.

☑ *the actuarial (static) phase* (4) nella quale l'avviamento è percepito come immobilizzazione avente però vita indefinita; viene applicato la stima annuale in base alla attualizzazione dei flussi di cassa (*impairment test sui DACF – discount actuarial cash flows*).

In base al differente approccio adottato (*shareholder/stakeholder*) e ai differenti principi di redazione dei bilanci di esercizio l'avviamento è stato sottoposto a diversi trattamenti contabili, con differenti impatti a conto economico e a stato patrimoniale.

Di seguito si indicano le diverse fasi (Tabella 1.2.2. *Trattamento contabile dell'avviamento nell'approccio shareholder e stakeholder*).

Tabella 1.2.2. Trattamento contabile dell'avviamento nell'approccio shareholder e stakeholder

Fonte: Ding Y., Richard J., Stolowy H., 2008.

Si può affermare che lo spostamento dalla *stakeholder approach* alla *shareholder approach* con riferimento alla normativa riguardante il trattamento contabile dell'avviamento ha coinvolto sia i paesi dell'Europa Continentale sia i paesi di origine anglosassone; le quattro fasi dell'evoluzione dell'accounting goodwill si sono verificate nello stesso modo ma in differenti momenti storici.

Di seguito se ne indica una panoramica storica negli Stati Uniti, in Germania ed in Francia.

Prima fase: la fase statica

La prima fase (*the static phase*) si ritrova negli Stati Uniti nel periodo 1880-1897. In questo ventennio l'economia statunitense era prevalentemente dominata dallo *stakeholder approach*. L'avviamento non era, perciò, ancora considerato come un *asset* e veniva dedotto interamente a conto economico, utilizzando come contropartita direttamente i ricavi conseguiti. A tal proposito si cita:

“Accountants appeared in substantial agreement that amounts expended for goodwill should not be carried very long in the balance sheet.” (Catlett and Olson, 1968; Harris, 1884)

“Goodwill is an uncertain value and deems that the best course is to dispose of such an account thought a charge to depreciation with writing off encouraged.” (Knight, 1908)

Si può affermare che l'approccio *stakeholder*, tipico dei paesi dell'Europa Continentale, in tale fase storica abbia influenzato il trattamento contabile dell'avviamento nei paesi anglosassoni; la mancanza di disposizioni normative o di riferimenti giurisprudenziali poneva forti dubbi sull'attribuire all'avviamento il titolo di immobilizzazione, con la conseguenza che la maggioranza degli studiosi proponeva la deduzione integrale a conto economico.

Tale orientamento contabile lo si riscontra anche in Germania, in cui tale fase storica trova collocazione negli anni 1880-1985. Difatti, in mancanza, fino al 1931, di una normativa di riferimento al riguardo si adottava una visione statica del trattamento contabile del *goodwill*: esso non poteva essere riconosciuto quale immobilizzazione se non era possibile l'attribuzione di un valore di mercato individuale e specifico, nel momento in cui il ramo d'azienda, oggetto della compravendita, cessava di esistere (ad esempio per bancarotta). Tale dottrina comportava che molti intangibili, compreso l'avviamento, esistenti in azienda non potessero essere ceduti separatamente; pertanto, in presenza di una differenza contabile, si procedeva all'imputazione immediata a conto economico. Gli unici studi a favore del riconoscimento contabile del goodwill acquisito, sulla base della prospettiva dinamica del bilancio, sono di Simon (1886) e Greeve (1933): essi sostenevano la necessità di riconoscere a bilancio il *goodwill* e di attuare la procedura di ammortamento per un periodo non superiore ad anni cinque. Soltanto nel 1931 l'introduzione di un nuovo articolo (art. 261) al Codice Commerciale ha consentito alle imprese di potere riconoscere l'avviamento quale immobilizzazione e di procedere annualmente al suo ammortamento, mediante un appropriato piano di riparto.

Anche in Francia il trattamento del *goodwill* è stato legato all'approccio *stakeholder*: l'avviamento non poteva essere trattato come un *asset*. Esso, pertanto, andava immediatamente speso a conto economico o ammortizzato in un brevissimo periodo di tempo. Di ciò ritroviamo conferma fino alla fine del 1900 quando l'avviamento venne considerato come un "*fictitious asset*" e venne consentito l'ammortamento per un periodo non superiore ad anni cinque. Soltanto a partire dal 1912 (Magnin, 1912) cominciarono ad aversi le prime influenze dalla Scuola Tedesca a favore dell'approccio dinamico e da parte di alcuni Studiosi vicini a Simon (Duplessis, 1903; Charpentier, 1906) che sostenevano la necessità di riconoscere l'avviamento a stato patrimoniale al suo valore di acquisizione, dando dimostrazione della sua utilità attesa.

Seconda fase: la fase statica debole

La seconda fase (*the weakened static phase*) si ritrova negli Stati Uniti nel periodo 1897-1970. L'approccio *static* continua a dominare anche se alcuni studiosi cominciano ad interessarsi della contropartita dell'avviamento. Difatti, in alternativa all'imputazione a conto economico si cominciava ad ipotizzare l'utilizzo di alcune poste ricomprese nel patrimonio netto; tale modifica comportava dei riflessi importanti a conto economico in quanto l'effetto dell'avviamento non era più leggibile dal conto economico quanto da una rettifica diretta al patrimonio aziendale. Tale alternativa trovò conferma

anche nelle prime regolamentazioni americane in materia (American Institute of Accountants, 1917; Federal Trade Commission, Federal Reserve Board). Altri studiosi, in minoranza, propongono, invece, il concorso dell'avviamento a conto economico mediante un piano di ammortamento sistematico (Hatfield, 1918, 1927; Paton and Stevenson, 1922) o non sistematico (Bliss, 1924; Dickinson, 1917).

In Germania la *weakened static phase* trova riscontro storico negli anni 1985-2000; l'introduzione di alcune direttive comunitarie in materia di contabilizzazione dell'avviamento (IV Direttiva CEE, emanata il 25/07/1978) consente l'adozione di differenti soluzioni a seconda del tipo di bilancio (individuale o consolidato). Nel bilancio individuale le principali fasi di contabilizzazione si basano sui seguenti assunti: 1) l'avviamento poteva essere capitalizzato a stato patrimoniale solo se acquisito a titolo oneroso; 2) se capitalizzato, l'ammortamento non poteva essere inferiore al 25% per anno; 3) il piano di ammortamento (definito dinamico) poteva tenere eventualmente conto degli eventuali benefici derivanti dall'avviamento. Pertanto, in periodi di maggiori ricavi dovuti presumibilmente all'avviamento, era possibile spesare un ammortamento maggiore (Ballwieser, 1996). Tale possibilità rappresenta l'apertura della Germania verso il *dynamic approach* in quanto viene consentita la capitalizzazione e l'ammortamento dell'avviamento non più in un periodo pre-costituito (entro massimo quattro esercizi) ma in base alla sua vita utile. Nel bilancio consolidato, invece, la disposizione normativa consentiva soltanto una strada: la deduzione a conto economico contro i ricavi d'esercizio. Tale metodo venne successivamente integrato dalla possibilità di capitalizzare l'avviamento e di spesarlo a conto economico in un massimo di anni cinque o in base alla sua vita utile attesa.

In Francia si può affermare che non si sia verificata questa fase. Infatti la forte influenza dell'amministrazione finanziaria ha comportato, nel periodo 1917-1982, l'introduzione di una fase definita *the fiscal approach*. Nel bilancio individuale viene accettato l'ammortamento quale forma di partecipazione dell'avviamento al conto economico; non è chiaro comunque la posizione contraria dell'amministrazione finanziaria fino al 1918. L'avviamento viene, pertanto, considerato come una vera e propria immobilizzazione immateriale, suscettibile di ammortamento (non sistematico ma in base alla vita utile) e non assoggettabile a riduzioni forfettaria, salvo eventi eccezionali. Nel bilancio consolidato di gruppo, invece, l'avviamento (cosiddetto *prime d'acquisition des titres de participation*) è mantenuto nel bilancio senza alcun ammortamento sistematico (anche se alcuni studiosi proponevano un ammortamento in anni dieci nel 1969 o in anni quaranta nel 1973 (Bensadon, 2002)); sono possibili riduzioni in casi particolari attraverso una verifica di possibili perdite di valore.

Terza fase: la fase dinamica

La terza fase (*the dynamic phase*) si ritrova negli Stati Uniti nel periodo 1971-2001. La dottrina e la pratica americana di spesare immediatamente l'avviamento (*write-off*) inizia a trovare molte resistenze. Inizialmente, nel 1953, l'American Institute of Accountants (AAA) consiglia l'iscrizione a stato patrimoniale dell'avviamento e l'ammortamento

sistematico a conto economico ma consente tuttavia ancora la deduzione immediata. Una primo decisivo attacco al metodo del *write-off* lo si ritrova, nel 1996, nell'Opinion n. 9 - Reporting the results of operations - dell'Accounting Principles Board (APB), che consiglia di sostituire la deduzione immediata del goodwill con la capitalizzazione e l'ammortamento come contropartita dei ricavi. Ancora, nel 1970, l'Opinion n. 17 (*Intangibles Asset*) dell'APB, poi sostituito nel 2001 dal FAS n. 142), impone l'ammortamento dell'avviamento entro un determinato periodo (fino a quaranta anni).

In Germania la *dynamic phase* trova riscontro temporale nel periodo 2000-2005. Il principio contabile tedesco n. 4/2000 (DSR – German Accounting Standards Board); prevede la capitalizzazione dell'avviamento nel bilancio dell'impresa e proibisce chiaramente qualsiasi imputazione dell'avviamento contro patrimonio netto e impone contestualmente un piano di ammortamento sistematico, fino ad un massimo di anni 20 (venti) (stessa disciplina prevista dallo IAS 22 prima di essere sostituito dall'IFRS 3). Nel 2001 il FASB pubblica lo *Statement FAS 142 - Goodwill and Other Intangible Asset* - che decreta l'impossibilità di utilizzare l'ammortamento sistematico dell'avviamento, a favore di un nuovo metodo, che introduce l'*actuarial phase*, basato sull'*impairment test* e quindi sulla stima dei flussi di cassa attesi futuri. Anche i principi nazionali tedeschi si uniformano a questa nuovo approccio contabile a partire dal 6 aprile 2002, in cui hanno ratificato la modifica al principio contabile locale n. 4.

In Francia, nel periodo compreso tra il 1982 e 2005, si assiste ad una influenza internazionale che impone, quale metodo contabile principale, l'adozione della capitalizzazione dell'avviamento e successivo ammortamento a conto economico. A tal proposito si cita:

“*Intangibles items making up goodwill don't necessarily benefit from legal protection that confers a certain value.*” (CNC, 1982)

“*...goodwill must be included in income over a period of amortization...which reflect the assumptions used and objectives evidenced at the time of acquisition.*” (CNC, 1982)

L'influenza internazionale che i principi contabili francesi hanno avuto nel corso degli anni ottanta la si ritrova anche nell'introduzione, a partire dal 1999, del metodo del *pooling of interest* (successivamente abolito negli Stati Uniti con l'introduzione dell'IFRS 3 – *Business Combination*), permettendo in caso di aggregazioni aziendali il recepimento dei valori contabili storici della società aggregata. La Francia imita gli IAS/IFRS e gli US.GAAP, con l'obiettivo di facilitare il trattamento contabile tipico della *dynamic phase* in un'ottica mondiale nella quale si stava affermando lo *shareholder model*.

Come abbiamo avuto modo di vedere, in base al tipo di approccio adottato, alle differenti regolamentazioni contabili dei diversi Paesi, è variato, nel corso dei decenni, anche il trattamento contabile dell'avviamento, basato non solo sull'aspetto qualitativo ma soprattutto sulla sua quantificazione e quindi sulle metodologie utilizzabili per attribuirgli un certo valore. Di seguito si pone, pertanto, l'attenzione sul concetto di

avviamento nella dottrina economico aziendale italiana e sull'evoluzione del *goodwill* negli Paesi di origine anglosassone. Da tale confronto nelle due prospettive storiche si riscontrano due strutture concettuali molto differenti tra loro; da un lato un impianto di bilancio basato sullo *stakeholder approach* (in Italia, tipico dei Paesi Europei Occidentali) e dall'altro una struttura contabile, orientata alla *shareholder approach*, tipicamente di matrice anglosassone, che pone principalmente l'attenzione sulle criticità di quantificazione dei flussi di risultato a base dell'iscrivibilità iniziale e negli esercizi successivi dell'avviamento storicamente iscritto.

1.3. L'avviamento nei paesi di code-law

1.3.1. Definizione teorica del concetto di avviamento nella dottrina italiana

Dopo avere affrontato i diversi orientamenti economico-aziendali in merito al trattamento contabile dell'avviamento, poniamo l'attenzione sull'evoluzione teorico dottrinale del concetto di avviamento in un paese quale l'Italia che è sempre stata caratterizzata da una normativa scritta basata su codici giurisprudenziali (*code-law*).

L'evoluzione del contesto competitivo in cui si sono trovate ad operare le imprese italiane ha determinato l'esigenza di nuove e maggiormente evolute forme di interpretazione e valorizzazione del patrimonio aziendale, che rispondevano a nuovi fabbisogni informativi e conoscitivi. Il patrimonio dell'impresa diviene, quindi, non più configurabile come patrimonio contabile a valori di libro ma piuttosto come patrimonio "allargato" (Corno, 1996) composto da una parte materiale, che trova espressione nei valori contabili, e da una parte immateriale costituita sia da beni giuridicamente tutelabili sia da risorse intangibili che non soddisfano i requisiti di immaterialità o intangibilità richiesti per potere essere valorizzate in un dato contabile.

Ciascuna di tali risorse concorre a determinare a vario titolo ed in forma differente una indeterminata quota del valore aziendale, con la conseguenza che la loro individuazione e valorizzazione trova espressione in quel valore di sintesi che concorre a determinare e spiegare in forma logica il valore economico dell'impresa ed il suo avviamento. Sono, dunque, risorse che non trovano valorizzazione durante la gestione ordinaria dell'impresa, nello svolgimento della sua attività, quanto, invece, in presenza di operazioni straordinarie di fusione o acquisizione (di seguito anche *merger and acquisition* o in forma abbreviata *M&A*). In tale prospettiva contabile, pertanto, l'avviamento è quel valore, quel *transfer*, che consente di rendere valorizzabili una serie di condizioni immateriali espressione sia di risorse che non hanno titolo per essere classificate tra le immobilizzazioni immateriali o costi ad utilità pluriennale¹⁶ sia di

¹⁶ Ai fini della redazione del bilancio le risorse immateriali sono classificate come immobilizzazioni immateriali che a loro volta sono suddivisibili in beni immateriali o costi pluriennali. La prima categoria – quella dei beni immateriali – presenta la caratteristica della fruibilità o trasferibilità, ossia l'attitudine della risorsa ad essere scambiata autonomamente rispetto alle altre che compongono l'azienda; la seconda categoria, invece, rappresentata dai costi pluriennali, è composta da quelle risorse che non hanno la caratteristica della trasferibilità. Una risorsa per potere essere qualificata come immobilizzazione immateriale deve soddisfare contemporaneamente le seguenti tre caratteristiche: a) essere generata da operazioni svolte nel passato; b) essere portatrice di benefici economici di probabile manifestazione futura la cui fruizione sia controllabile dall'impresa; c) avere un valore misurabile in modo attendibile. (Pozza, 2000: 68-69)

maggior valori che acquisiscono i beni materiali o immateriali avvinti in un sistema orientato al conseguimento di redditi (Guatri, 1989: 55).

La necessità di valorizzare l'avviamento la si ritrova soltanto in presenza di operazioni di aggregazione aziendale in cui assume rilevanza la determinazione del capitale economico. L'avviamento si compone, difatti, di due dimensioni qualificanti: la dimensione qualitativa e la dimensione quantitativa. Tali dimensioni sono strettamente correlate, ma mentre nell'aspetto di definizione dell'avviamento la dottrina è tendenzialmente omogenea, sorgono molti aspetti controversi e divergenti nella valorizzazione e successiva contabilizzazione del valore ad esso attribuito¹⁷.

All'interno delle diverse configurazioni attraverso le quali si può comprendere la composizione e la valorizzazione del concetto di avviamento, possiamo affermare che la dottrina economico aziendale italiana (Besta, Zappa, Villa, Rossi, ecc.) abbia apportato un contributo importante nello studio e nell'introduzione di linguaggi e metodologie aventi la finalità di comprendere gli elementi costituenti l'avviamento ai fini di una corretta ed efficace comunicazione economico – finanziaria. La natura dell'avviamento va ricercata sia negli elementi che costituiscono il patrimonio “allargato” dell'impresa sia, con riferimento più puntuale, agli elementi contabili valorizzati nel proprio bilancio d'esercizio. Difatti, è strettamente correlata ad una determinata azienda, trasferita o valutata, nel momento originario di trasferimento dell'azienda o di valutazione d'azienda, confrontando il valore economico del capitale oggetto di transazione e il suo valore contabile. Il confronto, pertanto, avviene tra due grandezze molto diverse:

☑ il valore di libro del capitale deriva contabilmente dalla gestione dell'impresa, legata alle scelte di investimento, di finanziamento ed alla sua attività economico-produttiva di acquisto trasformazione e vendita dei prodotti realizzati; comprende l'eventuale autofinanziamento ed è influenzato dalle politiche sui dividendi. Storicizza, pertanto, in un solo valore l'intera attività dell'impresa e rappresenta una prima valorizzazione contabile della stessa, cioè a valori che rappresentano l'attività svolta, fino al momento della transazione.

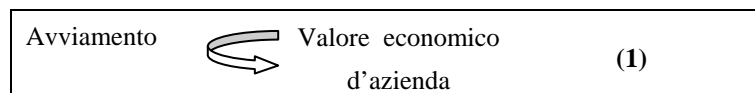
☑ il valore economico, invece, nella dottrina anglosassone, è rappresentato dal valore di mercato del capitale (cosiddetto valore azionario), mentre per gli aziendalisti italiani dovrebbe essere rappresentato dal valore *stand alone*, determinato con criteri generali, razionali e dimostrabili. In presenza di aggregazioni aziendali, dalle quali emerga avviamento, si fa sempre più spesso riferimento al concetto di *fair market value*, cioè il

¹⁷ “I modi in cui l'avviamento può essere configurato sono tanti quanti sono i fini conoscitivi ai quali l'avviamento può servire. Le configurazioni di avviamento devono essere poste in diretta relazione con i fini per i quali esse vengono determinate e dai quali traggono la loro giustificazione o ragion d'essere. Da queste considerazioni consegue che ogni indagine intorno alle varie configurazioni di avviamento deve essere preceduta dall'esame delle finalità alle quali dette configurazioni debbono servire. In altri termini il valore e il significato delle varie configurazioni di avviamento è relativo al fine dell'indagine. E', quindi, solo una particolare finalità conoscitiva ciò che rende in una data occasione una configurazione migliore delle altre e permette perciò di operarne correttamente la scelta: senza tale finalità tutte le configurazioni dovrebbero essere poste sullo stesso piano, e anzi, dovrebbero essere respinte in quanto basate su astrazioni logicamente ingiustificate.” (Ardemani, 1958).

più probabile prezzo di mercato teorico di cessione/acquisizione, in assenza di dove l'impresa asimmetrie informative.

In via introduttiva, sulla base di queste considerazioni, è possibile individuare tre fondamentali aggregati concettuali che esprimono i differenti contributi italiani alla comprensione teorica dell'avviamento ed allo studio delle basi metodologiche per la sua quantificazione. Di seguito si indicano le diverse configurazioni di avviamento, che si sono susseguite in Italia in base alla diversa natura ad essa attribuita: natura intangibile, natura patrimoniale e natura economica. L'avviamento è, pertanto, configurabile quale:

☑ elemento di natura “*intangibile ed eterogenea*” con il quale si stima il valore di trasferimento del complesso aziendale (Villa, 1870; Rossi, 1906; Massa, 1898). Tale approccio è riconducibile ai primi tentativi di dare una definizione teorica dell'avviamento basate su di un approccio empirico. Tali studi si sviluppano in una fase cosiddetta “pre-paradigmatica”¹⁸, in cui vi è la presenza di precetti diversi e disorganici, strettamente legati alle consuetudini mercantili e alla tenuta dei conti. In tale approccio si lega il concetto di avviamento a quello di valore economico, mantenendo però molte incertezze e discordanze sul suo contenuto (1):



quale elemento di natura “*patrimoniale suscettibile di stima autonoma*” che sommato al patrimonio aziendale, ne consente una valorizzazione economica ai fini della stima del valore di scambio dell'azienda oggetto del trasferimento (Besta, 1922; si veda anche Palumbo, 2005).

L'avviamento viene, pertanto, ricompreso nel patrimonio aziendale, avendo come punto di partenza non più il prezzo di trasferimento di una azienda (con la sottostante considerazione che vi sia un differenziale con i valori contabili) ma, facendo un ragionamento a monte, si parte, invece, dall'assunto che il valore di trasferimento debba tenere conto della capacità dell'azienda di produrre sopra redditi e pertanto, essa stessa, è suscettibile di essere valutata diversamente dai valori di libro (teoria patrimonialista-atomistica di Fabio Besta, in cui il patrimonio è visto in termini atomistici come somma di risultati parziali e particolari) . Secondo tale impostazione, i valori attribuiti agli elementi che formano il patrimonio contabile ($P_1 + P_2 + P_3 + \dots + P_n$) vengono sommati all'elemento patrimoniale avviamento, stimato autonomamente (2):

$(P_1 + P_2 + P_3 + \dots + P_n)$	=	Valore economico d'azienda	(2)
-----------------------------------	---	-------------------------------	-----

¹⁸ Tali studi sono stati elaborati in una fase che viene definita “pre-paradigmatica”. Osserva l'Autore: “Accogliendo l'ipotesi generalmente accolta che vede nella teoria patrimonialista la prima sistemazione organica e coerente nonché sufficientemente complessa ed estesa, del corpus teorico ragioneristico – si potrebbe dire (che) appare agevole riscontrare nel periodo storicamente immediatamente precedente la genesi della dottrina bestiana una situazione tipicamente “pre-paradigmatica” caratterizzata prevalentemente da una raccolta casuale e disorganica di precetti diversi e relativi alle consuetudini mercantili e alla tenuta dei conti” (D'Amico, 1999; si veda anche Consorti, 1994)

quale elemento di natura “*economica*” inteso come porzione del valore di scambio di un complesso economico (Zappa, 1920). In tale approccio l’avviamento viene determinato nell’ambito di una più ampia e complessa teoria sul capitale economico che viene rappresentato dalla capitalizzazione dei redditi futuri.

Pertanto, il capitale sotto il profilo economico viene ad essere prodotto dal reddito e non viceversa. Secondo tale approccio l’avviamento è determinato come differenza tra il capitale economico (C_e) ed il valore contabile oggetto del trasferimento (P). Di seguito la formulazione (3):

$$\text{Avviamento d'azienda} = C_e - P \quad (3)$$

Per la dottrina aziendale italiana, quindi, l’avviamento assume differenti configurazioni in base a nuovi spunti di indagine, che consentono di attribuirgli non solo una configurazione legata al capitale ma di legare l’avviamento alla teoria sul capitale economico, ponendo l’attenzione sul reddito e sulla capacità dell’azienda di produrne.

Come già brevemente accennato, un primo approccio empirico al concetto di avviamento trova riscontro negli studi di Francesco Villa il quale lo definisce come un “generale credito goduto dall’azienda”. Il Villa identifica l’avviamento con il concetto di clientela; difatti, è strettamente correlato alla credibilità di cui gode l’azienda presso la propria clientela. L’avviamento dipende, pertanto, dal successo commerciale dell’azienda e dalla sua capacità di attrarre clienti grazie al proprio “buon nome”. Il valore dell’avviamento trova remunerazione da parte dell’impresa acquirente o nell’esercizio del commercio (vendita delle merci) oppure nella successiva cessione del negozio ad un terzo soggetto. A tal proposito si cita:

“*Diconsi capitali immateriali, le somme che si impiegano, per esempio nell’acquisto di clientela, altrimenti avviamento di commercio. Se rilevando un negozio, si pagano 10 mila lire a titolo di avviamento, non viene perciò ad aumentare il valore delle merci comperate; ma il credito di cui gode il negozio rilevato, la buona qualità delle merci, l’onestà de’ prezzi, attirandovi gli avventori, le dieci mila lire sono il valore di questo credito.*” (Villa, 1870: 49)

La definizione del Villa rappresenta un aspetto più qualitativo nel senso che l’intento dell’autore non è quello di misurare l’avviamento quanto piuttosto di osservare di un fenomeno nella prassi commerciale. Già in tale definizione si coglie, *in nuce*, la relazione tra surplus economico incluso nel prezzo pattuito e futuri benefici economici di cui potrà godere l’acquirente a seguito della aggregazione.

Il concetto di avviamento subisce una significativa evoluzione con Giovanni Rossi per il fatto che l'autore percepisce la visione organico- sistemica¹⁹, dell'azienda, la quale attribuisce all'unità un valore superiore alla semplice somma degli elementi componenti (Bianchi Martini, 1996; Bertini, 1976). L'avviamento è individuato come “*potenza economica*” che rende l'azienda capace di produrre reddito. A tal proposito si cita il pensiero di Rossi:

“*Quando un'impresa è stata ben istituita in un ambiente adatto e quando abbia se non la certezza almeno una certa sicurezza di potersi ricavare negli anni futuri un reddito netto o costante o gradualmente crescente, si è formata una energia, una potenza economica sui generis capace di dare reddito. E siccome le energie economiche che sono capaci di dare reddito, se oggettivamente considerate, sono capitali, così anche quell'energia che si è formata con un'azienda produttiva sarà da considerarsi come un capitale, avente valore proporzionato al reddito che procura. Ora codesta potenza economica, codesta energia, insomma codesto capitale sui generis...dicensi...avviamento, buon avviamento cioè dell'azienda in cui è nato e in cui manifesta i suoi effetti col mezzo del reddito netto.*” (Rossi, 1906:12-13)

Pertanto, l'avviamento scaturisce dalla capacità dell'azienda di produrre, una volta avviata, flussi di reddito contanti o crescenti. L'avviamento è direttamente proporzionale al reddito, che da esso scaturisce e trova determinazione in un processo di capitalizzazione dei redditi. Un aspetto da considerare è la valorizzazione di tale avviamento, legato alla potenza economica scaturita e quindi al prezzo di cessione pagato dall'acquirente. Sarà soltanto in quel momento che, secondo l'autore, si potrà attribuire un stima del valore ricercato, anche se permangono criticità quantitative stante i diversi metodi di valutazione dei flussi di reddito attesi.

Sotto il profilo quantitativo, l'autore propone un algoritmo di calcolo che prevede l'applicazione del metodo reddituale puro (con rendita perpetua). Di seguito si cita l'esempio proposto:

“*Quale sarà il valore economico di un avviamento A capace di dare in media un reddito R? Il valore vero e reale non si potrebbe conoscere se non nel caso di vendita dell'impresa (di qui l'importanza attribuita al prezzo di cessione ed all'esistenza di un avviamento teorico dal quale tale valore potrebbe discostarsi per motivazioni non riconducibili alla potenzialità economica). Ma, stando alle nozioni comuni, un capitale che sia in grado di dare una rendita approssimativamente conosciuta può stimarsi sulla base della ragione comune dell'interesse di capitali. Allora, se r è*

¹⁹ Nelle teorie di Giovanni Rossi vi è l'idea che avere intuito una natura sistemica o organica nel fenomeno dell'avviamento, per cui l'insieme degli elementi che compongono il patrimonio aziendale unitamente avvinti attribuiscono agli stessi una potenza economica. (Bianchi Martini, 1996: 28)

l'interesse comune di 10 lire di capitale, il valore di stima dell'avviamento A sarà dato da:

$$A = R * (100:r)$$

Se $R=5$, ossia se si prende per base di stima il saggio legale di commercio, avremo che il valore dell'avviamento sarà dato da:

$$A = R * 20$$

ossia da:

$$A = 20 R$$

nella ipotesi però che il reddito medio R, per tutte le condizioni già dette, si mantenga costante per l'avvenire.” (Rossi, 1906: 15)

Il concetto di avviamento strettamente connesso, sotto il profilo qualitativo e quantitativo con qualche criticità, ai flussi di reddito trova espressione anche negli studi di Giovanni Massa. L'autore, difatti, associa l'avviamento alla capacità di “sovrareddito” che l'impresa è in grado di produrre. Bianchi Martini rileva come “il cedente di un'impresa che frutta, in proporzione al capitale impiegatovi, una somma rilevantissima di gran lunga superiore all'interesse del capitale più il largo compenso del proprietario per l'opera sua di direzione, non si accontenterà di riavere il capitale impiegato ma pretenderà un compenso per l'avviamento” (Massa, 1898: 38; Bianchi Martini, 1996). L'avviamento è quindi anche definibile come quel “sovrareddito fruttato da un'impresa rispetto ad una adeguata remunerazione del capitale investito e al profitto dell'imprenditore” (Ardemani, 1958).

Tale impostazione considera l'avviamento come elemento del capitale, definendolo “capitale fittizio”²⁰; da ciò si desume che pur riconoscendogli carattere eterogeneo ed intangibile, l'avviamento viene esaminato come elemento del patrimonio aziendale, che troverà forza e conferma nella successiva impostazione concettuale di Fabio Besta.

1.3.2. L'avviamento come elemento del patrimonio suscettibile di stima autonoma

Dopo una prima nozione di avviamento legata principalmente all'aspetto qualitativo piuttosto che alla ricerca di una valorizzazione contabile in bilancio, si giunge ad una maturità dottrinale con la visione di Fabio Besta. L'avviamento è il maggior

²⁰ Secondo Massa il valore concreto e certo dell'avviamento può essere espresso soltanto in ipotesi di cessione aziendale; mentre per stimare il suo valore teorico occorre determinare la somma annua di “maggior profitto che si può riferire all'avviamento e calcolare il valore attuale di un certo numero di annualità”. In via generale l'avviamento non può essere iscritto tra i beni componenti l'inventario dell'impresa senza una cessione aziendale, salvo il caso in cui ci siano spese di impianto e spese anticipate già ammortizzate. (Massa, 1898: 45)

valore, rispetto al suo patrimonio²¹, che può essere attribuito ad un complesso aziendale nell'ipotesi del suo trasferimento. L'avviamento è, difatti, definito come:

“...il valore cui l'impresa prospera ha per sé stessa indipendentemente dai beni suoi, o se vuoi, il maggior valore che acquistano i beni in quanto trovansi congiunti insieme e impiegati in modo proficuo oltre la misura normale” (Besta, 1922:422).

Rispetto alla precedente visione di Giovanni Rossi, Il Besta non pone l'attenzione sul prezzo di cessione o di trasferimento quanto piuttosto sull'ipotesi base che quel prezzo stabilito comprenda anche la quota parte di avviamento dell'impresa, valorizzato nell'ambito degli elementi patrimoniali. Nella visione del Besta vi è indirettamente una specifica sulla differenza tra prezzi e valori, che verrà trattata in tempi più recenti nella prassi e nella dottrina economico-aziendale. Infatti, mentre i prezzi sono dati espressi dal mercato, i valori sono grandezze stimate mediante previsioni sui flussi, apprezzandone i rischi (e quindi sui tassi) legate a formule (e quindi talvolta a opinioni) (Guatri e Bini, 2005).

Negli scritti del Besta troviamo diversi riferimenti al concetto di avviamento sia con riguardo al maggior valore attribuibile ai beni di un patrimonio aziendale considerato in forma unitaria sia con riguardo, più specifico, alla valorizzazione di tale elemento, che facente parte del patrimonio in qualità di elemento complementare, si compone (come altri intangibili) di tutte quelle condizioni che consentiranno all'impresa di acquisire altri beni costituenti in senso proprio il patrimonio dell'impresa²². Coerentemente con quanto sopra specificato, la metodologia consigliata da Besta per la determinazione dell'avviamento è il criterio di valutazione misto reddituale patrimoniale, con stima autonoma dell'avviamento. Alla somma algebrica degli elementi che compongono il patrimonio aziendale, si somma quel valore derivante dalla attualizzazione dei “sovraredditi”, che rappresenta proprio il valore attribuito all'avviamento determinato in forma separata.

Nella logica del Besta il reddito di esercizio è scomponibile in due parti: una prima parte è rappresentata dal “reddito normale” derivante dalla ricostituzione dei beni patrimoniali, dalla loro messa a frutto e dalla remunerazione; ed una seconda parte è, invece, rappresentata dal “sovrareddito” che consentirà, nella logica esaminata, l'acquisizione successiva di altri beni a patrimonio, funzionali all'impresa. E' proprio questa seconda componente che dovrà essere capitalizzata e darà luogo alla valorizzazione dell'avviamento, con una concezione “atomistica” del complesso

²¹ “Il sistema del patrimonio s'era infatti inserito nella struttura economica italiana della seconda metà dell'800: le imprese soprattutto mercantili e poi agricole, bancarie, di trasporti.; e allora con non indifferente rilievo, le aziende domestiche (o signorili) e delle opere pie. Cardine di quelle strutture, nonché della *forma mentis* giuridica, era il concetto di patrimonio, il quale parimenti si ripresentava anche nelle sistematiche contabili delle aziende pubbliche territoriali (Stato, Comuni)”. Per approfondimenti si veda Canziani, 1987, Sulle premesse metodologiche della ricoluzione zappiana, in Saggi di Economia Aziendale per Lini Azzini, Giuffrè, Milano.

²² “I crediti, l'avviamento di una impresa, i segreti di fabbrica, i monopoli, non sono, se attentamente si guarda, beni in sé, ma solamente condizioni o mezzi per il futuro acquisto di beni; e sono questi beni reali che non si hanno ancora, ma sui quali si può contare per l'avvenire, gli elementi veri dei patrimoni dei singoli”. (Besta, 1922: 67)

aziendale²³. La prospettiva del Besta in materia di avviamento venne seguita successivamente anche da Vincenzo Vianello. Lo studioso, riprendendo la problematica delle stime, si sofferma sulla valutazione dell'azienda in funzionamento, esponendo in un lavoro del 1936 la determinazione dell'avviamento, con l'assunto che il valore dell'azienda è dato dalla somma dell'avviamento e del suo patrimonio (Vianello, 1930). Di seguito la formula (1):

$$Y = X * \frac{(1+i)^n - 1}{i * (1+i)^n} \quad (1)$$

Nella concezione di Besta l'avviamento non ha una autonoma trasferibilità in quanto deriva da un rapporto di congiunzione di tutti gli elementi patrimoniali. L'avviamento è iscrivibile nell'attivo del patrimonio aziendale, tra gli elementi complementari²⁴. Con il termine di complementarietà non ci si voleva riferire alla sussidiarietà rispetto agli elementi patrimoniali quanto piuttosto al fatto che i beni complementari assumono significato in relazione agli altri componenti del patrimonio dell'impresa. Si ritiene, pertanto, inutile il suggerimento del De Gobbis di sostituire "complementare" con "speciale" (Bianchi Martini, 1996: 57-58).

1.3.3. L'avviamento come porzione del valore economico del capitale aziendale

L'evoluzione interpretativa del concetto di avviamento trova conferma ed affermazione nell'introduzione e studio dei concetti di *capitale economico* e di *azienda-coordinazione*. Il concetto di avviamento, nella prima fase del pensiero di Gino Zappa, trova una sintonia dottrinale con quanto dichiarato da Fabio Besta. Difatti, il Maestro afferma che l'avviamento sia definibile come un capitale immateriale costituito da quei fattori che fanno sì che "...la rimanente porzione del patrimonio di una determinata impresa frutti oltre la misura normale" (Zappa, 1927: 167). L'avviamento viene, pertanto, visto, in una prima accezione, come componente del patrimonio aziendale formato da una serie di elementi soggettivi ed oggettivi, tra i quali l'intelligenza, la sagacia e l'onestà degli amministratori, la qualità e la specialità dei prodotti, la clientela,

²³ La dottrina Bestana può essere definita atomistica patrimoniale per due ordini di ragioni. La prima in quanto pone i propri cardini sugli elementi del patrimonio aziendale e ne determina un risultato netto mediante una somma algebrica tra valori attivi e passivi. La seconda ragione la si ritrova nella perdita, in tali valori, della loro autonomia e del loro originario valore di acquisizione, assumendo un valore differente dato dalla coordinazione con altri di specie diversa, in modo da costituire un organico ed unitario complesso di risorse disponibili per l'esercizio della attività aziendale. [Catturi G, 1989: 149].

²⁴ Il Besta suddivide gli elementi patrimoniali attivi in quattro categorie:

- beni che presentemente appartengono all'azienda;
- capitali investiti in imprese collettive;
- crediti;
- elementi complementari.

Con riferimento all'ultima categoria, il Maestro precisa che "abbracciano principalmente l'avviamento delle imprese, le quote di somme impiegate per ottenere ricchezza maggiore, ad esempio gli affitti di edifici, i canoni per derivazione d'acqua, pagati anticipatamente". (Besta, 1922, vol. I: 83-85)

in grado di garantire la formazione di un reddito superiore alla misura “normale”. Lo Zappa affronta anche l'aspetto delicato della contabilizzazione a bilancio: l'avviamento è iscrivibile nell'inventario dell'impresa se è suscettibile di scambio e se (condizione necessaria) per esso è stato sostenuto un costo. Volendo, pertanto, pervenire alla individuazione del presunto valore teorico di scambio, occorre determinare il reddito “normale”, il reddito aziendale, il sovrareddito e procedere alla capitalizzazione di quest'ultimo. In tale definizione si condivide sia la definizione concettuale sia la metodologia di determinazione dell'avviamento, derivante dalla attualizzazione dei soli sovraredditi.

Solo successivamente la concezione zappiana muta quando si inizia a delineare la differenza tra capitale economico e capitale contabile, ponendo l'attenzione sul concetto di unitarietà del capitale inteso in senso economico. A tal proposito si cita:

“La riunione di tanti disparati elementi non è allora la somma delle parti, ma è piuttosto la unità di esse costituita in complesso economico.” (Zappa, 1929: 2)

“Nei riguardi contabili, invece, il capitale non è alla concezione nostra percettibile come qualcosa indipendentemente dai valori elementari che lo costituiscono. Esso è fondo della cui natura partecipano tutte le cose, che alla formazione sua concorrono; è un tutto, che, come suole accadere determina la qualità delle parti ed a sé le vincola.” (Zappa, 1929: 3)

Nella nuova concezione di azienda si delinea una separazione tra patrimonio contabile e capitale economico, derivante dalla unitarietà del capitale, intesa come capacità dell'azienda di produrre redditi futuri.

Nella prospettiva del capitale contabile, che deriva dalle rilevazioni sistematiche di conto mediante una analitica stima, gli elementi patrimoniali trovano autonoma rappresentazione e stima. Sotto il profilo contabile il capitale è un fondo di valori diversi ma coordinati, dal quale scaturisce il reddito che a sua volta si aggiunge al capitale medesimo.

Nella prospettiva, invece, del capitale economico, il reddito non è il prodotto del capitale ma ne rappresenta piuttosto un presupposto: il valore economico del capitale è, infatti, il risultato della capitalizzazione dei redditi attesi²⁵. Il capitale economico, pertanto, è un valore unico al quale si perviene mediante un processo di capitalizzazione. Sotto il profilo prettamente economico il capitale è prodotto dal reddito e non viceversa e

²⁵ Zappa osserva come “la nozione di capitale come complesso economico si oppone forse specialmente alla credenza domane nell'uso comune che nel reddito vede un flusso di ricchezza che diparte dal capitale. Il reddito quasi apparirebbe come il necessario frutto materiale di una forza produttiva preesistente, il capitale, che a sua volta non sarebbe che uno strumento materiale di produzione. La nozione che non ha senso economico è forse corretta se riferita ai fenomeni propri della produzione materiale e della produzione tecnica: una gallina fa le uova, l'albero produce la frutta, le macchine trasformano le materie in prodotti, la nave trasporta il carico. Ma gallina e albero come investimenti produttivi valgono in quanto uova e frutta consentono un dato guadagno. Le macchine di un'impresa manifattrice non hanno valore, come immobilizzazioni, che in quanto trasformano date materie con profitto”. (Zappa, 1937:97-98)

dunque la formazione del capitale e del reddito seguono un processo inverso a quello comunemente supposto.

Rispetto alle concezioni di Besta non si ritrova condivisione con riferimento al concetto di reddito. Per Zappa il reddito è *“un tutto stretto in continua coesione”* ed alla sua determinazione non può giungersi mediante *“la somma dei risultati parziali e particolari”*. Non potendo attribuire “parti di reddito” a “singoli beni”, il capitale economico è un complesso economico, “un tutto unico”, al cui valore si può divenire soltanto mediante un processo di capitalizzazione economica dei redditi. Su tale divergenza, il Maestro non accetta il metodo di valutazione del capitale economico basato sulla stima autonoma dell’avviamento in quanto:

“Il cosiddetto costo dell’avviamento non suole essere altro che una porzione, maggiore o minore, determinata nelle più bizzarre guise, del prezzo di apporto di un complesso economico.” (Zappa, 1920: 672)

“Il valore dell’avviamento di un’impresa in funzionamento, che è la più sintetica espressione della redditività di un’impresa, non può derivarsi dalla scomposizione dei valori attribuiti ai valori patrimoniali: un complesso economico non può scindersi quantitativamente in parti costitutive.” (Zappa, 1920: 670)

La concezione Bestana è differente rispetto alle nuove teorie, basate principalmente sul concetto di capitale economico, sia con riferimento all’oggetto da sottoporre alla capitalizzazione sia conseguentemente al significato del risultato della medesima. Nell’impostazione zappiana la capitalizzazione ha ad oggetto i redditi e il risultato della capitalizzazione esprime il valore complessivo del capitale economico. Nella impostazione Bestana, invece, la capitalizzazione ha ad oggetto soltanto i sovraredditi e la risultante esprime il valore specifico dell’avviamento. Mentre il Besta si affida ad una metodologia mista con stima autonoma dell’avviamento, Zappa propone, in chiave moderna, un approccio diretto *equity side* (tipicamente studiato in relazione ai metodi finanziari) in cui al denominatore i flussi di risultato sono rappresentati dai flussi di reddito, da capitalizzare.

Il concetto di avviamento subisce nel corso del tempo profonde evoluzioni. Esso non si identifica più come elemento del patrimonio suscettibile di stima autonoma ma rappresenta una qualità del processo funzionante dell’impresa, che trova espressione nella capitalizzazione di tutti i redditi aziendali. Tale differenza non fa soltanto riferimento alla diversa definizione attribuita al capitale economico, ma trova riscontro proprio in una diversa definizione di azienda: da azienda definita come somma di fenomeni, negozi e rapporti da amministrare (Besta) si sostituisce quella di azienda – coordinazione economica (Zappa). L’introduzione del concetto di capitale economico ad opera dello Zappa ha contribuito ad attivare, negli anni successivi, il dibattito circa l’opportunità di utilizzare il termine avviamento come differenza tra il capitale economico e il capitale *“determinato apprezzando le singole parti che lo compongono”*.

A tal proposito, però, bisogna ricordare come tale definizione, per il Maestro, sia impropria (Zappa, 1957: 511), portando avanti la necessità di distinguere gli aspetti di definizione dell'avviamento e la metodologia che ne consente la determinazione contabile.

1.3.4. Le metodologie di determinazione dell'avviamento

Le impostazioni dottrinali sulla natura dell'avviamento hanno portato ad esaminare una pluralità di metodologie per esprimere quantitativamente un valore rappresentabile nei bilanci di esercizio. Come già riferito, nella dottrina economico aziendale italiana si ritrova una comunanza nell'aspetto definitorio dell'avviamento, mentre permangono ancora molteplici aspetti critici e divergenti sulla sua quantificazione e sulle modalità di successiva contabilizzazione. Le metodologie di determinazione dell'avviamento rispondono al quesito di valorizzare e quindi di attribuire un valore numerico all'avviamento aziendale, ove tale valore sia generato da operazioni di *merger and acquisition*.

Le principali metodologie sono suddivisibili in due grandi gruppi:

1. le metodologie di stima diretta dell'avviamento: stima sintetica o stima analitica.
2. le metodologie di stima indiretta dell'avviamento.

La metodologia di stima diretta dell'avviamento prevede l'attualizzazione dei sovraredditi futuri attesi (stima sintetica) oppure la stima dei singoli elementi immateriali che compongono l'avviamento (stima analitica). Nel primo caso (stima sintetica) l'avviamento trova espressione quantitativa nell'attualizzare il sovrareddito medio atteso, anche esprimibile dalla nota formula di seguito indicata (1):

$$W = a_{ni} * (R - iK) \quad (1)$$

dove:

R = reddito medio futuro atteso

i = saggio di congrua remunerazione

K = capitale netto rettificato (a valori correnti)

n = anni presunti in cui si esprime il sovrareddito

i' = tasso di attualizzazione del sovrareddito

(R-iK) = sovrareddito, inteso come capacità dell'azienda di produrre redditi superiori al normale ed attribuibili all'avviamento.

Nel secondo caso (stima analitica) l'avviamento trova espressione nella sommatoria degli elementi immateriali stimati analiticamente (2):

$$W = \sum \text{Beni Immateriali} \quad (2)$$

Tale metodo, non applicabile concretamente stante le difficoltà di rappresentare contabilmente i singoli fattori immateriali, esclude dalla valutazione l'aspetto delle sinergie potenziali che potrebbero derivare dalla interazione dei singoli elementi coinvolti. Difatti nel caso in cui si ipotizzi una operazione di aggregazione aziendale dalla quale possa scaturire avviamento, le motivazioni che spingono l'impresa investitrice a procedere con una acquisizione di una impresa target non si esauriscono nei vantaggi economico – finanziari e fiscali ravvisabili dai bilanci dell'impresa target, ma si estendono anche alle possibili sinergie potenziali (Damodaran, 1991; Bhide, 1993), derivanti dalla combinazione di tutti gli elementi patrimoniali attivi e passivi delle imprese coinvolte.

Volendo fare alcune considerazioni in merito al raffronto tra teorie economico aziendali e metodologie di quantificazione dell'avviamento, si può affermare che mentre il concetto di avviamento elaborato Zappa, è coerente con una metodologia diretta, l'avviamento inteso negli studi del Besta, pur riferendosi ad una metodologia diretta, presenta alcune differenze. In particolare: a) la capitalizzazione non è riferita ai redditi attesi ma soltanto ai sovra redditi; b) la metodologia tradizionale attribuisce un valore unico all'avviamento, mentre il Besta ritiene di determinarlo in modo separato rispetto la somma degli elementi tradizionali.

La metodologia di stima indiretta, invece, intende l'avviamento come espressione residuale del confronto tra il valore di cessione del complesso aziendale e il patrimonio netto rettificato (comprensivo anche della parte immateriale suscettibile di individuazione anche se non contabilizzata). Il prezzo di cessione è legato ad una serie di elementi altamente soggettivi quali la forza contrattuale delle parti, le abilità negoziali, le asimmetrie informative e gli interessi economici e non economici delle imprese coinvolte nell'aggregazione (Zanda, Lacchini, Onesti, 2001: 10-11). Difficilmente avremo la coincidenza tra il prezzo di cessione del capitale trasferito e il valore economico del capitale; in tal senso la quantificazione dell'avviamento dipende dal differente approccio utilizzato per determinare il capitale oggetto della transazione.

La valorizzazione del capitale trasferito può essere coerente con due prospettive di indagine differenti:

- ☑ prospettiva *stand alone* nell'ottica del perito indipendente (Guatri, 1996, 1998; Brugger, 1985, Massari, 1984, 1998; Rappaport, 1979, 1989);
- ☑ prospettiva soggettiva nell'ottica dell'investitore o acquirente (Guatri, 1994; Grandis, 1994; Miglietta, 1991).

Nel caso di valutazione nella prospettiva *stand alone* si ottiene una valorizzazione maggiormente indipendente; si determina un cosiddetto valore teorico – astratto neutrale

corrispondente ad una valutazione di un generico investitore estraneo rispetto alle imprese coinvolte. In tale prospettiva l'avviamento risulta essere:

$$\text{Avviamento} = W - K$$

dove:

W = capitale economico *stand alone*;

K = patrimonio netto rettificato

Nel caso, invece, della prospettiva dell'investitore viene posta maggiore importanza sulle sinergie e sulle variabili strategiche che possono scaturire dall'aggregazione. Nella prospettiva del compratore si considera rilevante il *corporate control* e le possibili sinergie acquisibili. In tale prospettiva l'avviamento risulta essere:

$$\text{Avviamento} = P - K$$

dove:

P = prezzo di acquisizione del capitale d'impresa;

K = patrimonio netto rettificato

Nel caso in cui il prezzo di cessione corrisposto sia superiore al valore economico dell'impresa target, significa che l'acquirente paga un "maggior prezzo" espressione dei benefici economici futuri derivanti dalle prospettive di sinergie strategiche attivabili. Nel caso, invece, in cui il prezzo di cessione sia inferiore al valore economico, il "minor prezzo" pagato è espressione di un "cattivo affare". In entrambi i casi si tratta di un cosiddetto *pseudo avviamento* (Angiola, 1997:88) in quanto la natura dello stesso non induce a ritenere corretta la iscrizione contabile nella voce di patrimonio "avviamento". Infatti tale valore rappresenterebbe un insieme di benefici che l'impresa presume di ritrarre dalla impresa acquisenda oppure di sinergie comuni, legati anche all'avviamento originario o interno dell'impresa target.

Le varie modalità di determinazione del valore di avviamento, espressione della prospettiva *stand alone* e soggettiva dell'investitore o acquirente, sono state elaborate da molti autori a partire dalla nozione di capitale economico, come definito da Zappa.

All'approccio teorico si è cercato di integrare dei modelli sistemici che prendessero in considerazione il collegamento tra il reddito e il valore desumibile dalla coordinazione dei beni che costituiscono l'azienda. Si è, pertanto, elaborata la Teoria del plusvalore in base alla quale il valore di avviamento è visto come il differenziale "tra il valore globale dell'impresa e la somma dei valori correnti degli elementi attivi e passivi che compongono il capitale dell'impresa" (Guatri, 1957: 7). In tal senso anche la definizione di Onida, secondo cui l'avviamento è un "complesso di condizioni immateriali, proprie dell'azienda (ubicazione, organizzazione, qualità tecniche e morali del personale, esperienza accumulata, tradizione produttiva, clientela, credito, prestigio, ecc.): condizioni che concorrono a conferire alla gestione una data redditività, in funzione della quale può attribuirsi al capitale economico della stessa azienda, un valore superiore al valore del "capitale di gestione" o di "liquidazione" o del capitale

comunque determinabile in bilancio, stimando analiticamente i diversi componenti del patrimonio, distintamente valutabili.” (Onida, 1971: 659).

Con riferimento alle diverse metodologie di determinazione del valore di avviamento legate all'evoluzione dottrinale della sua natura e definizione, si può evidenziare come qualsiasi metodologia abbia una problematica valutativa nel correlare l'aspetto qualitativo all'aspetto quantitativo dell'avviamento. Come già evidenziato, difatti, ciascuna impostazione metodologica trova limiti e difficoltà a dare una quantificazione dell'avviamento che possa rappresentare la dimensione qualitativa dello stesso, ossia l'insieme dei ragionamenti e delle ipotesi sottesi al diverso concetto di avviamento di volta in volta accolto.

Si è giunti pertanto alla conclusione che la determinazione dell'avviamento, e quindi del capitale economico di un'impresa non esprime in realtà una differenza tra valori attendibili e misurabili ma è piuttosto un fenomeno di tipo qualitativo i cui contenuti sono di difficile individuazione in considerazione della natura intangibile di molti elementi che lo compongono (Migliori, 2007).

Anche l'orientamento del FASB e dello IASB in materia di quantificazione dell'avviamento esprimono molte di tali criticità, precisando che il valore da attribuire a tale posta contabile deve essere legato necessariamente al fenomeno sottostante, da ricercare nelle cosiddette *business combination*: ossia il conseguimento di sinergie e di benefici economici futuri. E' in tale prospettiva che si sviluppa il concetto di avviamento, accolto nei principi IAS/IFRS e US.GAAP, attraverso un approccio basato sull'ottica dell'investitore – acquirente.

1.4. L'avviamento nei paesi di common-law

Dopo avere esaminato l'evoluzione concettuale dell'avviamento in un paese di *code-law* come l'Italia, a conclusione del presente capitolo, è opportuno soffermarsi sul concetto di avviamento nei paesi di origine anglosassone in cui il trattamento contabile del *goodwill* è normativamente legato al *common-law* cioè a normativa non scritta.

In tale contesto l'evoluzione dottrinale dell'avviamento è stata caratterizzata sia dalla presenza di una attenzione particolare alla funzione informativa e quindi alla qualità dell'informazione traibile dai bilanci di esercizio e dai report economico – finanziari, sia dall'esistenza di studi indirizzati a valorizzare quantitativamente l'avviamento generato. Si sono, pertanto, elaborate due principali posizioni dottrinali che consentono di comprendere la sua funzione informativa (Colley and Volkan, 1988: 35-36):

☑ il *goodwill* inteso come capacità dell'impresa di conseguire un “sovrareddito” e dunque redditi superiori rispetto a quelli “normali”: in tale configurazione si fa riferimento soprattutto ad una logica strategica sulla base della quale, in una determinata operazione di aggregazione, l'impresa investitrice dovrà valutare il capitale economico della impresa target, comprensivo di eventuali sinergie ed al netto di eventuali costi da sostenere. In tale prospettiva ci si allontana dal cosiddetto valore economico e si introduce il nuovo concetto di valore strategico. Si delinea, pertanto, uno spostamento

verso il concetto di valore strategico, che esamineremo in modo approfondito nel successivo capitolo.

☑ il *goodwill* inteso come somma dei beni immateriali dell'impresa: tale configurazione appare una scomposizione analitica della precedente, in quanto si mira a disaggregare l'avviamento nell'insieme di fattori immateriali che consentono all'azienda di conseguire una redditività superiore a quella ritenuta "normale". A tal proposito si cita:

“Generally speaking, goodwill has appeared to be an umbrella concept embracing many features of a company's activities that could lead to superior earning power, such an excellent management, an outstanding workforce, effective advertising and market penetration. None of these factors has been recognized as an asset in the accounts, as all of them are difficult to identify and impossible to sell separately. Some asset, however, which have traditionally been included within goodwill, can be individually identified and are separable from the enterprise itself, as may be the case of patent, licenses, newspapers titles, copy-right, trademarks and brands, all of which may grant their owners rights to future benefits.” (Tweede and Blanket, 1989)

Quindi, la dottrina anglosassone ha sempre privilegiato una ricerca del valore economico basato sui metodi finanziari, legata maggiormente al mercato e pertanto più direttamente correlata ai *fair market value*; la dottrina europea ed italiana hanno, invece, sempre privilegiato delle metodologie che prendessero in considerazione aspetti qualitativi e quantitativi del patrimonio aziendale (Ceriani, 1990; Massari, 1984). Un altro aspetto di rilievo è rappresentato dalla difficile convergenza tra le normative di riferimento per il trattamento contabile dell'avviamento. Difatti, le diverse regolamentazioni dei Paesi europei in materia di contabilizzazione dell'avviamento non hanno facilitato a livello mondiale un trattamento comune applicabile a livello generalizzato.

Seppur, infatti, abbiamo assistito, nei Paesi di origine anglosassone, ad una evoluzione storica del concetto di avviamento simile a quella dei paesi dell'Europa Occidentale (nel senso di avere verificato la presenza delle diverse fasi storiche che abbiamo definito *static phase*, *weakened static phase* e *dynamic phase*), le imprese americane hanno adottato ampie e soggettive politiche di bilancio stante la libertà di scelta, almeno fino 2001, del metodo adottabile per la quantificazione e la successiva allocazione contabile del *goodwill*.

Un primo orientamento, in tal senso, proponeva l'eliminazione immediata dell'avviamento contro riserve patrimoniali, in virtù del principio di prudenza. La tesi opposta, invece, proponeva l'iscrizione del *goodwill* nell'attivo patrimoniale e l'ammortamento annuo in base alla vita utile stimata. Un'ulteriore tesi, in verità poco seguita, proponeva, invece, l'iscrizione perenne dell'avviamento quale immobilizzazione, senza un ammortamento completo, nella prospettiva che una parte di quanto pagato in eccesso rispetto al patrimonio della impresa acquistata, non avesse una vita utile finita ma

piuttosto infinita. Le possibilità appena indicate hanno alimentato nei paesi di origine anglosassone vari e lunghi dibattiti sul cosiddetto “*accounting for goodwill*”.

Le prime definizioni di avviamento nei paesi anglosassoni erano strettamente legate all’oggetto dell’operazione, al trasferimento di una azienda o un ramo d’azienda, alla misurabilità dello stesso in termini monetari, oppure ai profitti attesi rispetto ad una redditività media. A tal proposito si ripropongono le seguenti definizioni:

“*Goodwill is described as a willingness of an owner of a business to relinquish the expectation of the business by transferring it for a consideration to someone else, which is known as ‘selling the goodwill of that business.’*”
(Bithell, 1982 – *transferring approach*)

“*Goodwill must be more or less persistent and of definite duration, must exist as a result of a business acquisition and must be measurable in monetary terms.*” (Yang, 1927 – *monetaring approach*)

“*Goodwill is simply conceptualized as the present value of a number of years of abnormal expected returns for the type of business concerned. Thus, in this view the total value of a business is the sum of the present values of the normal returns from the identifiable net asset and the present value of the super-normal returns.*” (Bryer, 1995 – *profit approach*)

Il dibattito anglosassone si è orientato da un lato sulle diverse metodologie per la valorizzazione del goodwill e dall’altro lato sulle diverse tecniche possibili per la sua contabilizzazione in bilancio.

Sotto il primo aspetto si trovano originariamente due metodologie di quantificazione dell’avviamento (Hatfield, 1927):

☑ il primo metodo prevede l’attualizzazione dei profitti netti per ottenere il valore complesso del complesso aziendale e successivamente si detrae il valore netto delle immobilizzazioni tangibili. Tale metodologia indiretta prevede, pertanto, la valorizzazione dell’intera impresa e per differenza la determinazione di tutti gli elementi intangibili che vanno sotto il nome di *goodwill*. Non vi è separazione tra gli elementi intangibili ma essi vengono complessivamente assimilati per differenza all’avviamento (Sulaiman, 1994).

☑ il secondo metodo prevede l’attualizzazione solo dei sovra-redditi; in tale prospettiva ogni *asset* viene valorizzato individualmente per comprendere se possa garantire dei sovra-profitti, mediante la determinazione del tasso di investimento sul capitale investito.

Sotto il secondo aspetto, invece, la letteratura anglosassone ha proposto tre principali alternative per l'iscrizione a bilancio dell'avviamento quantificato secondo uno dei metodi sopracitati:

- ☑ la prima scuola di pensiero prevede di spendere immediatamente l'avviamento acquistato (Spacek, 1964) contro riduzione del patrimonio netto. Tale metodo prevedeva l'impossibilità di potere definire un periodo di ammortamento, stante il fatto che molti *business* avrebbero avuto un declino e quindi non avrebbero garantito alcun extra-profitto; inoltre, non essendo l'avviamento separabile da eventuali altri intangibili, si sarebbe attribuito un non chiaro extra reddito anche a quella parte di intangibili che per loro natura non avrebbero garantito alcun profitto superiore alla redditività media.
- ☑ la seconda scuola di pensiero contestava l'eliminazione dell'avviamento, salvo casi particolari in cui si dava evidenza che quell'avviamento non avrebbe aumentato la redditività attesa dell'impresa (Zeff and Dharan, 1994).
- ☑ la terza scuola di pensiero sosteneva l'ammortamento sistematico dell'avviamento iscritto a stato patrimoniale, in accordo con il principio di competenza per cui i costi imputati (rappresentati dall'ammortamento) dovevano essere coerenti con i maggiori ricavi ottenibili con l'avviamento iscritto. Ovviamente l'avviamento iscrivibile era solo e soltanto quello acquisito a titolo oneroso, in forza anche del fatto che ciascuna impresa ha al proprio interno un avviamento latente derivante anche dai rapporti con i propri clienti e fornitori, ma non chiaramente esprimibile quantitativamente (Lee, 1971).

Negli Stati Uniti il dibattito sulle diverse modalità di contabilizzazione dell'avviamento è iniziato nei primi anni del XX secolo, anche se il pronunciamento ufficiale è datato nel 1944. L'*Accounting Research Bulletin* n. 24 inizialmente prevedeva due modalità per l'imputazione a bilancio dell'avviamento acquisito a titolo oneroso; nulla era detto per l'avviamento generato internamente. Veniva, difatti, raccomandata l'imputazione a stato patrimoniale dell'avviamento, con vita utile stimata, ed il contestuale ammortamento coerente con i ricavi generati. L'altra alternativa, applicabile nell'impossibilità di attribuire una vita utile all'ammortamento, prevedeva senza riscontro a conto economico l'elisione dell'avviamento contro patrimonio netto. Soltanto dal 1953 venne proibita la seconda alternativa mediante l'emanazione dell'*Accounting Research Bulletin* n. 48; dal 31 ottobre 1970 con l'entrata in vigore dell'Opinion n. 17 (Intangibles Asset) dell'APB (Accounting Principles Board) venne ulteriormente precisato che l'avviamento acquisito a titolo oneroso avrebbe dovuto essere capitalizzato ed ammortizzato per un periodo non superiore ad anni 40 (quaranta).

A partire dal 2001 negli Stati Uniti si sviluppa, come già illustrato, la cosiddetta quarta fase storica dell'avviamento: la fase attuariale (*the actuarial phase*). In tale ottica l'avviamento è percepito a tutti gli effetti come una immobilizzazione a vita indefinita che dipende direttamente dai flussi di cassa futuri; non si procede quindi più all'ammortamento (che prevede l'ipotesi di un bene a vita finita) ma al cosiddetto *impairment test*. L'avviamento acquisito individualmente o generato in una business

combination non è più assoggettato ad ammortamento quanto piuttosto ad un test che consente di comparare il valore iscritto a bilancio con i flussi di cassa delle *reporting unit*.

Il concetto di avviamento non più considerato una immobilizzazione a vita definita trova conferma negli sforzi per una maggiore convergenza ed armonizzazione esistente tra principi contabili internazionali IAS/IFRS e US.GAAP. Difatti, questa nuova espressione contabile dell'avviamento trova riscontro sia nei principi US.GAAP con l'adozione del FAS 141(R), FAS 142, APB Opinion n. 16 (Business Combination – AICPA, 1970) e APB Opinion n. 17 (*Intangible Asset* – AICPA, 1970), sia nei principi contabili internazionali IAS/IFRS con l'adozione, a partire dal 31 marzo 2004 dell'IFRS 3 (*Business Combination* – IASB, 2004) , in sostituzione dello IAS 22, e dello IAS 38 (*Intangible Asset* – IASB, 1998) e dello IAS 38R (2004) e *dell'additional consequential amendment* sullo IAS 38, in vigore dal 1° luglio 2009, riguardante le modifiche introdotte dall'IFRS 3 aventi ad oggetto la misurazione del *fair value* nelle operazioni di *business combination* (IAS 38 amendment – IASB, 16 aprile 2009).

Siamo, pertanto, in una nuova fase in cui nell'ottica di armonizzazione dei principi contabili, nell'avviamento riemergono sia le problematiche riguardanti gli aspetti qualitativi - in quanto rappresentano un elemento residuale rispetto alle altre immobilizzazioni immateriali (IAS 38 – *Intangibles Asset*; SFAS 142 - *Goodwill and Other Intangible Asset*), sia le criticità legate agli aspetti quantitativi - nelle diverse modalità per apprezzarne il valore in sede di prima iscrizione e di iscrizione negli esercizi successivi (IAS 36 – *Impairment Test*, IFRS 3 e 3R – *Business Combinations*; SFAS 141 e 141R – *Business Combinations*). Nel proseguo della trattazione si esaminerà non solo l'aspetto qualitativo dell'avviamento, anche con riferimento alle potenziali sinergie ottenibili da operazioni di aggregazione, ma anche l'aspetto quantitativo di valorizzazione e successiva imputazione a bilancio, rammentando che pur in presenza di un percorso di armonizzazione dei principi contabili, permangono alcune differenze che impongono l'adozione di diverse metodologie di contabilizzazione con riflessi patrimoniali ed economici differenti sui bilanci della società acquirente.

CAPITOLO SECONDO

Le operazioni di merger & acquisition: profili teorici e strategici

Sommario

2.1. Prospettive teoriche delle operazioni di M&A 2.1.1. Sistema azienda ed operazioni di M&A 2.1.2. Tipologie di acquisizioni **2.2.** Le relazioni tra valore strategico e le sinergie potenziali 2.2.1. Valore economico e valore strategico 2.2.2. Le determinanti del valore strategico. **2.3.** Il processo di acquisizione 2.3.1. Introduzione 2.3.2. La definizione di una strategia di acquisizione 2.3.3. La scelta dell'impresa target e sua valutazione 2.3.4. La determinazione dell'acquisition price e copertura del fabbisogno finanziario. **2.4.** La valutazione delle acquisizioni 2.4.1. Il valore economico 2.4.2. Metodologie finanziarie di valutazione 2.4.3. Il valore differenziale nella valutazione delle acquisizioni.

2.1. Prospettive teoriche delle operazioni di M&A

2.1.1. Sistema azienda ed operazioni di M&A

Nell'ambito delle diverse tipologie di relazioni e correlazioni tra le diverse imprese, intese come sottosistemi, e le imprese con l'ambiente sovrastante, appare utile individuare un importante strumento adottato da molte imprese quale mezzo di integrazione e di potenziale sviluppo delle medesime: le operazioni di *merger and acquisition* (di seguito anche M&A). Nel contesto delle diverse relazioni che ciascuna impresa instaura con altre imprese (clienti, fornitori, concorrenti, ecc.) un'importante strategia per potere ottenere e monitorare le risorse critiche (*critical resources*), necessarie allo svolgimento dell'attività d'impresa ed al perseguimento degli obiettivi aziendali, è quella di mettere in essere delle operazioni di M&A. Gli studi sulla dipendenza dalle risorse ritengono che ciascuna organizzazione debba "mutarsi" in relazione al proprio ambiente al fine di ottenere efficienza nella acquisizione delle risorse (Scott, 1987). L'esigenza di acquisire delle risorse crea delle relazioni di dipendenza tra ciascuna organizzazione e le imprese esterne ad essa, tipicamente rappresentate da fornitori e *competitor*. Tali relazioni possono essere organizzate in modo maggiormente efficiente se l'organizzazione è in grado di controllare il flusso di risorse critiche necessarie, al fine di limitare il più possibile le dipendenze da altre organizzazioni. In altri termini, le organizzazioni dovrebbero essere in grado di iniziare un processo di internalizzazione, mediante le operazioni di M&A, al fine di avere accesso alle risorse critiche, di aumentare il potere contrattuale nel proprio ambiente e di neutralizzare eventuali mosse dei *competitor* (Thorelli, 1986; Pfeffer and Salancik, 1978).

Si notino a proposito le seguenti citazioni:

“*Survival is an important goal of organizational strategy* (Porter, 1991). *In many industries, the high rate of organizational dissolution means that continued operation of an organization becomes a serious goal. Organizational survival depends, in large part, on the ability to gain access to resources* (Pfeffer and Salancik, 1978). *Since organizations are not self-contained systems, they need to obtain resources from other organizations, such as customers and suppliers* (Cameron, 1987). *Determining the optimal approach to gaining access to and control over needed*

resources is an important strategic question (Pfeffer, Aldrich, 1976; Pfeffer and Salancik R., 1978). The answer to this question is related to the question of when bridges to other organizations in the environment (Thompson, 1967) have organizational consequences, either for good or ill (Scott, 1995).”

“Organizational decision makers can choose between two broad alternatives to obtain resources from other organizations. They can create dense linkages to other organizations or they can avoid such strong interconnection (Pfeffer and Salancik, 1978). Organizations can be said to have dense linkages to other organizations when they have formal or informal agreements to engage in activities that influence each other’s ability to interact with the environment (Bresser, Harl, 1986). Organizations establish dense linkages, or strategically connect themselves to aspects of the environment, to reduce environmental uncertainty (Astley and Fombrun, 1983) by augmenting the predictability of actions (Bresser, Harl, 1986).”

Esistente, pertanto, il legame tra sottosistemi aziendali e operazioni di M&A, è opportuno soffermarsi sulle operazioni di *merger and acquisition*, che rappresentano una importante strategia di espansione esterna dell’impresa. Nella letteratura italiana ed anglosassone non si ritrova alcuna definizione univoca a riguardo. Di seguito vengono indicate le più comuni definizioni. Con il termine *merger* si intende una transazione nella quale un soggetto denominato *acquiror* acquisisce la proprietà del pacchetto azionario o dei beni di un soggetto denominato *target*. Si perviene ad uno scambio moneta – titoli azionari. In tale fattispecie, pertanto, rientrano sia le operazioni di fusione propriamente detta, di fusione per incorporazione ed i conferimenti d’azienda o di ramo d’azienda. Di seguito se ne indicano alcuni aspetti caratteristici.

a) operazioni di fusione: fusione propriamente detta e per incorporazione

Nel caso di fusione propriamente detta due o più società si compenetrano costituendo una nuova società; i soci delle società partecipanti alla fusione, in cambio delle azioni possedute, riceveranno delle azioni della nuova società, in base ad un rapporto “ragionato”, del patrimonio delle società e dei loro valori economici, denominato “rapporto di concambio o di scambio”. Nel caso, invece di fusione per incorporazione delle due o più società partecipanti, una rimane in vita (società incorporante) e l’altra o le altre vengono estinte (società incorporate); in tal caso, ai soci delle società estinguende vengono consegnate azioni della società incorporante, sempre in base ad un determinato rapporto di scambio. In entrambe le fattispecie la proposta di fusione deve essere accettata dal *board* direttivo della società *target*. Successivamente gli azionisti di riferimento dovranno accettare o rigettare la proposta raccomandata dal *management*. In genere le proposte di fusione fanno riferimento ad un’offerta di acquisto sulle azioni della società *target* superiore al loro valore di mercato, in modo da garantire agli azionisti larghi guadagni in conto capitale (*capital gain*) (Loughran and Vijh, 1997).

Un'ulteriore definizione di *merger* è, altresì, riscontrabile nell'*Oxford Dictionary of Business* (2nd edition, 1996) rielaborata da Frank Coultard (2000):

“A combination of two or more businesses on an equal footing that results in the creation of a new reporting entity formed from the combining businesses. The shareholders of the combining entities mutually share the risks and rewards of the new entity and no one party to the merger obtains control over the other. 'Acquisition and Merger' to qualify as a merger a combination must satisfy four criteria: a) no party is the acquiror or acquired; b) all parties to the combination participate in the management structure of the new entity; c) the combining entities are relatively equal in terms of size; d) the consideration received by the equity shareholders of each party consists primarily of equity shares in the combined entity, any other consideration received being relatively immaterial.”

b) operazioni di conferimento d'azienda: diverse configurazioni

Il conferimento, invece, è l'operazione mediante la quale i soggetti che partecipano a un soggetto collettivo attribuiscono a quest'ultimo le risorse patrimoniali necessarie per il perseguimento dell'oggetto sociale, in esecuzione della specifica obbligazione assunta nei confronti della società in sede di sottoscrizione delle azioni o quote rappresentative del capitale sociale.

Un'operazione di conferimento d'azienda può infatti essere attuata:

- ✓ con finalità di realizzo dei plusvalori insiti nel complesso aziendale conferito (c.d. “conferimento modello cessione”).
- ✓ con finalità di ristrutturazione degli assetti “interni” (organizzativi, societari e proprietari), ossia senza finalità di realizzo (c.d. “conferimento modello trasformazione”).

Le operazioni di conferimento che vengono effettuate con finalità di realizzo presentano maggiori punti di contatto con le operazioni di cessione, posto che ne condividono la sottostante finalità realizzativa del complesso aziendale (e, non a caso, vengono nella prassi contabile identificate come “conferimenti modello cessione”).

La finalità di realizzo del complesso aziendale può essere ravvisata, in linea generale, nei contesti operativi caratterizzati dalla presenza di altri soci nella compagine societaria della conferitaria:

Un'operazione di conferimento d'azienda può infatti essere attuata:

- ✓ altri soci conferenti, nel caso in cui l'operazione abbia luogo in sede di costituzione della società conferitaria;
- ✓ “vecchi” soci della conferitaria, nel caso in cui l'operazione abbia luogo in società preesistente al conferimento dell'azienda.

In particolare, la finalità e la natura realizzativa dell'operazione appare evidente nel caso in cui, per effetto del conferimento, il conferente perda il controllo del complesso aziendale conferito (ossia riceve in cambio una partecipazione minoritaria nella conferitaria). Le operazioni di conferimento che, invece, non presentano la predetta caratteristica, ma risultano principalmente informate ad una politica di ristrutturazione

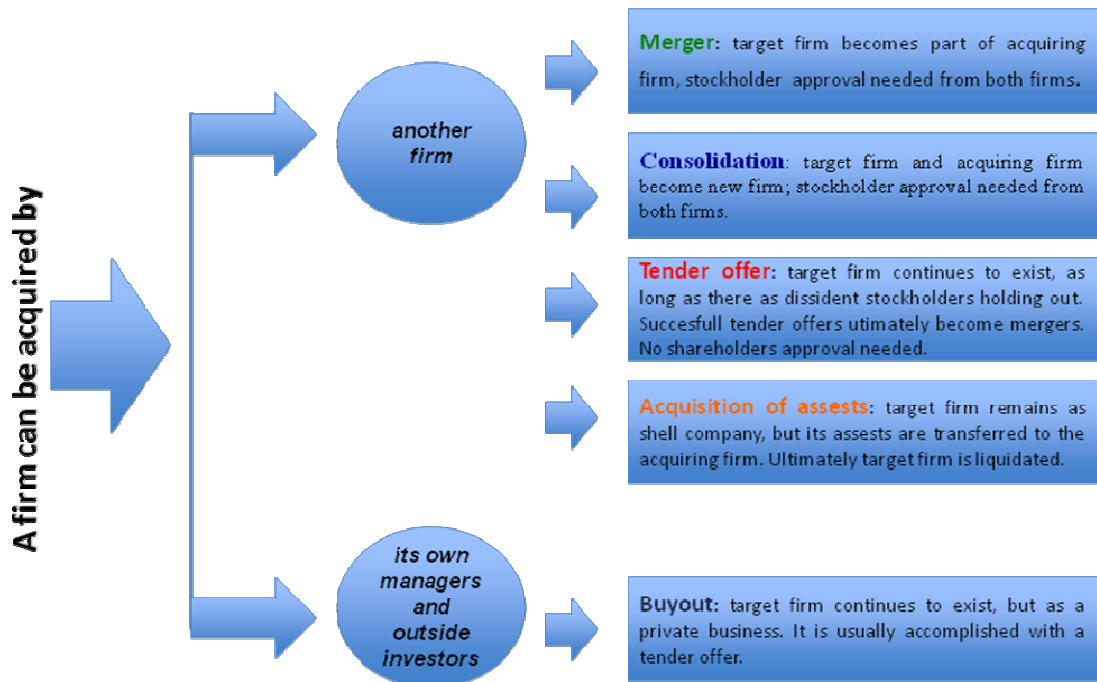
interna, sono rappresentate tipicamente dai conferimenti effettuati in società che risultano interamente possedute dal conferente. In questi casi, infatti, il conferente non realizza il valore dell'azienda conferita, né in tutto né in parte, ma procede bensì ad una mera "trasformazione" nel proprio stato patrimoniale dell'azienda (bene primario) in partecipazione totalitaria (bene secondario). Non a caso, dette operazioni vengono nella prassi contabile identificate come "conferimenti modello trasformazione". Con il termine *acquisition*, invece, intendiamo una transazione nella quale un soggetto denominato *acquiror*, di dimensioni medio – grandi, acquista un'azienda o un ramo d'azienda da parte di una società di dimensioni minori. In tale operazione si perviene ad uno scambio moneta – azienda. Vengono, pertanto ricomprese, in tale definizione le operazioni di cessione d'azienda. In tale fattispecie un soggetto denominato cedente cede, dietro corrispettivo monetario, ad un soggetto detto cessionario l'azienda o un ramo d'azienda. Pertanto, l'oggetto della cessione è rappresentato dall'azienda cioè un complesso di beni tra loro coordinati per lo svolgimento di un'attività imprenditoriale (nella normativa italiana si veda l'art. 2555 del Cod. Civ.). La dottrina considera, pertanto, il bene azienda come una *universalità di fatto*. Essa costituisce, in altri termini, la "proiezione patrimoniale" dell'impresa, ossia di quell'organismo economico che si concreta in una organizzazione di elementi personali e reali operata per il raggiungimento di un risultato economico da parte di un soggetto che si qualifica imprenditore. L'azienda si sostanzia, dunque, in un aggregato di beni, mobili o immobili, materiali o immateriali, i quali conservano la loro individualità, ma che, da un punto di vista giuridico, subiscono un'unificazione in vista della unitarietà della loro destinazione economica.

2.1.2. Tipologie di acquisizioni

Abbiamo esaminato nel precedente paragrafo come sia possibile suddividere le operazioni di M&A in base alla natura del rapporto sottostante tra le varie imprese partecipanti. Se il rapporto prevede moneta contro pacchetto azionario (*money versus share*) si delineano le operazioni di fusioni (propriamente dette o per incorporazione) o di conferimento d'azienda, mentre se il rapporto prevede moneta contro azienda (*money versus entity*) si delineano le operazioni di cessione d'azienda. Nel primo caso si avranno le cosiddette operazioni di *merger* e nella seconda fattispecie si avranno le operazioni di *acquisition*. Spostando l'attenzione sugli studi anglosassoni di finanza aziendale (Damodaran A., 1991), a partire dagli anni '90, è stata introdotta una nuova prospettiva di indagine che si concentrava non più sul rapporto sottostante tra cedenti e cessionari ma piuttosto sul processo di acquisizione che richiede da un lato la proposta di accettazione da parte degli *shareholders* e dall'altra la definizione di un determinato *premium price* e di *acquisition price*. In tale processo di acquisizione, l'operazione di *merger*, e quindi la logica di ricevere come contropartita delle azioni o quote della società neocostituenda o incorporanda, viene visto come un mero ed alternativo mezzo di pagamento. Più precisamente le vie attraverso le quali, in modo differente, è possibile acquisire una impresa sono le seguenti (Damodaran, 1991):

- a) *merger*: in tale ipotesi la società target viene acquisita dalla società incorporante. La società target cessa di esistere e diviene parte integrante della società acquirente. Un esempio negli Stati Uniti è rappresentato da Digital Computers (target) acquisita mediante fusione per incorporazione nel 1997 da Compaq (incorporante).
- b) *consolidation*: in tale ipotesi l'operazione dà luogo alla creazione di una nuova società e sia gli azionisti della società acquirente sia quelli della società *target* ricevono azioni della neo costituita. Un esempio negli Stati Uniti è rappresentato da Citigroup, creata dalla fusione di Citicorp e di Travelers' Insurance Group.
- c) *tender offer*: in tale ipotesi una società rende noto l'intenzione di acquisire un determinato pacchetto azionario di una società *target*, ad uno specifico prezzo. La società acquisita continuerà ad esistere se esistono azionisti di minoranza (*minority stockholder*) che hanno rifiutato l'offerta. Da un punto di vista pratico le *tender offer* diventano *merger* se la società acquirente ha il controllo della società *target*.
- d) *purchase of asset*: in tale ipotesi una società acquisisce le immobilizzazioni (materiali ed immateriali) di un'altra società.
- e) *management buyout or leveraged buyout*: in tale ipotesi una società è acquisita dal suo stesso *management* o da un gruppo di investitori esterno. Nel caso in cui siano coinvolti i *manager* interni si tratta di *management buyout* (MBO), mentre se l'offerta di acquisto perviene da debiti contratti, si tratta di *leveraged buyout* (LBO). Di seguito si schematizzano le differenti transazioni e le corrispondenti conseguenze per le imprese target (Tabella n. 2.1.1. *Classificazione delle acquisizioni*).

Tabella 2.1.1. Classificazione delle acquisizioni



Fonte: Damodaran A. (1991), Corporate Finance: Theory and Practice, John Wiley and Sons.

2.2. Le relazioni tra valore strategico e le sinergie potenziali

2.2.1. Valore economico e valore strategico

Nelle operazioni di *merger and acquisition* l'obiettivo principale dell'impresa acquirente è quello di creare valore facendo forza sulle differenti sinergie potenziali che dovrebbero crearsi a seguito dell'integrazione delle attività della medesima e dell'impresa target. La creazione di valore è un elemento che lo si ritrova sia come obiettivo nelle operazioni di integrazione sia come nozione generalmente accolta, da diversi decenni, da parte degli economisti aziendalisti. Tale concetto è strettamente legato non solo al valore economico attribuibile alla impresa *target* ma anche ad una serie di elementi economici e patrimoniali che caratterizzano ed influenzano l'obiettivo di massimizzazione del valore del capitale d'impresa, legata alla massimizzazione del profitto.

Nasce, infatti, da I. Fischer il concetto di valore del capitale (W) definito come l'attualizzazione del flusso di redditi futuri che esso è capace di generare. Contrapposto al concetto di valore del capitale si trova il costo dell'investimento (C) e molti studi hanno posto l'attenzione sulla differenza tra W e C e quindi sulla ricerca del tasso di eguaglianza tra W e C. In tali studi è presente la percezione di massimizzare W o il rapporto W/I (Hicks, Fischer, Bohm-Bawek). In tale prospettiva, applicando questa considerazione alle operazioni di acquisizione, affinché tale aggregazione sia conveniente in termini economici è necessario che il valore creato dall'operazione²⁶ (o valore strategico) sia superiore al costo dell'investimento inteso come somma tra il prezzo della acquisizione e i costi che comunque vanno sostenuti per rendere effettiva l'operazione. Concordi in tale definizione anche altri autorevoli autori (Frattini, 1984; Haspeslagh and Jemison, 1987; Macrì, 1992). La definizione di valutazione strategica d'impresa si presta, però, ad alcuni dubbi, in quanto può riferirsi a due significati: valutazione della strategia e valutazione dell'impresa in ottica strategica.

Tali significati pur avendo in comune numerose comunanze di tipo metodologico e lessicale sono due questioni completamente differenti (Gozzi, 1990). Differente risulta, infatti, l'oggetto della valutazione: nel primo caso, il concetto di strategia è più ambiguo e plurivoco di quello dell'azienda; in azienda possono coesistere più strategie emergenti o deliberate che possono essere modificate. Inoltre è, spesse volte, differente l'orizzonte temporale di riferimento. L'azienda deve essere gestita nell'ottica del *going concern*, mentre le strategie hanno orizzonti temporali più brevi.

Nella stima strategica della società *target* è necessario analizzarla attentamente in termini di "prodotti, clienti, tecnologie nonché di strutture e risorse produttive, nell'ambito del contesto ambientale di riferimento, ovvero diviene opportuno acquisire un'adeguata conoscenza della formula imprenditoriale sottostante alla gestione acquisenda (Coda e Mottura, 1985). Il concetto di valore strategico può essere determinato come somma del capitale economico – che definiremo nel proseguio della trattazione - *stand alone*

²⁶ Con tale espressione si intende "il valore limite che potenziali candidati all'acquisizione dell'impresa possono attribuirle tenendo conto, oltre che dei valori odierni e potenziali del capitale economico, dei vantaggi che essi possono o immaginano di potere ottenere dalla acquisizione. Vantaggi (o sinergie) che i singoli candidati valutano unilateralmente e che perciò conducono, caso per caso, a risultati diversi" [Guatri L., 1992].

(astratto) delle sinergie realizzate mediante l'operazione di acquisizione e il valore delle opportunità incrementali che risultano accessibili qualora si riesca a concretizzare l'acquisizione stessa. A tale proposito si cita quanto segue:

“After all, shareholder value depends not on premerger market valuation of the target company but on the actual acquisition price the acquiring company pays compared with selling company's cash flow contribution to the combined company.” (Rappaport, 1979)

In altri termini il valore strategico è un aggregato più ampio del valore economico *stand alone*, in quanto ricomprende anche valutazioni soggettive legate alle sinergie potenzialmente esprimibili a seguito dell'aggregazione. Ovviamente tanto più elevata sarà la quantificazione del valore strategico, in modo proporzionale, tanto maggiore sarà l'attitudine dell'impresa acquirente a sostenere un *acquisition price* più alto e quindi ad avvicinarsi alle richieste dell'impresa *target*. Il valore creato dall'impresa invece è valutabile quantitativamente *ex-post* ad acquisizione avvenuta e potrebbe o meno discostarsi dal valore strategico teorico quantificato *ex-ante*. In formula (1):

$$W_s = W + S + O \quad (1)$$

dove:

W_s = valore strategico;

W = valore economico;

S = sinergie complessive scaturenti dall'operazione: operative, finanziarie.

O = ulteriori opportunità incrementali derivanti dall'operazione.

La quantificazione del valore economico è sostanzialmente la medesima prevista per la valutazione *stand alone* dell'impresa *target*, senza differenze logico-concettuali ed operative. Possono, pertanto, essere utilizzate le diverse metodologie a disposizione basate su grandezze flusso (flussi di reddito o di cassa), grandezze stock (patrimonio e beni immateriali) o grandezze flusso-stock (metodologie miste). La quantificazione delle sinergie, invece, rappresenta un aspetto molto critico e controverso: di solito, come abbiamo già avuto modo di approfondire, vengono stimate le grandezze flusso (monetario o reddituale), in una logica differenziale, attualizzando ad un determinato tasso di interesse.

Un esempio in tal senso può essere rappresentato da un soggetto economico di un gruppo che deve attribuire una valutazione strategica ad una azienda cedenda; stante il fatto che la cessione riguarda una forma di investimento (disinvestimento) alternativo rispetto a quella di mantenere e sviluppare nel gruppo l'azienda in predicato di essere ceduta, la valutazione strategica effettuata rappresenta il limite inferiore al di sotto del quale l'operazione perde la sua convenienza economica. Difatti, la convenienza ad

effettuare una decisione di disinvestimento attraverso la cessione di una azienda, si avrà soltanto nell'ipotesi in cui il valore ottenuto dalla cessione risulta essere superiore al valore creato dall'azienda, comprensivo delle sinergie potenziali, se essa fosse mantenuta nell'ambito del proprio gruppo di appartenenza (Hexter, 1968). In tale fattispecie la metodologia valutativa consigliata per la determinazione della convenienza della cessione è quella della economicità del gruppo (Onida, 1971): essa dovrà essere riesaminata nell'ambito del concetto di gruppo aziendale con riferimento ai due requisiti - postulati rappresentati dall'equilibrio economico e dell'adeguata potenza finanziaria. A questo riguardo, pertanto, il valore strategico nell'ottica del cedente deve essere riferito alla stima della perdita che il soggetto cedente subisce per il fatto di non avere nel proprio gruppo l'azienda ceduta con tutte le economie e i vantaggi netti che essa apporta al sistema azienda gruppo. Quindi la stima del valore dell'azienda da cedere è dato dalla differenza tra il valore complessivo del gruppo compresa l'azienda ed il valore del medesimo senza l'azienda cedenda. E'opportuno, però, ricordare come tale valutazione differisca dalla determinazione del capitale economico fatta dal perito estimatore, per due ordini di motivi:

1) i vantaggi e gli svantaggi dell'appartenenza al gruppo delle parti coinvolte (azienda cedenda e le aziende appartenenti al gruppo) non sono perfettamente simmetrici nel senso che ad un vantaggio quantificato come X goduto dall'azienda cedenda non corrisponde esattamente uno svantaggio del medesimo X sulle aziende appartenenti al gruppo dopo la cessione.

2) il perito estimatore indipendente procede ad esaminare il valore del capitale economico senza prendere in esame le strategie del venditore, che incidono sul valore delle sinergie che si sviluppano tra l'azienda da cedere e le altre aziende del gruppo. Il perito, inoltre, normalizza il reddito dell'azienda da cedere in relazione alla gestione straordinaria non ripetibile e in funzione dei costi, ricavi e redditi che derivano dal distacco dell'azienda dal suo gruppo (eliminazione delle sinergie di gruppo che comportano vantaggi e svantaggi per le varie aziende). Nella valutazione strategica il reddito, invece, è normalizzato in funzione al gruppo ed alle strategie ovvero in base al comportamento strategico che il soggetto economico del gruppo intende perseguire (Zanda, Lacchini, Onesti, 2005).

2.2.2. Le determinanti del valore strategico

Definito il concetto di valore strategico e le sue differenze concettuali rispetto al valore del capitale economico è interessante soffermarsi sui fattori che influiscono nella determinazione e, quindi, nella quantificazione del valore strategico. Tale valore è espressione anche della componente più rilevante rappresentata dal valore economico. Nella dottrina anglosassone il valore economico è rappresentato dal valore di mercato del capitale, espresso dalle quotazioni di borsa (che determina il concetto di creazione di valore azionario), mentre nella dottrina italiana ci si riferisce al valore *stand alone* determinato con criteri generali, razionali e dimostrabili. La trasferibilità del valore economico sui prezzi di mercato è un fatto successivo, auspicabile ma non necessario. In qualsivoglia operazione di fusione e acquisizione, il valore del capitale strategico è

strettamente legato al valore del capitale economico, alle sinergie operative, finanziarie, ai premi per il controllo e ad opportunità incrementali derivanti dall'operazione di aggregazione. Tali elementi sono strettamente connessi alle strategie ed alle politiche d'impresa che incidono sui fattori chiave.

Più precisamente:

- ☑ il valore del capitale economico distinto in valore odierno (W) della società target e valore opportunità (W_o), derivante dalle opportunità di crescita potenziali (sinergie).
- ☑ il valore attuale del capitale economico, che dipende dal tasso di sconto (comprensivo di un tasso degli investimenti senza rischio (i) e da un tasso di maggiorazione per i rischi specifici del settore e dell'impresa (premium risk)) e dai flussi di cassa da attualizzare (FCFO nell'approccio *asset side* oppure FCFE nell'approccio *equity side*) e dalla durata attribuibile (n).
- ☑ il valore delle opportunità di crescita del capitale economico (W_o) dipendente dal tasso di profitto ($ROE-i$), dalla durata del profitto (n) e dal potenziale di crescita (g) che, a sua volta, è strettamente legato alla variazione attesa delle vendite nel settore (V), dalla variazione attesa nella quota di mercato posseduta (Q) e dalle modalità con cui l'impresa è in grado di attrarre risorse finanziarie cioè attraverso l'autofinanziamento interno (C_i capitale interno mediante la ritenzione degli utili) oppure attraverso forme di finanziamento esterne (C_e mediante aumenti di capitale o indebitamenti bancari).
- ☑ le politiche e le strategie incidenti sui fattori chiave. Tra di esse è possibile individuare la ricerca dei vantaggi competitivi (leadership nei costi, differenziazione, focalizzazione) – incidenti su ROE e sul tasso di profitto -, la massimizzazione della durata di tali benefici – incidente su n -, la politica di autofinanziamento adottata, che attraverso la determinazione del pay-out²⁷, determina la capacità di autofinanziamento – incidente su C_i e su g -, le politiche di marketing, che attraverso V e Q , incidono su g e la politica di controllo sui prezzi - incidente su i -.

Ai fini di un corretto inquadramento concettuale è opportuno soffermarsi sulle opportunità di crescita del valore, che rappresenta l'accrescimento del valore economico dell'impresa nel tempo. La dottrina anglosassone (Fruhan, 1979; Copeland, Koller and Murrin, 2000) ha da sempre individuato quali elementi determinanti per creare nuovo valore i seguenti fattori:

1) *il tasso di profitto* (T_p) rappresentato dall'espressione ($ROE-K_e$), dalla differenza tra il rendimento atteso del capitale proprio (ROE) ed il costo del capitale proprio (K_e). In formula (2):

$$T_p = ROE - K_e \quad (2)$$

²⁷ Per pay-out ratio intendiamo il rapporto tra la somma dei dividendi (utili distribuiti) e l'utile netto complessivo. Esso pertanto, indica, la porzione dell'utile netto destinato ad essere distribuito agli azionisti.

L'importanza è intuitiva: infatti, se il capitale proprio costa ad esempio il 7% e rende, in prospettiva il 10%, significa che ogni investimento aggiuntivo (sia attraverso autofinanziamento interno sia mediante indebitamento esterno) avrà un effetto positivo sui valori del capitale proprio e quindi su W e su T_p .

In via alternativa, è comunque possibile, sposando un'approccio *asset-side*, determinare il profitto come differenza tra il ROI e il WACC, inteso come costo che l'azienda deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso soci e terzi finanziatori. In formula (3):

$$T_p = \text{ROI} - \text{WACC} \quad (3)$$

Il costo medio del capitale proprio e dei debiti può essere determinato attraverso la formula basata sul CAPM, che presenta però alcune zone critiche legate alla difficoltà di determinare il coefficiente β in un mercato, come quello europeo, che difficilmente ne fornisce una stima attendibile. Viene, pertanto, ammessa come semplificazione l'utilizzo del tasso di attualizzazione dei flussi di risultato in sostituzione del costo medio del capitale. In formula (4):

$$T_p = \text{ROI} - i \quad (4)$$

2) *la durata temporale del profitto*: in ipotesi di mercato non perfetti, in cui pertanto esiste il profitto, le imprese dovranno raggiungere un determinato vantaggio competitivo in quanto tale fattore è all'origine del profitto. Tale vantaggio deve essere continuamente rinnovato per durare nel tempo. Il valore del capitale economico dipende dalla redditività a medio/lungo termine: per creare valore sono necessarie attese di durata del profitto.

3) *la crescita del capitale proprio (C) per effetto della ritenzione degli utili conseguiti*. Se il tasso annuale del reinvestimento è definito come il rapporto tra la parte di utile d'esercizio che viene reinvestito (R_{re}) (ad esempio mediante riporto a nuovo degli utili conseguiti) e l'utile complessivamente conseguito nell'anno (R); in formula avremmo (5) e (6):

$$p = \frac{R_{re}}{R} \quad (5)$$

da cui:

$$g = \frac{R_{re}}{R} * \frac{R}{C} \quad (6)$$

Possiamo, pertanto, individuare il tasso di crescita del capitale proprio come prodotto tra la crescita del capitale proprio per effetto della ritenzione degli utili conseguiti e la redditività del capitale proprio; in formula (7):

$$g = p * ROE \quad (7)$$

A sua volta la redditività del capitale proprio (ROE) dipende dal rendimento calcolato sulle attività, dal tasso di indebitamento e dall'aliquota fiscale. In formula (8):

$$ROE = ROA + (ROA - RODm) * DB/CN \quad (8)$$

dove:

ROE = Rn rettificato/capitale netto

ROA = EBIT/Totale attivo

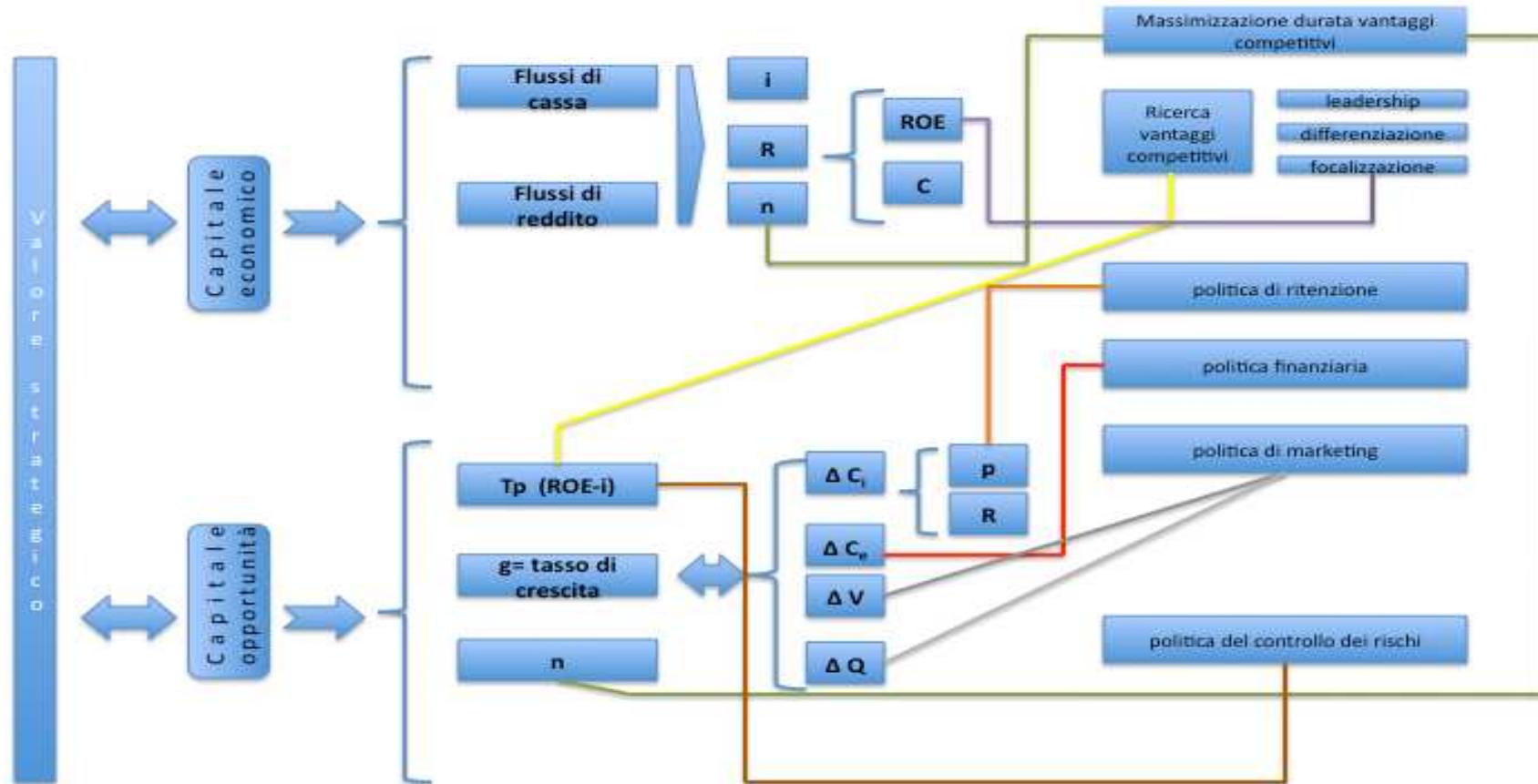
RODm = oneri finanziari/passività totali

DB/CN = Passività totali/capitale netto

L'utilizzo del ROA in luogo del ROI nella formula additivo moltiplicativa della redditività del capitale proprio impone da un lato l'utilizzo del rapporto EBIT/Totale attivo e dall'altro richiede la riformulazione del costo dell'indebitamento e del rapporto tra DB/CN. Il costo dell'indebitamento va calcolato comprendendo tutte le passività dell'impresa: non solo banche ma anche debiti verso fornitori, debiti verso obbligazionisti e TFR. Si ottiene, in tal modo, un reddito medio della struttura finanziaria il quale esprime il costo che l'impresa sostiene per raccogliere direttamente o indirettamente i capitali da tutte le fonti di provvista. Coerentemente anche il rapporto tra Debiti (DB) e Capitale netto (CN) rappresenta il grado di indebitamento complessivo dell'impresa, derivanti non solo dai debiti finanziari ma ricomprendendo tutte le passività in senso proprio (banche, fornitori, fondi di accantonamento, ecc.) oppure derivanti dai soci, e quindi facendo riferimento al capitale di rischio o capitale netto.

Nell'ottica delle operazioni di fusione ed acquisizione, di seguito si delinea una rappresentazione grafica dei collegamenti esistenti o ipotizzabili tra valore economico, fattori chiave determinanti del valore e strategie d'impresa che incidono sulla creazione del valore strategico d'impresa. (Figura 2.2.1. *Fattori chiave determinanti del valore strategico*).

Figura 2.2.1. *Fattori chiave determinanti del valore strategico*



Fonte: Hax A.C, Majluf N.S. (1987), Direzione Strategica, IPSOA Editore, revised.

2.3. Il processo di acquisizione

2.3.1. Introduzione

Tutte le acquisizioni possono essere “ostili” o “amichevoli”. Nelle acquisizioni cosiddette “amichevoli” i *manager* della società *target* sono d’accordo nell’essere acquisiti. Nel caso, invece, di acquisizioni “ostili”, la società acquirente offrirà un prezzo più elevato del valore di mercato della società *target*, al fine di incentivarne gli azionisti ad accettare la proposta di acquisizione. A seconda che l’acquisizione sia “amichevole” od “ostile” si verranno a configurare due elementi comparativi caratterizzanti l’intera operazione: l’*acquisition premium* e l’*acquisition price*. L’*acquisition premium* è definibile come la differenza tra il prezzo di acquisizione e l’ultimo valore di mercato - precedente l’acquisizione - dell’impresa *target* (o in % in base a quanto di essa acquisito). Esso rappresenta, pertanto, quanto gli azionisti della società acquirente sono disposti a riconoscere in più, rispetto al valore di mercato (o quota parte di esso) della società *target*. Il prezzo di acquisizione è pattuito liberamente tra l’impresa acquirente e i *manager* della società *target*. Nelle operazioni di *tender offer* tale valore è generalmente più elevato di quanto pattuito inizialmente se eventualmente ci fossero più offerte sulla medesima società *target* oppure se inizialmente solo la minoranza degli azionisti fosse d’accordo nella proposta di acquisizione. Un esempio riportato (Damodaran A, 1991) riguarda nel 1991 la proposta iniziale della società AT&T per l’acquisizione della società NCR ad un prezzo di acquisizione iniziale di \$ 80 per ciascuna azione della impresa *target*, pari a \$ 25 superiori il valore di mercato, al momento dell’offerta. AT&T ha chiuso la contrattazione pagando \$110 per azione (pertanto \$ 55 superiori rispetto al valore di mercato *at offert time*). L’*acquisition price*, invece, è il prezzo effettivamente pagato per l’acquisizione; a livello contabile viene determinata una differenza tra il prezzo di acquisizione e il valore di libro (contabile) del patrimonio della società acquisenda. A seconda di come l’acquisizione viene contabilizzata, tale differenza potrà generare *goodwill* da iscrivere nella contabilità della società acquirente.

Nel momento in cui un’impresa, in qualità di acquirente, intende procedere ad una acquisizione, l’operazione prevede, tipicamente, lo sviluppo delle seguenti quattro fasi: 1) la definizione di una strategia di acquisizione; 2) la scelta dell’impresa *target* e sua valutazione, con stima dei *premium* per il controllo e le sinergie potenziali; 3) la determinazione dell’*acquisition price* e conseguentemente la gestione del fabbisogno finanziario. Vediamo, qui di seguito, di trattare le fasi sopra menzionate.

2.3.2. La definizione di una strategia di acquisizione

La prima fase non rappresenta una condizione necessaria per procedere ad una acquisizione; infatti, non tutte le aziende che attuano aggregazioni hanno definito una strategia di acquisizione. Di seguito si indicano alcune principali motivazioni, elaborate dalla dottrina aziendale, sulla base delle quali dovrebbe essere basata una coerente strategia di acquisizione.

a) economia dei costi di transazione (*transaction costs economics, TCE*) (Coase, 1937; Williamson, 1975, 1985, 1991): essa ha rappresentato un nuovo ed originale approccio microeconomico nello studio del funzionamento delle organizzazioni in relazione al loro mercato di riferimento. L'assunto base è che, pur ammettendo che il mercato rappresenti la migliore forma di allocazione delle risorse, le imprese gestiscono e coordinano direttamente un insieme di transazioni, che se gestite dal mercato avrebbero un costo superiore, dovuto a problematiche di asimmetrie informative. Le transazioni sono definibili come quelle unità elementari attraverso le quali gli individui effettuano l'attività economica (Commons, 1934) oppure come i trasferimenti di un bene o di un servizio attraverso un'interfaccia tecnologicamente separata (Williamson, 1985); esse comportano uno scambio di valori tra le parti. Con tali presupposti si possono definire due modi alternativi di governare le transazioni: il mercato e l'organizzazione interna o gerarchia. Nel primo caso le imprese dovranno avere nozione sui prezzi e sulle quantità per potere avere tutte le informazioni necessarie a scambiare beni o servizi; nel secondo caso, invece, le transazioni vengono gestite dalle norme e dalle regole di funzionamento del sistema organizzativo, nonché dalla linea di comando dell'organizzazione medesima, per gli aspetti di controllo e coordinamento (Coase, 1937; Pennarola, 1985). Pertanto, l'obiettivo principale delle economie dei costi di transazione è quello di ricercare la migliore modalità di governo che consenta la minimizzazione dei costi di transazione e pertanto, come fine ultimo, la massimizzazione dell'efficienza. Le differenze strutturali e le motivazioni che hanno portato e portano alcune imprese verso una progressiva espansione dimensionale vengono quindi spiegate con la convenienza della scelta gerarchica come soluzione per la minimizzazione dei costi di transazione. Le imprese di maggiori dimensioni sono dunque quelle che "internalizzano" una parte delle transazioni che prima venivano coordinate dal mercato (Chandler, 1977). In altri termini visto che le organizzazioni - sia gerarchiche sia di mercato - sono destinate al fallimento quando non riescono a sostenere i costi (incentivi) necessari a soddisfare le differenziate esigenze (contributi) dei lavoratori (oppure quando non riescono a connettere gli scopi particolari con i fini generali) si può affermare che nel nuovo sistema orientato al controllo tanto delle persone e dei soggetti che in essa operano quanto delle transazioni che questi stessi intrattengono con l'esterno (Child, 1973; Cafferata, 1984) l'obiettivo principale per il buon governo dell'impresa diventa quello di ridurre il più possibile i costi di transazione necessari per stipulare e gestire ciascun contratto. Assumono, pertanto, una funzione importante le salvaguardie necessarie a evitare che i contratti non siano rispettati o che i loro costi lievitino in conseguenza di valutazioni errate.

b) sinergie (*sinergy*) (Bhide, 1993): la sinergia rappresenta uno dei più importanti motivi nelle operazioni di *merger and acquisition*. Essa è definibile come il "potenziale valore addizionale derivante dalla combinazione di due o più imprese" (Damodaran, 1991). Esistono principalmente due tipologie di sinergie: le sinergie operative e le sinergie finanziarie.

Le sinergie operative rappresentano una fonte di valore fondamentale in quelle operazioni di *merger and acquisition* in cui le parti coinvolte sono strettamente collegate

fra di loro tecnologicamente a livello produttivo o di mercato. Esse sono riconducibili alle seguenti classi di fattori:

1. fattori di differenziazione: idonei a migliorare l'immagine, l'assistenza post-vendita, la qualità produttiva e l'ampliamento della gamma.
2. *cost driving factors*: legati alle economie di scala (riconducibili alle riduzioni del costo medio unitario - economie - generate da un maggiore sfruttamento degli impianti e, in generale, da una maggiore dimensione - scala - di una qualsiasi attività aziendale), alle economie di scopo (riconducibili alle riduzioni nel costo medio unitario generate dalla condivisione di una medesima attività (tangibile o intangibile - impianti, macchinari, conoscenze, marchi, ecc.) fra due o più prodotti; esse sono anche definite economie di "portata" o di "ampiezza del raggio d'azione", nel senso che si realizzano economie (riduzioni relative dei costi) all'aumentare dell'ampiezza del raggio d'azione dell'impresa (misurato ad esempio in termini di numero di linee o di varietà di prodotti).

Possiamo, pertanto, affermare che le interrelazioni esistenti tra l'impresa acquirente e l'impresa acquisenda possono essere di tipo tangibile (*hard interrelation*) riguardante la possibilità che le due imprese condividano le attività della catena del valore²⁸ oppure di carattere intangibile (*soft interrelation*). Le interrelazioni tangibili possono consentire vantaggi di costo derivanti da: aumenti della capacità produttiva e conseguimento di economie di scala; possibilità di acquistare, a prezzi maggiormente convenienti, materie prime e servizi impiegati nel processo produttivo; miglioramenti della logistica. Inoltre, potrebbero garantire vantaggi in termini di differenziazione (Salter, Weinhold, 1981): possibilità di attuare condizioni di offerta maggiormente competitivi grazie all'ampliamento dei prodotti/servizi posti in vendita; ampliamento della clientela; maggiore penetrazione geografica. Le interrelazioni intangibili, invece, riguardano la possibilità di integrare elementi *soft* nella catena dei valori consimili, come per esempio le capacità e le competenze tecnico-manageriali (*skill*) nonché le culture o gli stili aziendali.

Le sinergie finanziarie, invece, rappresentano una via di creazione del valore all'interno delle operazioni di fusione ed acquisizione quando si riescono a conseguire maggiori flussi di cassa o più bassi costi del capitale. In tale prospettiva è possibile avere una miglior capacità di debito (Rappaport, 1986; Altman, 1991) in quanto i ricavi ed i flussi di cassa saranno maggiormente stabili e prevedibili, consentendo un accesso facilitato al mercato del credito. Inoltre si potrebbero avere dei benefici fiscali legati all'operazione: a) possibilità di portare in deduzione dagli utili, prodotti negli esercizi

²⁸ "Per riuscire a capire il ruolo della connessione fra le aziende all'interno della strategia generale d'impresa, dobbiamo dare un nuovo significato a questa idea, spesso mal definita. A tal fine, ho individuato un buon punto di partenza: la catena dei valori. Ogni unità aziendale è un complesso di attività distinte dalle vendite alla contabilità e che le consentono di affrontare la concorrenza. E' a questo livello, e non a quello della società nel suo complesso, che l'unità consegue i propri vantaggi concorrenziali. Ho suddiviso queste attività in nove categorie. Le attività primarie creano il prodotto o il servizio, lo consegnano o lo vendono e quindi forniscono il supporto di assistenza. Le categorie di queste attività sono la logistica interna, le attività di esercizio, la logistica esterna, il marketing, le vendite e l'assistenza. Le attività di supporto, invece, forniscono l'input e le infrastrutture, la gestione delle risorse umane, lo sviluppo tecnologico e gli approvvigionamenti. La catena dei valori definisce i due tipi di interrelazioni che possono creare sinergie: la capacità di trasferire abilità e competenze dall'una all'altra delle catene di valori consimili e la possibilità di avere delle attività in comune." (Porter, 1987)

successivi, eventuali perdite pregresse dell'impresa acquisita; b) possibilità di ottenere rivalutazioni contabili in riferimento alle attività immobilizzate, usufruendo di un maggior valore da ammortizzare.

Nel corso della seconda metà del XX secolo, principalmente nel mondo anglosassone, molti studi economici hanno posto l'attenzione sulle problematiche e sui benefici delle sinergie nelle operazioni di M&A. Per esempio nel corso degli anni 1986-1985 sono state esaminate le motivazioni di circa 77 imprese e viene riportato che la sinergia operativa è la prima motivazione addotta dalle imprese intervistate, presente in un terzo di tali acquisizioni (Bhide, 1993). Se la sinergia è percepita in una acquisizione, il valore riscontrato nella entità combinata è superiore della somma del valore della impresa acquirente e della impresa *target*, operanti individualmente. Ipotizzando, pertanto, il caso di una impresa, denominata A, che intende acquistare una impresa denominata B, si può schematizzare quanto segue:

$$(1) \quad V(AB) > V(A) + V(B)$$

dove:

$V(AB)$ = valore dell'impresa creata dalla combinazione di A e B (sinergia)

$V(A)$ = valore dell'impresa A, operante indipendentemente

$V(B)$ = valore dell'impresa B, operante indipendentemente

La definizione di sinergia è strettamente correlata al concetto di creazione di valore; infatti, il prezzo di acquisizione è “equo” per una delle due parti interessate se l'operazione crea valore per almeno uno dei due contraenti. In altri termini il prezzo è “equo” se il valore di una delle parti interessate complessivamente si incrementa dopo l'acquisizione. Sulla base di questo assioma, premesso che l'operazione non ha alcun effetto sul valore *stand alone*²⁹ di A, per l'acquirente si crea valore se:

²⁹ La dottrina e la prassi operativa hanno in più riprese affrontato la determinazione del valore d'impresa, nella prospettiva *stand alone* (Guatri, 1984, 1987, 1988, 1990, 1996 e 1998; Brugger, 1985, Massari, 1984, 1998; Rappaport, 1979, 1989; Copeland, Koller and Murrin, 1991). Il concetto di *stand alone* si differenzia da quello di mercato: mentre, infatti, i valori di acquisizione, di cessione ed i prezzi rappresentano nozioni concrete di valore – in quanto riferibili ad effettivi apprezzamenti realizzati dai potenziali acquirenti o venditori – il valore *stand alone* rappresenta una astrazione. Esso è “quel valore che potrebbe essere attribuito ad una impresa nelle sue condizioni di gestione, senza cioè considerare né gli effetti degli interventi di potenziali acquirenti né la valorizzazione di eventuali benefici privati”. E', pertanto, riferibile a due definizioni principali:

a) nella prospettiva dell'investitore di minoranza: il valore dell'impresa dell'investitore istituzionale. Il Massari ritiene che ci sia sostanziale equivalenza tra il concetto di valore *stand alone* ed di valore per l'investitore finanziario, nell'ipotesi in cui un investitore si limiti ad acquisire partecipazioni azionarie di minoranza (o comunque irrilevanti per il controllo). In tal caso, infatti, non sarà coinvolto in scelte di gestione che spettano agli azionisti di maggioranza o ai *manager* se delegati.

b) nella prospettiva dell'investitore di maggioranza: il valore economico dell'impresa. Tale definizione risulta particolarmente complessa e parte dall'assunto che il capitale contabile di bilancio non possa rappresentare il valore di una azienda, che invece dovrebbe essere riferito alla capacità dell'impresa di produrre reddito. Da tale esigenza di chiarezza è nata la definizione di capitale economico che equivale alla definizione del valore *stand alone*. Nel mondo anglosassone, invece, per la rilevanza delle aggregazioni aziendali, mediante operazioni di fusione ed acquisizione, la prassi professionale si è soffermata sul concetto di *fair market value*, valore di utilità pratica, che identifica il più probabile prezzo di mercato, preso a base come parametro di riferimento per l'attività negoziale sul mercato del controllo. Anche in Italia con lo sviluppo delle acquisizioni il concetto di valore economico si è rivelato insufficiente e utilizzato in modo improprio (Guatri, 1997, *Verso una nuova sistemazione concettuale delle varietà pratica dei metodi di valutazione delle imprese, La valutazione delle aziende*, N. 7: 3-13). Il valore *stand alone* è spesso punto di partenza per ulteriori elaborazioni volte a stimare altri concetti di valore, quali ad esempio quello di acquisizione, mediante l'utilizzo di metodi diretti o metodi indiretti. I metodi diretti determinano un valore che si desume direttamente dai prezzi che si formano sul mercato; esso si basa su valori espressi dal mercato in considerazione di varie tipologie di informazioni che si sintetizzano nei prezzi frutto

$$(2) \quad P < V(B)$$

dove:

P = prezzo di acquisizione

V(B) = valore dell'impresa B, prima dell'acquisizione (i.e. *the standing alone value of B*).

Pertanto, per l'acquirente si crea valore se il prezzo pagato per l'acquisizione è più basso del valore stand alone dell'impresa target. Tale analisi, però, risulta parziale in quanto avevamo ipotizzato che ipotesi base che l'operazione non creava alcun impatto sul valore dell'impresa acquirente (i.e. *the standing alone value of A*). Pertanto in termini più generali, non considerando l'ipotesi limitativa appena specificata, per gli azionisti di A si crea valore se è soddisfatta la seguente condizione:

$$(3) \quad P < V(B) + (V(A') - V(A))$$

Pertanto, la condizione è soddisfatta se il prezzo pagato di acquisizione è inferiore alla somma del valore di B, più la variazione sul *stand alone value* della impresa acquirente A.

Dalla espressione (3) è possibile stabilire il prezzo massimo che dovrebbe essere pagato da A per garantirgli una teorica creazione di valore:

$$(4) \quad P_{max} = V(B) + (V(A') - V(A))$$

da cui è possibile trarre la differenza tra il prezzo di acquisizione e il massimo prezzo pagabile come l'equivalente valore distrutto dalla acquisizione per l'acquirente:

$$(5) \quad \Delta P = P - P_{max} > 0$$

c) espansione strategica cross-border. Le operazioni di M&A hanno sempre rappresentato un importante strumento per la espansione strategica di un'impresa. Lo sviluppo tecnologico e la globalizzazione dei mercati hanno ampiamente contribuito alle operazioni di acquisizione oltre frontiera. Nel decennio 1990-2000, definita *the fifth merger wave*, la popolarità di tale strategia è cresciuta in modo esponenziale. Di ciò troviamo conferma nel valore totale delle azioni (*stock value*) oggetto delle transazioni annunciate e completate, negli Stati Uniti, nel periodo 1998-2000 a seguito di operazioni di M&A: circa 4 US\$ trillions, più di quanto realizzato nel corso dei trent'anni precedenti (Henry, 2000: 60-70). Ancora, circa il 40% delle operazioni di fusioni ed acquisizioni effettuate negli Stati Uniti nel biennio 1999-2000 comprendono società appartenenti a differenti paesi (Hitt, 2001: 479-491(b)). La dinamica delle operazioni di M&A *cross-*

delle contrattazioni. I metodi indiretti, invece, prevedono una differente dicotomia tra procedimenti tesi a valutare l'impresa in funzione di flussi attesi (di reddito o di cassa) e procedimenti legati alla valutazione della consistenza patrimoniale esistente.

border è molto simile a quelle delle acquisizioni domestiche. Tale strategia è utilizzata per accedere a nuovi e lucrativi mercati oppure per espandere i mercati con prodotti già in commercio. Tali acquisizioni, per la loro natura internazionale, coinvolgono differenti strutture economiche, istituzionali (regolamentari) e culturali (Hofstede, 1980; House, 2002); pertanto, per evitare situazioni di incertezza e di asimmetria informativa su mercati stranieri poco conosciuti ci si affidava ad operazioni nella quale una delle parti coinvolte nella acquisizione apparteneva al paese interessato, per avere maggiore conoscenza del mercato locale (Kogut and Singh, 1988; Zaheer, 1995).

Le operazioni di *cross-border* rappresentano, pertanto, un nuovo modo potenziale di entrare sui mercati stranieri. A riguardo la letteratura anglosassone è molto ampia ed estesa (Andersen, 1997; Brouthers and Brouthers, 2000; Harzing, 2002; Kogut, Singh, 1988). Questa forma di penetrazione in mercati stranieri può attuarsi in due modi differenti: a) *equity based mode* (per esempio mediante acquisizioni o joint venture); b) *non-equity based mode* (export, alleanze commerciali o *greenfield*) (Delios, Beamish, 1999; Nakos, Brouthers, 2002; Pan and Tse, 2000).

L'acquisizione di un business in un mercato straniero consente all'impresa acquirente di disporre di risorse necessarie ad operare su quel mercato: tecnologie, *knowledge*, *human resource*, ecc. Essa, inoltre, potrebbe consentire di avere un elevato controllo sugli *asset* aziendali, più di quanto si avrebbe in caso di alleanze internazionali (Newbury, Zeira, 1997).

Tale scelta di operare su mercati stranieri è spesso volte influenzata da un insieme di fattori o elementi tipicamente raggruppabili su tre distinti livelli: a) *firm level*; b) *industry level*; c) *country level*. Di seguito il dettaglio:

a) *firm level* - fattori specifici a livello di singole imprese coinvolte – da intendersi come, per esempio, l'esperienza multinazionale, la diversità di produzione e le strategie di internazionalizzazione. In letteratura sono state svolte ricerche aventi ad oggetto la complementarità delle risorse. Se, infatti, gli investitori desiderano la complementarità delle risorse, un elemento fondamentale è la qualità delle risorse e la loro complementarità rispetto al portafoglio di prodotti esistenti nell'impresa. Hennart e Reddy (1997) hanno elaborato un *framework* teorico sui costi di transazione e sono giunti alla conclusione che quando le imprese coinvolte sono interessate agli *asset*, esse sceglieranno un'acquisizione solo e soltanto se sarà possibile separare gli *asset*, intesi come risorse, e scegliere quelli maggiormente complementari con la struttura organizzativa in essere (cosiddetta "*digestibility*" of *asset*). La situazione sarebbe facilitata se ad esempio l'impresa che si intende acquisire fosse suddivisa in divisione; in tal caso si potrebbe acquisire soltanto la divisione che si ritiene essere compatibile e complementare con le risorse già possedute.

b) *industry level* - fattori specifici a livello di attività produttiva – da intendersi come, per esempio, la tecnologia utilizzata, l'intensità delle forze di vendita o l'attività pubblicitaria e di marketing, l'entità o la grandezza dell'investimento. Molte ricerche si sono

indirizzate ad esaminare l'importanza delle risorse in ambito produttivo. Per esempio Anand e Delios (2002), nella prospettiva di indagine delle risorse umane, hanno studiato che le capacità tecnologiche sono comunemente una risorsa fungibile tra diversi paesi differenti, mentre lo sono meno le capacità di vendita e di marchio. I due studiosi sostengono inoltre che la valutazione preventiva di una operazione di acquisizione non può prescindere da un insieme di risorse tipicamente intangibili e legate alle risorse conoscitive (*knowledge-based resource*); si è dimostrato, inoltre, come sia maggiormente utilizzato un approccio *equity-based mode* dove sono identificabili risorse intangibili e ove la ricerca e sviluppo (*R&D*) e pubblicità sono risorse critiche per l'impresa.

Alcuni studi hanno, altresì, dimostrato come una grandezza critica sia rappresentata dall'entità dell'investimento, inteso come insieme di risorse complessive necessarie a completare l'acquisizione. Brouthers and Brouthers (2000) hanno dimostrato come le imprese preferiscano soluzioni “*greenfield*” (cioè la realizzazione di neo imprese da parte di una società in un nuovo mercato) quando gli investimenti sono relativamente contenuti; altri studiosi hanno dimostrato completamente l'opposto (Hennart and Reddy, 1997; Hennart and Slangen, 2008):

“*Prior research has argued that multinational enterprises (MNEs) prefer to enter culturally distant countries through greenfield rather than through acquisition, since acquisition in such countries are costlier to manage. This argument contains two hidden assumptions: (1) the additional costs of acquisition in culturally distant countries are the same for all MNEs; and (2) such acquisition have no benefits over their greenfield counterparts. In this paper we relax these two assumptions by arguing that an MNE's preference for greenfield in culturally distant countries depends on its international and host-country experience, and on the level of autonomy it plans to grant the focal subsidiary. Analyzing 171 wholly owned greenfield investments and full acquisition made by Dutch MNEs in 35 countries, we find that these MNEs prefer to enter culturally distant countries through greenfield, but that this preference is lower when they have little international experience, or plan to grant the focal subsidiary considerable autonomy in marketing (2008).*”

c) *country level* - fattori specifici a livello di paese – da intendersi, per esempio, come la cultura imprenditoriale, la propensione al rischio in mercati incerti oppure i diversi gradi di sviluppo dei mercati. Molti studi in letteratura anglosassone hanno posto l'attenzione sulle problematiche riguardanti l'integrazione delle risorse e particolarmente sulle risorse umane. Molti studiosi hanno dimostrato come il livello di distanza culturale è un elemento critico per il successo della acquisizione (Hennart and Reddy, 1997; Brouthers and Brouthers, 2000; Kogut and Singh, 1988).

Kogut e Singh (1988) hanno, altresì, dimostrato come il differente livello culturale è un elemento fondamentale nella scelta del modo in cui entrare su nuovi mercati: tanto più la distanza culturale è elevata, tanto più gli investitori tenderanno a scegliere soluzioni “*greenfield*” oppure *joint venture* piuttosto che acquisizioni vere e

proprie. Essi sottolineano, inoltre, come il maggior svantaggio nell'aver differenze culturali marcate è rappresentato dagli elevati costi generati dall'integrazione del personale qualificato. In tale prospettiva si pone attenzione al grado di incertezza di ciascun investitore; difatti se l'investitore intende operare su di un mercato nuovo, in presenza di distanza culturale elevata, vi è maggiore probabilità di creare una struttura controllata direttamente (es: *greenfield*), liquidabile con tempistiche più rapide rispetto ad una operazione di acquisizione strutturata in forma meno flessibile (es: *joint venture*).

Invece, Brouthers e Brouthers (2000) arrivarono a considerazioni completamente opposte; essi affermarono che quando vi è un basso grado di distanza culturale dei paesi delle imprese coinvolte, gli investitori preferiscono soluzioni "*greenfield*" piuttosto che acquisizioni; quando, invece, vi sono enormi distanze culturali le imprese probabilmente optano per una acquisizione, che fornisce loro un elevato livello di legittimità nel nuovo paese (*joint venture*). In tale prospettiva, invece, si pone maggiore attenzione all'aspetto conoscitivo del nuovo mercato, delle sue regolamentazioni e delle sue regole.

Difatti, se l'investitore intende operare su di un mercato nuovo, in presenza di bassa distanza culturale, si è maggiormente propensi ad adottare soluzioni "*greenfield*", in quanto l'investitore è comunque capace di operare su di un mercato già conosciuto o molto simile a quelli in cui già opera; pertanto, vi è basso rischio di fallire l'acquisizione per mancata conoscenza del mercato e del suo funzionamento.

Di seguito si propone un breve sommario delle principali ricerche empiriche effettuate sulle operazioni di cross-border M&A. (Tabella n. 2.3.1. *Summary of empirical research on cross border M&A*)

Tabella n. 2.3.1. *Summary of empirical research on cross border M&A*

autore	campione	variabile dipendente	variabile indipendentemente	risultati chiavi
Anand J., Delios A. (2002)	2175 imprese entranti (britanniche, tedesche e giapponesi) operanti nel mercato U.S., periodo 1974-1991.	<i>Entry mode</i> acquisizione vs. <i>greenfield</i> . Non vengono ricomprese le joint venture.	<i>Industry - Country Level</i> tecnologia del paese di origine e target; dimensione dell'impresa e grado di sviluppo del mercato; concentrazione.	Le capacità tecnologiche sono comunemente una risorsa fungibile tra diversi paesi differenti, mentre lo sono meno le capacità di vendita e di marchio. La valutazione preventiva di una operazione di acquisizione non può prescindere da un insieme di risorse tipicamente intangibili e legate alle risorse conoscitive (<i>knowledge-based resource</i>); si è dimostrato, inoltre, come sia maggiormente utilizzato un approccio <i>equity-based mode</i> dove sono identificabili risorse intangibili e ove la ricerca e sviluppo (<i>R&D</i>) e pubblicità sono risorse critiche per l'impresa.
Brouthers K.D. (2002)	178 acquisizioni straniere effettuate sui mercati UE nel 1995.	<i>Entry mode</i> acquisizioni totali vs. joint venture.	<i>Country Level</i> costi di transazione, rischi dell'investimento, restrizioni legali, potenzialità del mercato.	La struttura istituzionale del paese <i>target</i> potrebbe rappresentare una barriera all'entrata, attraverso restrizioni legali o restrizioni doganali per difendere i consumi interni. Brouthers (2002) ha dimostrato come gli investitori su paesi stranieri, caratterizzati da alte restrizioni legali o di mercato, utilizzano sovente <i>joint venture</i> piuttosto che acquisizioni; inoltre esiste una forte relazione positiva tra economie nei costi di transazione e operazioni di acquisizione.
Pan Y., Tse D.K. (2000)	14.080 cessioni di imprese e rami d'azienda da parte di imprese straniere in Cina nel 1979-1998.	<i>Entry mode</i> equity vs. non-equity mode.	<i>Country Level</i> distanza culturale, propensione al rischio (paese investitore), fattori sul rischio creditizio (nel paese <i>target</i>).	La scelta di entrare in un mercato attraverso una modalità <i>equity based mode</i> o <i>non-equity</i> rappresenta una decisione basata su fattori macro (% di esportazione paese target, rischio paese, condizioni di stabilità governativa, ecc.). Decisa la modalità di ingresso intervengono ulteriori fattori legati alle specifiche condizioni contrattuali, i canali distributivi e la complementarietà delle risorse umane.

Kogut B., Singh H. (1988)	228 acquisizioni sul mercato U.S da parte di imprese straniere tra il 1981-1985.	<i>Entry mode</i> acquisizioni, <i>joint venture</i> e <i>greenfield</i> .	<i>Country Level</i> differenze culturali, incertezza, elusione fiscale.	L'obiettivo di diversificazione dei prodotti, le esperienze multinazionali e l'esperienza sul paese <i>target</i> non influenzano le modalità di entrata. Viceversa, la distanza culturale, l'incertezza e il rischio di possibili elusioni fiscali orientano le imprese a scegliere <i>joint venture</i> o <i>greenfield</i> piuttosto che acquisizioni.
Harzing A.W (2002)	287 filiali di 104 imprese U.S nel periodo 1995-1996.	<i>Entry mode</i> acquisizioni vs. <i>greenfield</i> .	<i>Firm Level</i> strategia di internazionalizzazione (<i>global vs. multidomestic</i>).	Le imprese orientate verso una strategia multidomestica si orientano verso le acquisizioni, mentre le imprese che adottano una strategia globale di internazionalizzazione si orientano verso soluzioni <i>greenfield</i> .
Brouthers, K.D., Brouthers L.E. (2000)	136 imprese giapponesi entranti sui mercati dell'Est Europa, dopo il 1980.	<i>Entry mode</i> acquisizioni vs. <i>greenfield</i> .	<i>Firm Level</i> dimensione dell'investimento (in termini di numero di dipendenti), tecnologia applicata, esperienza multinazionale, grado di diversificazione, mercati con grandi incertezze.	L'elevato grado di tecnologia necessario, l'esperienza multinazionale, il grado di sviluppo del mercato sono tutti fattori positivamente legati alla scelta dei <i>greenfield</i> piuttosto che delle acquisizioni.
Davis P.S., Desai A.B., Francis J.F. (2000)	129 <i>business unit</i> di imprese U.S..	<i>Entry mode</i> acquisizioni, <i>export</i> .	<i>Firm Level</i> livello di interdipendenza ed autonomia nelle strategic business unit, condizioni istituzionali ed ambientali del paese target, diversificazione produttiva.	Le unità strategiche estere possono essere influenzate sia in modo interno (dalla impresa madre) sia in modo esterno (pressioni del paese <i>target</i>). Quando esse sono influenzate dalla impresa madre tenderanno a conformarsi alle norme istituzionali loro impartite e tenderanno ad orientarsi verso le acquisizioni totalitarie; viceversa se la pressione è esterna tenderanno ad utilizzare forme di penetrazione legate alle esportazioni.
Barkema H.G., Vermeulen F. (1998)	829 acquisizioni da parte di 25 imprese tedesche nel periodo 1966-1994.	<i>Entry mode</i> acquisizioni vs. <i>greenfield</i> .	<i>Firm Level</i> differenze culturali, esperienze multinazionali, diversificazione dei prodotti.	L'obiettivo di diversificazione dei prodotti, le esperienze multinazionali e l'esperienza sul paese <i>target</i> influenzano positivamente le modalità di entrata; le imprese, difatti, si orienteranno verso soluzioni <i>greenfield</i> piuttosto che su acquisizioni.

CAPITOLO SECONDO – Le operazioni di merger and acquisition: profili teorici e strategici

Hennart J.F., Reddy S. (1997)	175 imprese giapponesi entranti nel mercato U.S. periodo 1978-1989.	<i>Entry mode</i> acquisizioni vs. <i>joint venture</i>	<i>Firm and Industry Level</i> differenze culturali, struttura divisionale, esperienze nel paese <i>target</i> .	Quando gli investitori sono interessati a determinati <i>asset</i> , essi sceglieranno una acquisizione solo e soltanto se sarà possibile separare gli <i>asset</i> , intesi come risorse, e scegliere quelli maggiormente complementari con la struttura organizzativa in essere (<i>digestibility of asset</i>). In alternativa preferiranno le <i>joint venture</i> .
Hennart J.F., Park Y.R. (1993)	214 imprese giapponesi entranti nel mercato U.S. nel periodo 1978-1980 e 1984-1987.	<i>Entry mode</i> acquisizioni, <i>joint venture</i> e <i>greenfield</i> .	<i>Firm and Country Level</i> differenze culturali, esperienze nel paese <i>target</i> , grado di diversificazione, grado di indebitamento, tasso di cambio, tasso di sviluppo del mercato.	Le imprese che percepiscono maggior rischio di investimento si proporranno con soluzioni <i>greenfield</i> , mentre quelle che percepiscono un rischio limitato, ove il mercato abbia un tasso di sviluppo o molto alto o molto basso, adotteranno le acquisizioni.
Wilson B.D. (1980)	187 acquisizioni nel mercato U.S. nel periodo 1900-1967 e 202 acquisizioni estere nel periodo 1900-1971.	<i>Entry mode</i> <i>Acquisition ratio</i> (il numero di acquisizioni suddiviso in base al numero di filiali)	<i>Firm Level</i> specificità degli <i>asset</i> , grado di diversificazione, esperienza straniera.	Esiste un legame tra le esperienze esterne e modalità di entrata. Infatti, tanto più gli investitori hanno esperienze su mercati stranieri, tanto più si propende per forme alternative alle acquisizioni.

Fonte: Shimizu K. et al., 2004, revised.

d) Profittabilità (*pre and post profitability*) (Ravenscraft and Scherer, 1989): molti studi empirici, riguardanti gli aspetti sinergici delle operazioni di fusione ed acquisizione, hanno posto attenzione sugli effetti contabili e finanziari legati alla profittabilità. In particolare, tale filone di studi (inizialmente derivanti da ricerche appartenenti all'*industrial organization*) hanno indagato gli effetti sulla redditività aziendale, ma sono risultati complessi in quanto il più delle volte era difficoltoso monitorare chiaramente l'andamento della impresa acquirente e della impresa *target*. Oltre al consolidamento dei conti altri aspetti distorsivi si riscontrano nella discontinuità contabile e nelle rivalutazioni degli *asset* che portano a risultati reddituali meno incentivanti³⁰. Una critica all'interpretazione delle *performance* aziendali nelle operazioni di M&A è stata elaborata da Cooke T.E. (1986): l'indagine della performance basata sui dati contabili è distorta in quanto è assoggettata a politiche di bilancio precedenti e successive all'acquisizione. Inoltre, nessun indicatore di bilancio è in grado di riflettere le modifiche sul rischio sistematico e specifico delle imprese coinvolte (Appleyard, 1980). La profittabilità ottenuta a seguito di operazioni di M&A può rappresentare una motivazione convincente per proseguire con una operazione di acquisizione; tale affermazione, però sembra essere riconducibile più ad aspetti teorici che empirici. Difatti, gli studi di economia industriale effettuati hanno portato alla conclusione che vi è una generale riduzione della performance post – acquisizione delle imprese facenti parte del campione identificato. Studi effettuati hanno dimostrato come, in media, le operazioni di M&A non si risolvono in miglioramenti nella redditività ma piuttosto in peggioramenti. A riguardo si ricordi Markham, 1955; Reid, 1968; Hogarty, 1970. Altri studi riscontrano una generale riduzione dei profitti nella fase *post* acquisizione. Partendo da un campione di 471 imprese statunitensi nel periodo 1975-1977 si è dimostrato come si ha una riduzione della redditività, e quindi una distruzione di valore, in media, che contraddiceva le reazioni del mercato nella fase di “*announcement period*” (Ravenscraft and Scherer, 1989). Viceversa alcuni studi hanno, invece, dimostrato come le *performance* di imprese *post* acquisizione hanno ottenuto miglioramenti rispetto alla media del settore. Partendo da un campione composto dalle 50 operazioni di fusione e acquisizione più grandi, in termini di prezzo pagato, avvenute in U.S. nel periodo 1979- 1984, si è dimostrato come sia emerso un sensibile miglioramento nel tasso di rotazione dell'attivo, che conduce ad un incremento dei *cash flow* operativi del 3-5% rispetto alla mediana del settore (Healy, Palepu and Ruback, 1992). Tali studi hanno confrontato non i margini operativi *pre e post* acquisizione (quindi gli EBIT delle società coinvolte) ma piuttosto la differenza tra i margini operativi rispetto alla media del mercato (definito come AOP – “*abnormal operating performance*”). Elaborata una regressione lineare tra le variazioni pre e post dei MOL si dimostra la relazione positiva (validata al 95%) tra le *performance*. E' utile, però, osservare come tale incremento sia imputabile principalmente alla maggior efficienza del capitale investito, poiché non si sono verificati miglioramenti sulle vendite.

³⁰ Nel caso di rivalutazioni, difatti, gli indicatori di redditività del capitale subiscono un peggioramento in quanto si da un lato un aumento delle attività a seguito della rivalutazione e dall'altro una diminuzione del numeratore a seguito dei maggiori ammortamenti.

2.3.3. La scelta dell'impresa target e sua valutazione

Una volta definiti i principali motivi che possono indurre un investitore ad attuare un'acquisizione, il passo successivo è quello della scelta dell'impresa target. Tale scelta dipende direttamente dagli obiettivi che l'impresa intende perseguire con l'acquisizione. Nella letteratura anglosassone sono state elaborate differenti alternative in base agli obiettivi che ciascuna impresa intende perseguire a seguito dell'acquisizione (Damodaran, 1991):

☑ se l'obiettivo della acquisizione è quello di fare un "buon affare" l'impresa target andrà ricercata tra quelle che si ritiene essere sottovalutate (*undervaluation*). Se l'impresa target è un'impresa per la quale è possibile identificare chiaramente un valore di mercato (ad esempio se fosse quotata) allora l'acquisizione sarebbe conveniente se l'*acquisition price* è inferiore o uguale al valore di mercato; viceversa, la valutazione del valore economico dell'impresa target risente di aspetti maggiormente soggettivi in quanto bisognerà adottare un approccio basato su risultati (di reddito, per le valutazioni reddituali, e di flusso, per le valutazioni che si basano sui *discounted cash flow*).

☑ se l'obiettivo dell'acquisizione è quello di ottenere diversificazione (*diversification*) l'impresa target andrà ricercata in quelle operante nei medesimi mercati ed aventi modalità di gestione e di realizzazione degli *output* molto simili all'impresa investitrice. E' in tale ambito che vengono ricomprese le acquisizioni cicliche (*cyclical merger and acquisition*) nelle quali impresa investitrice e impresa *target* appartengono ad una medesima filiera produttiva in cui ciascuna svolge una differente "fase" per la realizzazione finale di un determinato prodotto.

☑ se l'obiettivo è quello di conseguire sinergie operative (*operating synergy*) l'impresa *target* varierà a seconda del diverso tipo di sinergia ricercata (economie di scala, maggior potere negoziale, maggior sviluppo su nuovi o già esistenti mercati, ecc.); se l'obiettivo fosse la realizzazione di economie di scala, l'impresa target dovrebbe probabilmente avere il medesimo *core business* dell'investitore. Un esempio in tal senso è rappresentato dall'acquisizione della Security Pacific Corporation da parte della Bank of America (1992) in cui le motivazioni erano le riduzioni di costi a mezzo delle economie di scala. Se le sinergie ricercate fossero funzionali l'impresa target andrebbe ricercata tra quelle aventi punti di forza nelle aree funzionali in cui l'investitore è debole. Se, infine, le sinergie ricercate fossero di natura finanziaria l'impresa target andrebbe ricercata tra quelle che potrebbero facilitare la capacità di credito dell'impresa oppure aventi perdite fiscali se l'obiettivo è il risparmio fiscale.

☑ se l'obiettivo è quello di avere il controllo (*control*) sull'impresa *target*, quest'ultima andrà ricercata tra quelle mal gestite in segmenti di mercato in cui si prospettano possibili incrementi di redditività operativa.

☑ se l'obiettivo è quello di acquisire il management dell'impresa target, la scelta dell'impresa andrà effettuata in una prospettiva in cui si dà maggiore importanza

al *know how* del management piuttosto che a ragioni strettamente connesse all'aspetto puramente economico.

Le motivazioni e gli obiettivi che rappresentano variabili fondamentali in ciascuna operazione di acquisizione sono concetti poco divisibili e spesso volte sovrapposti. La motivazione è l'idea che sottende e che invita gli azionisti ad integrarsi mediante operazioni di acquisizione e di fusione. La motivazione riflette un periodo di indagine medio lungo nel quale gli azionisti di riferimento di una impresa acquirente studiano il mercato, i *competitor*, le possibilità di integrazione e i limiti dell'operazione; gli obiettivi, invece, fanno riferimento a che cosa intende perseguire l'investitore. Da tali obiettivi, secondo la concezione di Damodaran, scaturiranno diverse configurazioni di imprese target, che rappresentano altresì un componente importante nella costruzione complessiva della motivazione di base. Definito, sulla base delle motivazioni e degli obiettivi da perseguire, l'impresa potenzialmente da acquisire, un problema da considerare è la valutazione dell'impresa target, comprendendo anche eventuali premi per il controllo o per le sinergie operative. Il processo di valutazione di una impresa target si può suddividere in tre principali fasi: a) *Status quo valuation*; b) *The value of Corporate Control*; c) *The value of operating synergy*. Di seguito alcune brevi considerazioni a riguardo.

a) *Status quo valuation*

Essa rappresenta la situazione di riferimento base su cui andare a valutare la presenza di premi di controllo o di sinergie operative. Il presupposto è il seguente: la valutazione di un'impresa *target* è funzione dei *cash flow* scontati (DCF) risultanti dagli *asset* presenti, le attese di incremento di tali flussi in un certo periodo, la forza dell'incremento ed il costo del capitale dell'impresa, inteso come tasso minimo che una azienda deve generare come rendimento dei propri investimenti per ripagare sia le fonti di debito che remunerare il capitale degli azionisti. Tale tasso è rappresentato tipicamente dal WACC (*Weighted Average Cost of Capital*): è inteso come il costo che l'azienda deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso soci e terzi finanziatori. Si tratta di una media ponderata tra il costo del capitale proprio ed il costo del debito, con "pesi" rappresentati dai mezzi propri e dai debiti finanziari complessivi. La nota formula è la seguente (1):

$$\text{WACC} = K_e * \frac{E}{(D+E)} + K_d * (1-t) * \frac{D}{(D+E)} \quad (1)$$

dove:

K_e = costo del capitale proprio, ovvero il tasso di rendimento richiesto dagli investitori azionari dell'impresa;

E = patrimonio netto (*Equity*);

D = indebitamento (*Debt*);

K_d = costo dell'indebitamento, cioè il costo corrente del debito, aggiustato in funzione del beneficio fiscale (t) connesso all'indebitamento;

t = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi.

I pesi del debito e dell'*equity* devono essere stimati a valori di mercato (Damodaran, 1999; Copeland, Koller and Murrin, 2000).

Il K_e , cioè il costo del capitale proprio, deve riflettere il rischio aggiunto ad un portafoglio diversificato e può essere agevolmente misurato tramite il Capital Asset Pricing Model (CAPM). Adottando tale modello si lega il rendimento atteso di un titolo (o di un progetto di investimento) alla sua componente di rischio rilevante, vale a dire non ulteriormente eliminabile ricorrendo alla diversificazione di portafoglio. L'ipotesi di base riflette la natura del mercato in cui si investe: si ipotizza, difatti, di operare in mercati fortemente organizzati e che presentano caratteristiche di liquidità dell'investimento tali da consentire all'investitore la massima diversificazione del portafoglio. Gli investitori razionali sono, pertanto, in grado di ottenere un'efficace diversificazione del portafoglio da essi detenuto in modo da neutralizzare una quota-parte del rischio riferibile ai singoli investimenti realizzati; di conseguenza, solo il rischio non eliminabile con la diversificazione dovrà essere remunerato dal mercato.

Con il CAPM il costo del capitale proprio viene determinato quale somma tra il rendimento di titoli privi di rischio ed un premio per il rischio a sua volta dipendente dalla rischiosità sistematica dell'azienda oggetto di valutazione, misurata da un coefficiente "beta" (β).

La formula del CAPM è la seguente (2):

$$K_e = K_f + \beta * MRP \quad (2)$$

dove:

K_e = costo del capitale proprio

K_f = rendimento dei titoli a rischio nullo

β = coefficiente di rischiosità sistematica non diversificabile

MRP = premio per il rischio aziendale (*market risk premium*)

Per i rendimenti a rischio nullo vengono solitamente considerati i rendimenti dei titoli di stato a lungo termine. Il *market risk premium* (MRP) è inteso come maggior rendimento atteso dal mercato azionario (K_m) rispetto ad un investimento in titoli di debito privi di rischio ($K_f = \text{risk free rate}$). Ecco perché spesso il MRP è indicato anche dall'espressione ($K_m - K_f$). Di norma, K_m è rappresentato dall'indice azionario costituito dal maggior numero di titoli trattati sul mercato afferente il Paese in cui ha sede l'azienda oggetto di analisi.

Il K_d , invece, rappresenta il costo del debito, cioè il tasso che l'azienda pagherebbe nelle attuali condizioni di mercato per ottenere un nuovo finanziamento a medio-lungo termine.

Il WACC deve essere calcolato in modo da riflettere esattamente il rischio combinato di azioni e di debito ed il loro peso nella struttura finanziaria. Difatti, essendo i flussi di cassa da attualizzare al lordo degli oneri finanziari, essi non sono influenzati dalla struttura finanziaria. E', pertanto, il WACC che, in un secondo momento, eserciterà il condizionamento della struttura finanziaria sul valore dell'impresa target attraverso l'attualizzazione, facendo convergere, se tutti i tassi sono correttamente misurati, gli esiti di stima del capitale netto ottenuti con i metodi DCF di tipo *asset side* (FCFO (flussi di cassa operativi) attualizzati al WACC – valore del debito), *equity side* (FCFE (flussi di cassa netti disponibili per gli azionisti) attualizzati al K_e) e *APV* (FCFE attualizzati al WACC + beneficio fiscale dell'indebitamento).

Un esempio sulla valutazione dello *status quo* (Damodaran A., 1991) può essere ritrovato nella acquisizione della Digital Equipment da parte della Compaq. Nel 1997 la Digital Equipment Corporation, leader nel settore dei *server* e delle piattaforme informatiche, viene acquistata dalla Compaq Computer Cooperation. Le motivazioni erano la cattiva gestione dei *manager* rispetto alle potenzialità ed agli *asset* posseduti dalla impresa *target*, economie di scala e sviluppo della clientela. Alla data di acquisizione la Digital Equipment Corporation presentava i seguenti valori:

a) un EBITDA pari a \$ 391,38 milioni, che si traducevano in un margine operativo pre-tasse pari al 3% sui ricavi di \$ 13.046 milioni ed un ROIC pari all'8,51%; l'impresa aveva una tassazione del 36%.

b) un K_e pari a 12,33% dato da K_f pari al 6%, Beta pari a 1,15 e MRP pari a 5,5%. Riassumendo $K_e = 6\% + 1,15 * (5,5\%) = 12,33\%$;

c) un WACC pari a 11,59% scomposto nel seguente modo: $WACC = 12,33\% * (0,9) + 5\% * (0,1) = 11,59\%$

d) 6% di incremento nei ricavi per i prossimi 5 anni e del 5% dal sesto anno, valore terminale \$ 2.717,35 milioni.

e) *capital expenditure* pari a \$ 475 milioni, *depreciation* pari a \$ 461 milioni e *working capital* pari al 15% dei ricavi.

Il valore della Digital Equipment Corporation è pari a \$ 2.110,41 milioni e così di seguito formato:

anno	FCFF	Valore terminale	VA al 11,59%
1	\$ 133,26	-	\$ 119,42
2	\$ 141,25	-	\$ 113,43
3	\$ 149,73	-	\$ 107,75
4	\$ 158,71	-	\$ 102,35
5	\$ 168,24	\$ 2.717,35	\$ 1.667,47
Valore terminale	\$ 156,25	-	-
		Status quo value	\$ 2.110,41

b) *The value of Corporate Control*

Il concetto di *corporate control* sull'impresa *target* è un aspetto non trascurabile nelle operazioni di fusione e di acquisizione. Infatti, molte acquisizioni ostili nel mondo anglosassone sono state caratterizzate dalla presenza di ampi premi pagati dall'investitore al fine di avere il controllo sulla gestione dell'impresa. Si può definire *corporate control* l'insieme dei diritti che consentono la gestione, l'acquisizione e l'utilizzo delle risorse complessivamente a disposizione a seguito dell'operazione di fusione (Fama , Jensen, 1983-a; 1983-b), Quando un'investitore (anche *bidder*) acquisisce un'impresa, i diritti di quest'ultima sono direttamente trasferiti agli azionisti e quindi ai *manager* dell'impresa acquirente. Il valore del *corporate control* per un'impresa è inversamente proporzionale alla qualità percepita del *management* ed alle sue capacità di potere massimizzare i profitti. Tanto più l'impresa *target* è ben gestita, tanto meno sarà possibile incrementarne il suo valore per mezzo del *know-how* e delle conoscenze dei *manager*, che già operano con elevati risultati (Damodaran, 1991).

Viceversa sarà, invece, possibile massimizzarne il valore, agendo sulla struttura finanziaria, acquisendo nuovi asset o dismettendone di non più redditizi; in questo modo sarebbe perseguibile un miglioramento del valore dell'impresa *target* per mezzo del controllo che si verrebbe a creare in una situazione di acquisizione. Il valore del *corporate control* può essere schematizzato nella seguente equazione (3):

$$\text{Value of control} = \text{Value of firm optically managed} - \text{Value of firm with current management} \quad (3)$$

Un esempio può essere dato, partendo dalle precedenti ipotesi della acquisizione della Digital Equipment da parte della Compaq. Assumendo che Compaq avesse fatto le assunzioni giuste sulle potenzialità di Digital, si valuta il valore del *corporate control*, nell'ipotesi dell'*optimally managed*, con le seguenti ipotesi:

- a) Digital aumenterà il *debt ratio* (Total Debts/Total Asset) del 20%: aumenterà il Beta ma diminuirà il costo del capitale. Il nuovo valore del Beta = 1,25 (*unlevered* Beta = 1,07; Debt/equity ratio = 25%); il nuovo Ke = 6% + 1,25 * (5,5%) = 12,88%; il nuovo Kd = 5,25% in quanto l'impresa è maggiormente rischiosa ed aumenta di conseguenza anche il *default risk*; il nuovo WACC = 12,88% * (0,8) + 5,25% * (0,2) = 11,35%
- b) Digital avrà un 6% di incremento nei ricavi per i prossimi 5 anni; dopo i 5 anni, il beta sarà pari a 1 e vi sarà una riduzione al 4% del costo del capitale (decremento pari a -1,25%);

Con le assunzioni fatte, il valore della Digital Corporation sarà pari a \$ 4.531,59 milioni e così di seguito composto:

anno	FCFF	Valore terminale	VA al 11,59%
1	\$ 156,29	-	\$ 140,36
2	\$ 171,91	-	\$ 138,65
3	\$ 189,11	-	\$ 136,97
4	\$ 208,02	-	\$ 135,31
5	\$ 228,82	\$ 6.584,62	\$ 3.980,29
Valore terminale	\$ 156,25	-	-
		<i>Status quo value</i>	\$ 4.531,59

L'effetto combinato della riduzione del costo del capitale ed incremento del tasso di crescita atteso portano il valore dell'impresa da un valore iniziale di \$ 2.110,41 milioni (*status quo*) ad un valore stimato in \$ 4.531,59 milioni (*final value under hypothesis*). Possiamo, di conseguenza, stimare il *corporate control* nel seguente modo:

<i>Value of firm (optimally managed)</i>	\$ 4.531,59
<i>Value of firm (status quo)</i>	\$ (2.110,41)
<i>Value of corporate control</i>	\$ 2.421,18

c) *The value of synergy*

Come abbiamo già avuto modo di enunciare le sinergie operative rappresentano una forte motivazione per quelle società che sono legate a livello tecnologico o produttivo, mentre le sinergie finanziarie sono maggiormente legate a migliorare la gestione di tesoreria. Volendo legare tali potenzialità sinergie a specifici fenomeni interni ed esterni all'impresa, è possibile suddividere tre principali ragioni di benefici riscontrabili in azienda:

1) *il potere di acquisto*: è riferibile all'insieme dei benefici che l'investitore è in grado di conseguire a seguito del consolidamento della propria quota di mercato. Tale fenomeno è difficilmente misurabile *ante* acquisizione in quanto impatta prevalentemente sul fatturato e quindi sui prezzi di vendita e sulle quantità, che rappresentano variabili misurabili *ex post*.

2) *le economie di scala e/o di scopo*. Le economie di scala, come già brevemente anticipato, consentono di realizzare la dimensione ottimale di una o più funzioni aziendali (acquisti, produzione, distribuzione, tesoreria) mediante una riduzione dei costi di struttura per unità di prodotto o di vendita. Le economie di scopo (in letteratura si utilizza anche il termine di economie di raggio d'azione), invece, consentono una riduzione dei costi legata all'utilizzo congiunto di risorse comuni per la produzione di due o più beni (Chadler, 1990). Partendo dalla Teoria economico – industriale dei *transfer* (Jacquemin, 1989) nelle aggregazioni è possibile ottenere effetti sinergici se le risorse in eccesso di un'impresa vengono combinate con le risorse scarse di un'altra impresa. In tale prospettiva, ipotizzando che W_A sia il valore dell'impresa A, W_B il valore dell'impresa B e $W_{(A+B)}$ il valore congiunto a seguito della acquisizione, possiamo esprimere il seguente

modello di massimizzazione del valore da cui risulta che il valore di una impresa è funzione di cinque fattori in relazione tra loro: a) M = risorse manageriali; b) P = risorse produttive; MP = presenza sul mercato; F = risorse finanziarie; BI = risorse immateriali). Le imprese nel massimizzare il proprio valore sono vincolate da differenti valori:

$$\begin{aligned} \text{Max } W_A &= f(M_a^e, P_a^e, MP_a, F_a, BI_a) \\ &E \\ \text{Max } W_B &= f(M_b, P_b, MP_b^e, F_b, BI_b) \end{aligned}$$

dove l'esponente (e) rappresenta la scarsità della risorsa. Se, quindi, A e B si aggregano A può fornire risorse a B (risorse finanziarie, risorse immateriali, ecc.) e B può fornire risorse ad A (risorse manageriali, risorse produttive, ecc.): in tal modo si verifica la condizione per cui $W_{(A+B)} > \max W_A + \max W_B$ ed è validata la teoria suindicata.

3) *il risparmio fiscale*. Tali benefici possono essere suddivisi in benefici che dipendono dalle modifiche sulla struttura finanziaria oppure in benefici indipendenti da essa. Nel primo caso sono ricomprese le riduzioni di rischio operativo che consente di far maggior ricorso ai finanziamenti e quindi di aumentare la leva finanziaria oppure la riduzione delle imposte d'esercizio a seguito dei maggiori oneri finanziari deducibili. Nel secondo caso, invece, si ricomprendono l'utilizzo delle perdite fiscali pregresse o l'ottenimento di finanziamenti statali, a seguito di particolari attività localizzate in zone agevolate.

Sotto il profilo maggiormente operativo la valutazione concreta delle sinergie derivanti da un processo di acquisizione o fusione richiede la quantificazione, in un'ottica anglosassone, dei flussi di cassa differenziali attesi dalla loro attivazione (Zanetti, 2000). A tale riguardo, le evidenze empiriche raccomandano una certa cautela nel percorso di valutazione, in particolar modo con riferimenti ai seguenti aspetti:

√ *quantificazione dei flussi di cassa*: i flussi di cassa attesi vengono sovente sovrastimati, nel senso che non vengono presi in considerazione quegli oneri monetari che è necessario sostenere al fine di generare quei flussi di risultato. In tale ambito è opportuno, inoltre, individuare gli errori più comuni che si commettono nel calcolo dei flussi di cassa e dei tassi di attualizzazione. Stabilita la scelta di adottare un approccio finanziario, cioè valutare l'impresa costituenda (A+B) mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa generati dalla impresa *target* e dall'investitore è necessario decidere se si intende procedere con un approccio *asset side* basato sui *free cash flow from operation* (FCFO) oppure con un approccio *equity side* basato sui *free cash flow to equity* (FCFE).

Nel primo caso, basato sugli *unlevered cash flow*, si valorizza il valore degli *asset* dell'impresa (o il valore del capitale operativo); quindi, il valore del capitale netto dell'impresa, in forma indiretta, è ottenuto come differenza tra tale valore e quello dell'indebitamento finanziario. In tale approccio, pertanto, si utilizzano i flussi di cassa operativi al lordo degli oneri finanziari (FCFO) ed un tasso di attualizzazione che rifletta il rendimento opportunità per tutti i conferenti di capitale; in sostanza si effettua l'attualizzazione che riflette i rendimenti – opportunità delle diverse forme di

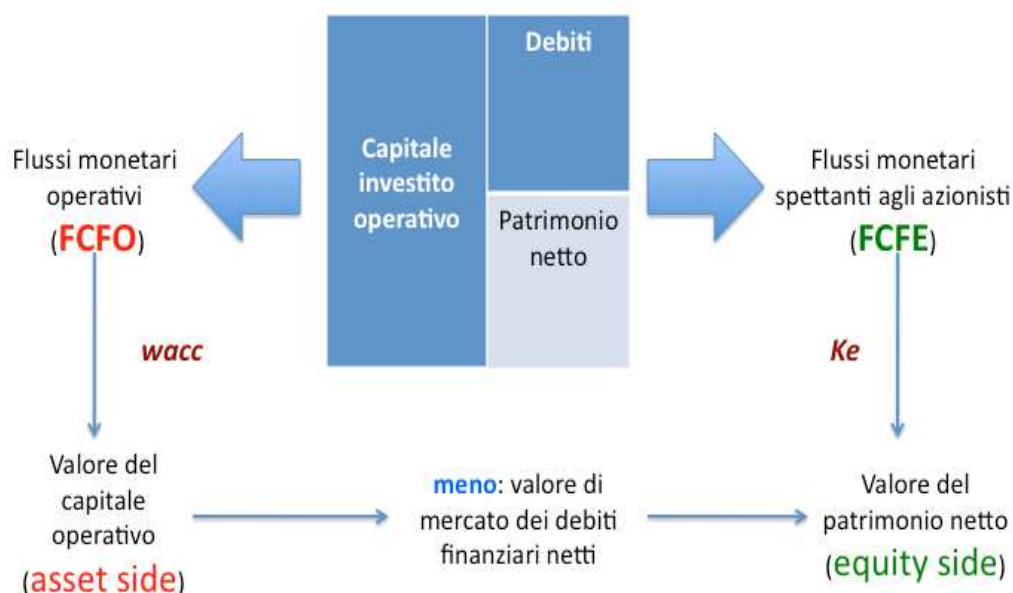
finanziamento in base ad contributo di ciascuna di essere alla dotazione del capitale aziendale (cosiddetto costo medio ponderato del capitale, WACC).

Nel secondo caso, invece, l'approccio *equity*, valorizza il capitale netto dell'impresa. In tal caso si ottiene, in forma diretta, la valorizzazione del patrimonio aziendale; in tale approccio, si utilizzano dei flussi di cassa al netto degli oneri finanziari (FCFE) ed un tasso di attualizzazione che esprima il tasso espressivo del rendimento – opportunità di investimenti alternativi in capitale azionario di imprese comparabili (cosiddetto costo del capitale proprio, K_e). Dalla letteratura anglosassone (Damodaran A, 1991) si riscontrano comunemente i seguenti errori:

- a) l'utilizzo del tasso di attualizzazione (K_e o WACC) della società acquirente per scontare i flussi di cassa della società *target*: in tale contesto, infatti, il costo del capitale rappresenta il rendimento – opportunità degli azionisti della società acquirente più un rischio insito nell'impresa *target*; pertanto, il tasso di attualizzazione da utilizzare è proprio quello dell'impresa *target*;
- b) l'utilizzo del costo del capitale per scontare i flussi di cassa nell'approccio *equity*: tale adozione risulta essere sempre errata in quanto manca coerenza tra numeratore (FCFE) e denominatore (K_e) che porta ad una significativa sopra-valutazione del patrimonio dell'impresa *target*.

Di seguito si schematizzano le differenti varianti del metodo finanziario, *asset side* ed *equity side* (Tabella n. 2.3.2. *Varianti del metodo finanziario*):

Tabella 2.3.2. Varianti del metodo finanziario



Fonte: Massari M. (1998), Finanza Aziendale Valutazione, Milano, revised.

√ *quantificazione della rischiosità dei flussi di cassa addizionali*: a tal proposito i tempi necessari per adottare e concludere gli interventi organizzativi possono a volte essere più lunghi rispetto alle previsioni iniziali; pertanto, vi potrebbero essere fattori di rischio relativi ai flussi addizionali attesi a seguito dell'aggregazione tra le due realtà aziendali coinvolte. Se tali fattori di incertezza sono individuabili un consiglio è quello di procedere alla valutazione autonoma dei flussi riferiti alle diverse sinergie attese, utilizzando dei tassi di attualizzazione differenti e rettificati, riferiti alle sinergie/economie attese in base ai diversi gradi di rischio associabili ai flussi medesimi.

√ *valorizzazione dei costi incrementali*: come già ribadito è necessario prendere in considerazione i costi incrementali che si debbono sostenere per attivare gli interventi sinergici. Pertanto, i flussi da attualizzare devono comprendere anche i costi di ristrutturazione o di miglioramento, gli oneri di smantellamento di strutture produttive esistenti, costi legati ad eventuali sinergie negative (sovrapposizioni di mercato, di gamma produttiva o di rete commerciale). Così anche i costi tecnici legati all'acquisizione (oneri consulenziali per esempio) ed i costi fiscali devono essere ricompresi nel calcolo del valore delle sinergie.

2.3.4. La determinazione dell'acquisition price e copertura del fabbisogno finanziario

Una volta definita la strategia di acquisizione e l'impresa *target* potenzialmente da acquisire in base ai *premium* per il controllo e le sinergie potenziali, è necessario rispondere ad alcune domande:

- a) quanto si intende pagare per l'acquisizione dell'impresa *target*?
- b) in che modo si sostiene l'esborso? con mezzi propri o mediante richiesta di finanziamenti sul mercato?
- c) che tipo di trattamento contabile si può utilizzare per la contabilizzazione dell'avviamento, stante l'influenza sulle imposte pagate dagli azionisti dell'impresa *target*? e come l'acquisto è contabilizzato nel bilancio di esercizio della acquirente?

Con riferimento al primo quesito è necessario determinare il cosiddetto *acquisition price*, definibile come il prezzo sostenuto dall'investitore per l'acquisto delle azioni della società *target*; tanto più elevato sarà tale valore, tanto maggiore sarà la differenza rispetto il valore di libro (contabile) del patrimonio della società acquisenda e, quindi, il valore di avviamento che potrebbe essere generato nella contabilità della società acquirente. Il valore così determinato dipenderà oltre che dalla metodologia di valutazione adottata, che approfondiremo di seguito, da una serie di fattori che possiamo esemplificare di seguito: a) *il prezzo di mercato della società target* cioè la valorizzazione data dal mercato a quella impresa. In tale contesto, l'impresa acquirenda dovrebbe essere in grado di valutare le eventuali potenzialità intrinseche all'impresa nel caso in cui essa sia mal gestita dall'attuale management, e di conseguenza potrebbe avere economie di *corporate control*; b) *la creazione di sinergie* nella scarsità delle risorse se presenti nella società acquisenda (c.d. *transfer theory*). Partendo dall'ipotesi che l'operazione di acquisizione generi sinergie di trasferimento l'ampiezza e la composizione di tali benefici

dipenderà in buona parte dal fatto che i contributi dell'impresa investitrice siano o meno unici o facilmente replicabili. Nel caso, infatti, in cui siano unici il valore dell'*acquisition price* difficilmente potrebbe contenere un *premium* per le sinergie, mentre se sono replicabili il valore attribuito sarà senz'altro più ampio nel senso che una parte è costituita dal metodo di valutazione adottato e una parte è dovuta al maggior valore stante le sinergie replicabili (operative, finanziarie o di trasferimento); c) *la presenza di eventuali altri investitori* per la medesima impresa target. In tal caso, infatti, alcuni studi empirici hanno dimostrato come aumenti la probabilità di attribuire un minor valore alle azioni della società *target*. Da un campione di 236 *tender offer*, avvenute sul mercato statunitense, nel periodo 1963-1984, si è riscontrato che la presenza di sinergie potenziali tra le imprese coinvolte diminuisce in presenza di più investitori interessati: ritorni di mercato del +2% in presenza di singoli investitori e -1,33% in presenza di acquisizioni con più investitori interessati (Bradley, Desai and Kim, 1988).

Con riferimento alla scelta delle modalità con cui finanziarsi, l'investitore dovrà decidere la combinazione ottimale tra capitale proprio e debito (*debt versus equity*) al fine di acquisire l'impresa *target*. Un'impresa, difatti, può decidere di acquisire un'altra impresa mediante l'utilizzo di risorse finanziarie provenienti dagli azionisti o provenienti dal mercato. La combinazione ottimale dipende, *in primis*, dalla capacità di debito dell'investitore: in tal caso vi saranno ovviamente riflessi sul costo del capitale e sugli indici di indebitamento. Un'alternativa potrebbe essere, invece, quella di offrire un pagamento contro azioni (*cash versus stock*) che si sostanzia: a) nell'utilizzo di risorse già accantonate dall'impresa per l'acquisizione (per esempio a riserva utili a nuovo); b) in un aumento del capitale a pagamento in modo da ottenere le risorse finanziarie necessarie; c) in un offerta di azioni agli azionisti della società *target*. Ovviamente tale decisione dipenderà dall'ammontare delle disponibilità liquide nell'attivo circolante dell'impresa, dalla percezione del valore delle azioni (infatti se la percezione del valore delle azioni dell'impresa investitrice è elevata anche gli azionisti della società *target* avranno interesse ad essere "pagati" mediante azioni piuttosto che con del contante) e dai benefici fiscali potenziali.

Con riferimento, infine, al trattamento da adottare per imputare contabilmente l'eventuale avviamento generato dall'operazione di fusione o acquisizione, nel corso dei ultimi decenni e a seconda degli *standard setter* di riferimento le imprese hanno potuto adottare o il metodo del *purchase method* oppure in metodo del *pooling of interest method*. Nel primo caso si ipotizza come assunzione base che le acquisizioni siano effettuate a fronte del pagamento di un prezzo; pertanto, nel bilancio della acquirente le attività, compreso l'eventuale avviamento e le passività devono esprimere il prezzo pagato per tale acquisizione, a prescindere dai valori contabili che le imprese avevano prima dell'aggregazione. Nel secondo caso, invece, il *pooling of interest method*, si basa sulla continuità dei valori e ha come obiettivo di indicare in bilancio l'effetto dell'acquisizione come se le entità fossero sempre state aggregate; pertanto, le attività e le passività delle imprese coinvolte sono iscritti ai valori contabili preesistenti. Come si approfondirà nel capitolo successivo, l'IFRS 3R, aggregazioni aziendali, in vigore dal 1°

luglio 2009 (per i bilanci con chiusura coincidente con l'anno solare la prima applicazione riguarderà le *business combination* realizzate a partire dal 1° gennaio 2010), prevede la sostituzione del *purchase method*, attualmente in vigore, con l'*acquisition method*, che, invece, si focalizza sul *business* acquisito facendo coincidere il costo dell'aggregazione al *fair value* della contropartita corrisposta dall'acquirente.

2.4. La valutazione delle acquisizioni

2.4.1. Il valore economico

La metodologia di valutazione adottata per le valorizzazione delle iniziative di investimento posso essere adottate anche per la valutazione delle acquisizioni di aziende o di rami d'azienda. La valutazione del sistema azienda trova sia motivazioni previste per legge (*ex lege*) sia motivazioni maggiormente soggettive (volontarie) legate all'esigenza informativa degli *stakeholder* interessati all'andamento ed al "valore" dell'azienda. Di seguito è possibile individuare alcune fra le più importanti fattispecie che richiedono la valutazione dell'azienda:

- √ trasferimento dell'azienda o di ramo d'azienda (capitale di cessione/valore economico).
- √ trasformazione di società (capitale di trasformazione).
- √ liquidazione dell'azienda (capitale di liquidazione).
- √ formazione del bilancio di esercizio (capitale di bilancio o di funzionamento).

Come si è brevemente enunciato, pertanto, si possono configurare diverse fattispecie di capitale. Il capitale d'impresa, secondo la dottrina, è definibile come un'entità astratta (Ferrero, 1966; Onida, 1974) che si presta ad essere valutata e quantificata diversamente in base alle sue differenti configurazioni; le configurazioni sono la risultante delle differenti finalità che si intendono perseguire attraverso il processo di valutazione. In sintesi:

- ☑ il capitale di bilancio o di funzionamento è correlato alla individuazione del patrimonio aziendale e al reddito conseguito.
- ☑ il capitale di liquidazione è correlato alla determinazione del presumibile valore di liquidazione.
- ☑ il capitale di cessione, invece, è direttamente correlato alla determinazione del valore economico dell'impresa.

La configurazione di capitale di cessione si origina nel momento in cui vi è una cessione da parte del soggetto economico di una azienda a fronte del pagamento di un corrispettivo pattuito:

- a) se il corrispettivo è rappresentato da denaro si configura un'operazione di cessione d'azienda in senso stretto. In tal caso il valore d'impresa è sempre rappresentato da un valore di cessione soggettivo, intermedio tra le stime del venditore e le stime del compratore. Le parti coinvolte nel processo di valutazione introdurranno nel conteggio una serie di elementi, di opinioni e di ipotesi che sono legate alle loro caratteristiche: si possono così ottenere diversi valori "di acquisizioni". In tale prospettiva è necessario indagare la posizione di indagine rispetto il processo valutativo. A parità di scopo, infatti,

si avranno valutazioni differenti a seconda che la stima sia effettuata per conto del venditore o per conto del compratore.

Stante determinate finalità e postulati la posizione indagata incide sulla metodologia utilizzata per la valutazione; infatti, a seconda della posizione si prenderanno a base della metodologia dati e informazioni a volte differenti che rivelano conseguentemente “valori” differenti. In un’operazione di acquisizione in cui le parti interessate sono l’investitore e l’impresa *target*, le posizioni possono essere di due tipologie: del venditore o del compratore.

Nel primo caso la valutazione è strettamente correlata alle ipotesi, stime e congetture del venditore sulla scorta delle informazioni reperibili dai propri *budget*, dai risultati attesi e dai suoi ragionevoli piani di investimento.

Nel secondo caso, invece, nella posizione del compratore è necessario distinguere tre prospettive differenti: il compratore imprenditore, il compratore investitore e il compratore speculatore. Nella concezione del compratore imprenditore l’aggregazione avviene nell’ottica di governare l’impresa *target*; pertanto, nella valutazione viene data ampia importanza al *corporate control* e alle sinergie che sotto la sua direzione l’aggregazione potrà avere, non rilevando, in tal senso, il contesto dell’economia del venditore. Nella prospettiva del compratore investitore la valutazione viene, invece, effettuata con riferimento alla potenziale sotto-valutazione dell’impresa *target*; pertanto, essa verrà valutata alla stregua di un investimento alternativo nell’ottica di fare un buon affare. La metodologia utilizzata è la metodologia classica con l’intento di effettuare una comparazione con altri impieghi alternativi. Nella prospettiva, infine, del compratore speculatore, non si effettuano valutazioni sulle potenziali sinergie acquisibili dalla aggregazione piuttosto, invece, ci si sofferma sul risultato di breve periodo quindi sul dividendo concretamente percepibile in un breve ristretto arco temporale e sul guadagno in conto capitale, per la successiva rivendita (stima sulla base del valore attuale di cessione).

b) se il corrispettivo è rappresentato da azioni/quote si delinea un’operazione di cessione per apporto (operazioni di conferimento o di fusione). In tal caso il valore d’impresa può essere rappresentato o da un valore di cessione stimato dalle parti oppure dal cosiddetto valore economico, definibile come la risultante del capitale di cessione che ha quale scopo principale la valutazione del sistema aziendale nel suo complesso ai fini del trasferimento di una azienda e nell’ottica indipendente di un perito estimatore.

Per potere definire il valore d’impresa come valore economico è condizione necessaria la presenza di due requisiti (Zanda, Lacchini e Onesti, 2005): un requisito oggettivo rappresentato dall’oggetto del trasferimento (tipicamente nei casi di cessione e fusione) ovvero l’azienda intesa come complesso di beni organizzati all’attività d’impresa (art. 2555 Cod. Civ.) ed un requisito soggettivo inteso come indipendenza del perito estimatore. Invece, nei casi di valutazione e di stima, ai fini del trasferimento, ma nella posizione del venditore o del compratore (e quindi in mancanza del requisito soggettivo) il valore ottenuto non è definibile come valore economico piuttosto come mero valore di cessione per i diversi soggetti coinvolti. La valutazione sul valore economico non si fonda

solamente su dei dati ed informazioni obiettive, su quantità-misura determinabili ma impone il ricorso a stime, ipotesi e congetture. Si richiedono, in dottrina quattro principali requisiti per seguire una attendibile metodologia di valutazione del capitale economico di impresa³¹:

a) *generalità*: è necessario prescindere da effetti contingenti di domanda e di offerta; con riferimento ad un trasferimento aziendale la valutazione deve prescindere dalle caratteristiche delle parti coinvolte nella negoziazione (acquisizione, apporto, fusione, ecc.) ed in particolare delle forse contrattuali che le parti esprimono. Per valore generale o valore astratto di scambio si intende il prezzo che “*in circostanze normali, astrazione fatta delle parti in causa, dei loro particolari interessi e dello stato di cose esistente, può essere considerato come adeguato*” (Viel, Bredt and Renard, 1991). La valutazione deve soffermarsi sulle effettive ed oggettive capacità operative del complesso e con riferimento ad un ipotetico e generico acquirente. In questo si prescinde da ogni giudizio di valore esprimibile da parte del venditore o del compratore (Franceschi, 2007). Tale valore si contrappone al valore di cessione soggettivo che definisce il valore dell’azienda nella prospettiva dell’utilità della sua acquisizione (o cessione) da parte di uno specifico soggetto.

b) *razionalità*: il valore d’impresa deve essere costruito mediante uno schema logico, chiaro e condivisibile. Tipicamente tale schema si basa sull’assunto che il valore d’impresa, in un dato momento, sia legato ai flussi di risultato (di reddito o di cassa), alla loro distribuzione nel tempo ed al valore d’uso dei mezzi finanziari espresso mediante i tassi di investimenti alternativi ed al rischio dell’investimento. Altre volte, invece, si adottano schemi logici giudicati accettati e condivisibili: schemi istantanei a base patrimoniale oppure basati sul costo di riproduzione degli elementi del capitale.

c) *dimostrabilità*: le quantità utilizzate nella formula devono essere credibili e, pertanto, devono avere un grado di obiettività. I flussi di risultato degli anni passati sono dati certi, riscontrabili chiaramente mentre i flussi a venire assumono un grado di incertezza crescente con il decorso del tempo³². La dimostrabilità è strettamente legata alla natura obiettiva, anziché stimata o presunta, delle quantità accolte nelle formule valutative: essa è minima in presenza di flussi di risultato previsionali - in quanto sono frutto di ipotesi - la cui probabilità di verifica/non verifica è pressoché non misurabile.

d) *stabilità*: la valutazione deve essere stabile, nel senso che deve essere creata sulla base di dati tendenzialmente non di rapido mutamento, nei fatti e nelle grandezze, che influenzano il risultato d’esercizio. Non vanno, pertanto, ricomprese componenti straordinari o non facilmente ripetibili; in sostanza bisognerebbe esprimere valori non effimeri e quindi tendenzialmente validi finché non mutino sostanzialmente le premesse dalle quali il valore trae la sua origine.

³¹ Guatri (1987), La valutazione delle aziende, III edizione, Giuffrè, Milano, pag. 17-18.

³² “Esistono procedimenti raffinati, di alto valore teorico, che tuttavia forniscono dei risultati scarsamente certi o addirittura privi di rischio in quanto implicano la assunzione di conoscenze di fatto non disponibili, o che sono il mero frutto di presunzioni o comunque largamente arbitrarie. In tal caso alla razionalità formale del procedimento corrisponde una scarsa o nulla credibilità sostanziale”. (Guatri, 1987)

2.4.2. Metodologie finanziarie di valutazione

Le metodologie finanziarie utilizzate per valutare un progetto di investimento o una acquisizione sono basate generalmente su di un sistema di assunti base (di seguito anche definiti, in gergo anglosassone, *assumption*). Partendo da una breve introduzione sulle differenti tipologie di flussi di cassa esistenti, di seguito si indicano le principali assunzioni di base con riferimento alla proiezione dei flussi, al rischio e correlato tasso di sconto da utilizzare.

Come abbiamo già avuto modo di affermare la valutazione di una acquisizione, o più in generale in una qualsiasi iniziativa di investimento, nella prassi anglosassone, si basa sulla presenza di flussi di cassa che possono essere o flussi di cassa generati dalla gestione operativa oppure flussi netti disponibili per gli azionisti, a seconda che l'approccio adottato sia *asset side* o *equity side*. Le strutture di FCFO (*free cash flow from operation*) e di FCFE (*free cash flow to equity*) possono essere schematizzate nella tabella di seguito indicata (Tabella n. 2.4.1. *Le strutture dei flussi cassa (FCFO e FCFE)*).

Tabella 2.4.1. *Le strutture dei flussi cassa (FCFO e FCFE)*

Determinazione FCFO	Determinazione FCFE
+ Margine operativo lordo	+ Margine operativo lordo
+/- variazioni capitale circolante commerciale	+/- variazioni capitale circolante commerciale
+/- variazioni del fondo TFR	+/- variazioni del fondo TFR
- investimenti operativi	- investimenti operativi
+ disinvestimenti operativi	+ disinvestimenti operativi
- imposte sul risultato operativo	- interessi passivi netti
= FCFO (asset side)	= FCFO (asset side)
	- imposte sull'utile netto
	+/- rimborsi o versamenti di capitale
	+/- variazione programmata dell'indebitamento netto
	= FCFE (equity side)

Fonte: Massari M. (1998), *Finanza Aziendale Valutazione*, Milano, revised.

Nell'approccio *asset side* siamo nell'ipotesi di impresa *unlevered*, cioè in assenza di indebitamento e, quindi, di oneri finanziari deducibili (interessi passivi); la voce "imposte" rappresenta un onere teorico in percentuale sul risultato operativo. Tutto ciò comporta l'equivalenza tra il flusso di cassa generato dalla gestione operativa ed il risultato netto ante imposte. Nell'approccio *equity side*, invece, consideriamo una impresa *levered*; pertanto, i flussi di cassa netti disponibili per gli azionisti sono funzione sia delle imposte sul reddito netto sia della variazione programmata dell'indebitamento netto, da cui discende la remunerazione dei debiti netti, rappresentata proprio dagli interessi passivi. Con tali premesse, è interessante indagare gli assunti da considerare nel momento della scelta metodologica adottata per la valutazione di un investimento o di una

acquisizione: gli assunti sulla proiezione dei flussi di cassa, sul rischio e sul tasso di sconto. Di seguito se ne indica il dettaglio.

1) *Gli assunti sulle proiezioni di flussi*

In presenza di valutazioni di imprese o di acquisizioni la necessità di realizzare delle proiezioni sui flussi di cassa è subordinata al fatto che le attività svolte si trovino in uno stato di “squilibrio”, generalmente per fattori di carattere oggettivo e di carattere soggettivo.

I fattori di carattere oggettivo riguardano la necessità/opportunità di agire con interventi di razionalizzazione o di ricostruzione oppure la possibilità di conseguire, mediante sinergie, migliori risultati operativi.

I fattori di carattere soggettivo, invece, sono riferiti ai piani ed ai programmi che in genere sono presenti in operazioni di acquisizione che comportano il trasferimento del controllo.

Nel caso in cui si verificano contemporaneamente tali fattori si rende necessaria una attenta analisi della proiezione dei flussi di cassa che sono generalmente ricavati sulla base di dati storici (per la stabilità dei risultati) e su bilanci previsionali che richiedono delle assunzioni base che consentiranno di ottenere una sensatezza e una coerenza della stima effettuata.

Gli *assumption* di riferimento devono essere riferiti all’impresa ed al settore e all’economia nel quale essa svolge la propria attività. Le assunzioni più specifiche riferite direttamente all’impresa riguardano:

l’evoluzione dei principali prezzi-ricavi e prezzi costi;

l’andamento del circolante commerciale;

esigenze di investimento;

l’andamento del rapporto di indebitamento: fondamentale per la definizione dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti;

i benefici conseguenti l’acquisizione: economie e sinergie ottenibili dall’integrazione di due imprese;

gli investimenti ed i costi necessari per rendere possibile l’aggregazione e per mantenere stabile la situazione della incorporante, una volta raggiunta una posizione di equilibrio.

Gli assunti, invece, di carattere più generale relativi al contesto economico – generale e finanziario nel quale opera l’impresa riguardano principalmente:

√ l’evoluzione dei consumi (di beni finali e di investimento).

√ i tassi di cambio.

√ i tassi di interesse.

√ i tassi di inflazione attesi.

√ il tasso di crescita del mercato di riferimento.

√ le politiche dei concorrenti.

√ gli interventi normativi di riflesso sul settore.

Nel caso, invece, in cui non si verificano tali fattori e l'impresa si trovi conseguentemente in una posizione di "equilibrio", la valutazione potrà più semplicemente basarsi sui risultati più recenti, eventualmente normalizzati.

La dottrina aziendale (Massari, 1998) consiglia nelle proiezioni dei flussi la verifica dei piani di redditività mediante il controllo degli indici ROS (*return on sale*) e ROI (*return on investment*) nell'arco del periodo assunto ai fini della proiezione analitica dei flussi di cassa. Difatti, sovente si verifica il caso in cui il ROI di piano cresce di anno in anno fino a raggiungere livelli fuori misura rispetto la media storica e la redditività del settore. Ciò è dovuto generalmente al sottodimensionamento degli investimenti. Tale ultimo aspetto ritorna in maniera critica anche nella valutazione mediante metodo finanziario analitico, in cui una stima errata degli investimenti necessari a sostenere la crescita assunta nelle proiezioni analitiche dei flussi può avere forte incidenza sul risultato della valutazione. In particolare i flussi di cassa dell'ultimo anno del periodo di proiezione analitica, sui quali si basa il calcolo del *terminal value*, devono essere quantificati con cura in particolare nella stima di un congruo ammontare degli investimenti di rinnovo (spesso assunti al valore degli ammortamenti determinati con criteri economico-tecnici) e nella stima di un ragionato importo dei costi destinati ad assicurare che l'impresa possa mantenere il proprio posizionamento strategico.

E', infine, necessaria una ultima conclusione. E' fondamentale che le assunzioni base siano determinate correttamente ed in modo più possibile coerente. Infatti dalle assunzioni specifiche dell'impresa, e da quelle più generali relative al contesto economico e finanziario nel quale essa opera, dipendono i parametri del costo – opportunità del capitale desumibili dal mercato. Modificando, pertanto, le assunzioni vengono a cadere i presupposti della coerenza tra ipotesi-base che presiedono all'apprezzamento dei flussi attesi e del profilo di rischio.

2) *Gli assunti sul rischio e correlato tasso di sconto*

Un ulteriore aspetto critico nella valutazione di un progetto di investimento o di una acquisizione è rappresentato dal tasso adottato per attualizzare i flussi di cassa prospettici di cui al precedente punto 1). Il tasso di attualizzazione (o di sconto) quel tasso di rendimento richiesto dagli investitori, con riferimento all'impresa valutanda. Si tratta del tasso minimo di rendimento che rende gli azionisti indifferenti tra l'investimento nel capitale dell'impresa ed un investimento alternativo. Di seguito si rammentano due definizioni tratte dalla dottrina economico aziendale italiana:

il tasso di sconto...“è quel tasso tale da rendere, sul piano economico, indifferente l'impiego del capitale nell'impresa ovvero l'impiego di quello in prestiti ad interesse. E' il tasso che l'impresa deve “almeno” fruttare per giustificare la sua esistenza: se il tasso di reddito è più alto, l'impiego industriale è comparativamente conveniente; se esso è più basso, conveniente diviene l'impiego in mutui sul mercato dei capitali.” (Amodeo, 1992: 760).

il tasso di sconto ...“è il punto di scarico di una serie di componenti complesse ed elementari che pertengono sia alle necessità di orientare la misura del tasso stesso verso certe grandezze per fini propri della determinazione economico-quantitativa che interessa, sia alla guisa con la quale gli altri elementi del calcolo, si sono in precedenza misurati. Di talchè è opportuno condurre il discorso che ora si va a fare considerando come distaccate questa serie di aggregazioni che ad un valore di base del saggio è opportuno mano a mano aggiungere. Il meccanismo ora indicato ha – naturalmente –soltanto fini di opportunità espositiva, che il saggio finale che il valutatore presceglierà è un valore unico e non un’ottusa somma di diverse componenti non aventi significato economico quando prese singolarmente.” (Viganò, 1965: 72-73).

Il tasso di attualizzazione deve essere in linea con i compensi ritraibili dai migliori investimenti alternativi, tenendo anche conto del profilo di rischio legato all’incertezza della situazione che caratterizza lo sviluppo dei risultati dell’acquisizione. Per profilo di rischio si intende l’insieme dei fattori potenzialmente responsabili della variabilità dei risultati di carattere operativo (c.d. rischio operativo), escludendo, quindi, gli effetti riferibili alle scelte di copertura finanziaria (Massari, 1998).

Nella valutazione del profilo di rischio è necessario considerare due assunti fondamentali:

- ☑ i flussi generati non possono essere considerati allo stesso modo in quanto più ci si allontana da tempo t_0 più tali flussi devono essere penalizzati; mediante la logica della attualizzazione nel calcolo del valore attuale dei flussi generati si vanno a penalizzare quei flussi che hanno manifestazione temporale più differita;
- ☑ i flussi attesi o normalizzati vanno rettificati in modo parametrico al profilo di rischio.

Tale ultimo assunto richiede un intervento che può essere realizzato mediante due tecniche (Brealey, Myers e Sandri, 1993): il metodo del CEQ (*Certainty Equivalent* o risultato certo equivalente) oppure il metodo del RADR (*Risk Adjusted Discount Rate*). Il primo metodo consiste nell’applicazione di un coefficiente di rettifica ai flussi crescenti in rapporto al rischio stimato. Il secondo metodo, invece, richiede un determinato premio per il rischio sulla base dell’assunto che un investitore razionale richiederà rendimenti più elevati per le iniziative più rischiose. Tale *surplus* è da sommare al rendimento base destinato a compensare l’investitore per il solo differimento nel tempo della disponibilità dei flussi di risultato.

Il tasso di sconto è rappresentato, pertanto da una serie di componenti che dovranno attribuire ad esso un valore unico, avente significato economico (Viganò, 1965). In particolare esso si compone di tre elementi, di seguito indicati:

- ☑ tasso privo di rischio ($i_{\text{privo di rischio}}$) che rappresenta il premio che spetta a chi rinunciando al consumo immediato presta la propria ricchezza;
- ☑ premio per il rischio ($i_{\text{premium risk}}$) che rappresenta il premio da attribuire all’investitore per il rischio assunto investendo in una specifica attività.

☑ il premio per “l’opera complessa dell’imprenditore come creatore e conduttore dell’impresa” (Amodeo, 1992). Tale tasso di salario però, non viene, solitamente preso in considerazione nella prassi valutativa in quanto si ipotizza una netta separazione tra proprietà e *management*.

Pertanto il tasso di attualizzazione (o di sconto) è così di seguito composto:

$$i_{\text{sconto}} = i_{\text{privo di rischio}} + i_{\text{premium risk}}$$

Il tasso privo di rischio è garantito, in linea teorica, dal mercato dei capitali e dall’incontro della domanda e dell’offerta. Visto però che non esiste nel mercato alcuna attività negoziabile priva di rischio, è necessario fare delle approssimazioni. E’ per tale motivazione che risulta necessario, nella stima dei flussi attualizzati, approssimare il rendimento delle attività prive di rischio con il tasso di rendimento dai titoli di Stato. Data questa prima approssimazione è necessario domandarci quali titoli di stato e quindi quali rendimenti scegliere tra le varie proposte dei mercati finanziari. Il primo quesito è quello della scelta tra tassi storici o prospettici. Tale scelta impone una coerenza con i flussi da attualizzare; infatti, se si scelgono flussi basati su serie storiche, anche i tassi dovranno essere basati su analisi storiche e viceversa. La stessa attenzione va posta, per coerenza, all’imposizione fiscale teorica; infatti se i flussi da attualizzare sono al netto dell’imposizione fiscale anche il tasso da attualizzare deve essere al netto ovvero al lordo nell’ipotesi opposta. La formula matematica che lega i rendimenti è la seguente:

$$R_n = R_L \times (1 - t)$$

dove:

R_n = rendimento netto

R_L = rendimento lordo

t = aliquota fiscale d’imposta

Un ulteriore aspetto da considerare è se il rendimento deve essere considerato al lordo o al netto dell’erosione monetaria qualora i flussi da scontare facciano riferimento a valori della moneta corrente o costante. Si distinguono, quindi, i rendimenti reali dai rendimenti nominali. In termini matematici la formula che lega i due rendimenti è la seguente (Fischer, 1986):

$$(1 + R) = (1 + r) * (1 + \pi)$$

$$R = r + \pi + r\pi$$

e quindi:

$$r = \frac{R - \pi}{1 + \pi}$$

dove:

R = tasso nominale

r = tasso reale

π = tasso di inflazione

Abbiamo visto che il tasso di attualizzazione si compone di due componenti: il tasso privo di rischio e un premio per il rischio, che ha l'obiettivo di remunerare il rischio che il risparmiatore corre nell'investire in una determinata attività. Esamineremo brevemente, di seguito, le diverse metodologie che sono state utilizzate dalla teoria valutativa per la determinazione del premio di rischio: a) procedimento di Stoccarda: aspetti critici; b) procedimento di Stoccarda corretto; c) *Capital Asset Pricing Model* (CAPM); d) *Fama and French model*.

a) Procedimento di Stoccarda: aspetti critici

Il procedimento di Stoccarda utilizzato nella prassi valutativa per la determinazione del premio di rischio rientra in un intervento, ritenuto debole, della U.E.C. (*Union Européenne des Experts Comptables Economiques e Financiers*) del 1963 per armonizzare a livello europeo le diverse correnti e culture in tema di valutazioni aziendali. Esso si basa sul concetto di equivalente certo che, applicato alla determinazione del capitale economico, comporta che il valore attuale dei flussi aziendali «rischiosi» scontato a un tasso comprensivo del premio per il rischio (pari forfettariamente al 30%) sia pari al valore attuale di una minore entità di flussi aziendali «certi» scontati al tasso *riskless*. Ipotizzando che il valore economico d'impresa sia calcolato con il metodo puro o semplice, risulta che:

$$W = \frac{Fl - 30\% * Fl}{i_1}$$

dove:

Fl = il flusso (economico o finanziario) medio normale atteso;

*i*₁ = il tasso privo di rischio;

*i*₂ = il premio per il rischio.

Essendo quindi (1):

$\frac{Fl}{i_1 + i_2} = \frac{Fl * (1-30\%)}{i_1} \quad (1)$

ne deriva che:

$$i_1 * Fl = (i_1 + i_2) * Fl * (1-30\%)$$

da cui:

$$i_1 = (i_1 + i_2) * (1-30\%)$$

pertanto (2):

$i_2 = \frac{30\%}{1-30\%} * i_1 \quad (2)$

Emerge chiaramente la relazione tra la percentuale d'abbattimento e il premio per il rischio (i_2). La logica sottostante prevede, quindi, una riduzione del 30% dei redditi attesi tenuto conto, nella valorizzazione del capitale economico, della non distribuzione di una parte dei profitti, la cui destinazione a riserva ha precisamente lo scopo di garantire una protezione contro le conseguenze del rischio generale di impresa.

Si è, inoltre, dibattuto sulla possibilità di incrementare il rischio generale d'impresa per due ordini di fattori:

- ☑ possibile maggiorazione dovuta in caso di tesaurizzazione dei redditi;
- ☑ possibile maggiorazione dovuta alla mancata quotazione delle azioni.

Sotto il primo profilo, la possibile maggiorazione a causa della tesaurizzazione dei redditi, si propende per la mancata applicazione in quanto tale aspetto viene già considerato, da parte del perito, nella quantificazione dei redditi attesi prospettici. Più precisamente la U.E.C. (*Union Européenne des Experts Comptables Economiques e Financiers*) ha specificato quanto segue:

“Una riduzione più elevata (del tasso di rischio generale) può essere presa in considerazione quando il reddito suscettibile d'essere distribuito dovrà essere influenzato, in futuro, da spese straordinarie ed inevitabili, senza che tali spese contribuiscano direttamente ad accrescere la capacità di reddito. Un simile procedimento tiene conto della pratica corrente, in virtù della quale i redditi non sono integralmente distribuiti, ma sono parzialmente tesaurizzati sottoforma di riserve generiche che, rafforzando la struttura finanziaria dell'azienda, le permettono di meglio resistere ai colpi dei rischi generali.

Tuttavia il perito può rinunciare a ridurre ulteriormente il reddito oltre la percentuale del 30% per tenere conto di spese straordinarie ed inevitabili, perché egli deve avere tenuto di queste ultime quando avrà calcolato il profitto costantemente realizzabile.” (U.E.C., 1963).

Per quanto, invece, riguarda la possibile maggiorazione per la non quotazione delle azioni, alcuni autori hanno proposto di aumentare del 50% il tasso di interesse corrente. Per esempio Diez fa osservare che, a giudicare dai tassi sperimentali segnalati da differenti autori tedeschi, quali Schmalenbach, Rechtman, Moral, Prion, è ragionevole, per quanto concerne gli investimenti nelle aziende industriali, stabilire per i beni non fungibili, a causa della loro minore capacità di realizzo, un coefficiente di capitalizzazione superiore, dal 25% al 50%, rispetto a quello applicato a quello dei beni fungibili.

Il procedimento di Stoccarda, in siffatta configurazione, non è esente da criticità. In primo luogo, difatti, si tiene conto esclusivamente del rischio generale d'impresa trascurando completamente il cosiddetto rischio specifico. Difatti si ipotizza che tale rischio si sia di già considerato nella valutazione prudenziale dei flussi da scontare; tale procedimento si presta troppo a considerazioni soggettive ed arbitrarie. In secondo luogo

la percentuale di abbattimento è fissa del 30% per ogni azienda, indipendentemente dal settore o dalle caratteristiche specifiche della medesima, presumendo implicitamente che tutte le aziende subiscano il medesimo rischio generale (D'Amico, 1995).

b) Procedimento di Stoccarda: una seconda applicazione corretta

Il Procedimento di Stoccarda è stato applicato diversamente, rispetto la formulazione iniziale, al fine di superare le criticità che abbiamo individuato. Più precisamente si parte della consapevolezza che il rischio generale d'impresa debba essere percepito diversamente da ciascuna azienda, alle proprie prospettive patrimoniali, finanziarie, economiche ed al settore nel quale opera.

In tale formulazione permane la criticità relativa alla valorizzazione del rischio specifico; infatti, esso dovrà essere quantificato sempre con riferimento ad una stima prudenziale dei flussi attesi. Invece, si riesce a superare la seconda criticità in quanto la percentuale di abbattimento non è più fissata in forma univoca ma viene quantificata in una forbice compresa tra il 15% (valore minimo) e 30% (valore massimo), in relazione al differente profilo di rischiosità aziendale. Più precisamente la relazione tra le due variabili è esposta nella seguente tabella (Tabella n. 2.4.2. *Relazione tra profilo di rischiosità e percentuale di abbattimento*).

Tabella 2.4.2. *Relazione tra profilo di rischiosità e percentuale di abbattimento*

Profilo di rischiosità	Determinazione FCFE
bassa	15%
medio bassa	18,75%
media	22,50%
medio – alta	26,25%
alta	30%

Fonte: Zanda G., Lacchini M., Onesti T. (2005), *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino.

Invero, anche la tecnica in esame non è esente da critiche. Difatti, se da un lato vi sono dubbi sulle imprese con un profilo di rischio *bord-line*, che mal si prestano all'applicazione della tabella indicata, dall'altro va rilevato che l'applicazione delle percentuali indicate, tradotte in termini di premio per il rischio, conduce a valori privi di significato in ragioni dei contenuti livelli assunti attualmente dal tasso *riskless* netto reale. Per tali ragioni, i valutatori si sono orientati verso tecniche alternative.

c) Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Il *Capital Asset Pricing Model* (di seguito anche CAPM) è un modello, introdotto a partire dagli anni settanta, di interpretazione del processo di formazione dei prezzi delle attività trattate sui mercati finanziari. Esamina, pertanto, le scelte di un investitore in condizioni di rischio ovvero di avversione al rischio (Blume and Friend, 1975). Il modello, chiamato anche “mondo dei mercati perfetti”, si basa su di una serie di

assunzioni e di relazioni quantitative validate che determinano la non assolutezza del valore così ottenuto, dando adito a possibili alternative a seconda dei diversi punti di vista dal quale si indaga. Le assunzioni di base possono essere suddivise in due gruppi: quelle relative al comportamento degli investitori, quindi le modalità con le quali essi effettuano le loro decisioni di investimento e quelle relative alla operatività dei mercati finanziari.

La classe di assunzioni riferite al comportamento dei singoli investitori prevedono che tutti i soggetti che investono in attività finanziarie accolgano il principio della media – varianza che propone di misurare il rischio di un'attività finanziaria attraverso la variazione dei prezzi di questa attività intorno al suo valore medio. L'assunto base è che gli investitori siano avversi al rischio ed in condizioni di incertezza intendano massimizzare la propria utilità attesa; la coerenza tra il principio della massimizzazione dell'utilità attesa e del principio della media varianza risulta validato soltanto quando le distribuzioni di probabilità degli investimenti siano congiuntamente normali, e/o le funzioni di utilità degli operatori siano ben approssimate dalla funzione di utilità quadratica (Cattaneo, 1999).

La classe di assunzioni, invece, riferite l'operatività dei mercati sono le seguenti:

- a) l'esistenza di un investimento privo di rischio, al cui tasso di rendimento tutti gli operatori possono o investire o prendere a prestito.
- b) la mancanza di costi di intermediazione, oneri accessori, imposte societarie o personali.
- c) la possibilità di vendere allo scoperto, consistente nella vendita di titoli non ancora posseduti.
- d) la perfetta omogeneità di aspettative degli investitori.
- e) la possibilità di contattare tutti gli investimenti sul mercato finanziario.
- f) gli investitori sono *price-taker* cioè le decisioni di nessuno di essi, singolarmente considerate, sono in grado determinare modifiche nei prezzi delle attività finanziarie.

In termini di rischiosità, possiamo individuare le seguenti conclusioni del modello, stante la validità di tutte le assunzioni presentate:

- a) il rischio totale di una impresa è dato da un rischio specifico (diversificabile) e da un rischio sistematico (non diversificabile). Il rischio specifico, mediante un processo di diversificazione, è eliminabile; pertanto, può essere tralasciato nella valutazione di stima di una azienda.
- b) il rischio sistematico è misurabile mediante un coefficiente β che è pari al rapporto tra la covarianza dei rendimenti dell'impresa valutanda (R_A) e del portafoglio di mercato (R_M) e la varianza dei rendimenti del portafoglio di mercato (3):

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_A, R_M)}{\text{Var}(R_M)} \quad (3)$$

La covarianza tra il singolo investimento ed il portafoglio di mercato rappresenta la misura del contributo di quell'investimento al rischio complessivo del portafoglio di

mercato; togliendo o aggiungendo il singolo investimento al portafoglio di mercato, il rischio di quest'ultimo (misurato in termini di varianza o di scarto quadratico medio) varia in proporzione alla covarianza di quel titolo.

In base a tale modello, il premio per il rischio è dato dalla seguente formula (4):

$$i_2 = \beta * (R_M - i_1) \quad (4)$$

Con riferimento al rendimento di mercato, bisognerebbe fare riferimento ad un generico portafoglio che includa tutti gli investimenti attuabili. Stante, però, l'impossibilità di costruire tale portafoglio ci si orienta, sovente, su di un rendimento garantito dalla borsa valori del paese di riferimento. A tal proposito si precisa quanto segue:

“un problema di non poco peso nell'applicazione del processo di stima è dato dalla misurazione del rendimento del portafoglio di mercato. L'identificazione della distribuzione dei rendimenti del portafoglio di mercato può a rigore avere luogo solo a partire dalla conoscenza della distribuzione congiunta di tutti gli investimenti esistenti. Non essendo tale identificazione praticamente possibile, si ricorre solitamente alla previsione dell'andamento di una variabile proxy, che si possa così ritenere altamente correlata con i rendimenti del portafoglio di mercato. La variabile proxy più comunemente usata è data dalle variazioni dell'indice delle quotazioni sul mercato azionario; è, però, importante avere presente che tali variazioni non possono a rigore essere identificate con i rendimenti del portafoglio di mercato, poiché l'indice delle quotazioni può tutt'al più rappresentare i rendimenti di un limitato sottoinsieme degli investimenti esistenti (oltre che per motivi più banali come quello per cui gli indici di borsa solitamente utilizzati non tengono conto dei dividendi distribuiti).”
(Caprio, 1989: 141).

In Italia, pertanto, il rendimento di mercato si calcola attraverso le variazioni annuali dell'indice della Borsa valori di Milano (Mib, Comit, indice MedioBanca). Per quanto riguarda, invece, il coefficiente β se la società oggetto della indagine è quotata esistono diverse pubblicazioni che ne riportano i *beta book*; se non fosse quotata, è necessario affidarsi ad una approssimazione: il valore del β è assimilabile ad un β medio di un campione di aziende quotate operante nel medesimo settore e con caratteristiche simili (per dimensione, redditività, numero di dipendenti, ecc.).

Tale fattore rappresenta, pertanto, il valore del rischio operativo medio e del rischio finanziario medio relativi al campione di riferimento (cosiddetto *β levered*). Dal punto di vista operativo è conveniente ipotizzare che una azienda non quotata o di nuova quotazione abbia un rischio operativo simile a quello del settore altrettanto non può dirsi per il rischio finanziario, nel caso in cui il rapporto di indebitamento non sia in media con quello del settore. In tale fattispecie è necessario correggere il β calcolato. Più in

particolare è necessario: a) depurare il β medio delle aziende simili (β *levered* di mercato) dal rischio finanziario medio ad esso relativo, ottenendo in tal modo il β *unlevered* (o Beta operativo); b) aumentare il β *unlevered* del rischio finanziario specifico dell'azienda che si sta valutando (D'Amico, 1993: 24-28). In tal modo si ottiene il β *levered* dell'azienda valutanda. Di qui la nota formula per la determinazione del Beta operativo e del Beta *levered* dell'azienda valutanda (Hamada, 1969) (5) (6):

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{1 + (CC_c/CP_c)MKT * (1-t)} \quad (5)$$

$$\beta_L = \beta_u * (1 + (CC_a/CP_a)MKT * (1-t)) \quad (6)$$

dove:

β_u = beta unlevered o operativo

β_L = beta levered

$(CC_c/CP_c)MKT$ = valore di mercato del leverage del campione

$(CC_a/CP_a)MKT$ = valore di mercato del leverage dell'azienda

t = aliquota fiscale

d) Fama and French Model

Il *Fama and French Model* (anche anche Fama Model o *Three-Factor Model*) è un modello, introdotto a partire dagli anni novanta, utilizzato negli Stati Uniti, di interpretazione del processo di formazione e valutazione di un portafoglio titoli.

Come per il CAPM, il *Fama and French Model* tenta di spiegare le *performance* di un determinato portafoglio attraverso la regressione lineare. Però, mentre il CAPM prende in considerazione soltanto il coefficiente β , il *Fama Model* considera altresì la capitalizzazione aziendale (ME), ed il rapporto tra *book value/market value ratio* (BE/ME).

Tale modello si basa su due precedenti teorie di origine anglosassone: la teoria del *packing order* e la teoria del *trade off*.

La teoria del *packing order* (Myers and Majluf, 1984) stabilisce un ordine sequenziale di azioni (appunto *packing order*) che un'impresa intraprende nel momento in cui necessita di finanziamenti sul mercato dei capitali; tale ordine è influenzato dal diverso grado di asimmetria informativa con il mercato. L'impresa si finanzia prima con risorse interne (autofinanziamento, finanziamenti dei soci, ecc.), poi con risorse esterne (indebitamento bancario) e infine con l'emissione di nuove azioni. Quest'ultima azione comporta un potenziale danneggiamento agli azionisti esistenti in quanto, se l'investimento si rivelerà profittevole, impone una riduzione nella ripartizione degli utili

su più azionisti (già esistenti e neo). Pertanto, a seguito all'annuncio dell'emissione di nuove azioni (cosiddetta *Seasoned Equity Offering* o SEO) il prezzo di mercato delle azioni dell'impresa dovrebbe subire una caduta.

Con riguardo alla teoria del *packing order*, Fama e French riscontrano come le imprese con maggiori profitti abbiano una leva finanziaria minore; questo risultato sarebbe compatibile con tale modello; difatti, imprese con maggiori profitti preferirebbero ricorrere alla cassa per finanziare i propri investimenti, piuttosto che a finanziamenti esterni, al fine di evitare l'effetto negativo sul loro valore di mercato che consegue a un'emissione di debito.

La teoria del *trade off*, invece, mira a determinare una struttura ottimale del capitale mediante un confronto tra costi e benefici del debito. Nella disamina si confrontano i costi attesi di insolvenze e i benefici fiscali del ricorso al mercato dei capitali (Modigliani and Miller, 1958; DeAngelo and Masulis, 1980) ed i costi e benefici di agenzia incidenti sulla struttura del capitale: i costi di agenzia dell'*equity* (Jensen and Meckling, 1976) ed i costi di agenzia dei FCF – *free cash flow* (Jensen, 1986). In accordo alla teoria del *trade off*, Fama e French hanno osservato come la leva finanziaria delle imprese tenda a convergere nel lungo periodo a un valore fisso, dal quale si discosta solo temporaneamente. Tali considerazioni sarebbero compatibili con tale prospettiva.

2.4.3. Il valore differenziale nella valutazione delle acquisizioni

E' necessario premettere che le metodologie di valutazione delle iniziative di investimento possono essere utilizzate per la valutazione delle acquisizioni. Infatti, entrambe dipendono dall'analisi del valore creato attraverso l'acquisizione di un'azienda e di rami aziendali. L'acquisizione, in tale prospettiva, è da considerarsi quale investimento, con una dimensione differente rispetto a quella degli investimenti in attività operative. Ogni operazione di acquisizione avrà un determinato valore netto creato, definibile come la risultante della differenza tra il valore di acquisizione (anche valore attuale dei flussi di risultato attesi dall'acquirente in seguito all'operazione) ed il prezzo pagato effettivamente per l'acquisto dell'impresa target (Massari, 1998). Di seguito la formula (7):

$$\text{NPV}_{\text{acq}} = \text{W}_{\text{acq}} - \text{P} \quad (7)$$

dove:

NPV_{acq} = valore attuale netto di una operazione di acquisizione;

W_{acq} = valore di acquisizione del capitale dell'impresa target;

P = prezzo pagato dall'acquirente.

La distanza esistente tra il valore di acquisizione (W_{acq}) dell'impresa target ed il prezzo pagato effettivamente (P) sottende alla stima del cosiddetto probabile prezzo di mercato, oltre il quale lo stesso valore di acquisizione non dovrebbe mai andare. Tale differenza dipende dallo scenario competitivo in cui si trova l'impresa *target*, dalla

presenza di acquirenti interessati all'operazione (*willing buyer*), quindi, dal grado di competitività che caratterizza il mercato del controllo. Poiché, come abbiamo detto, le acquisizioni sono definibili come dei qualsivoglia investimenti, possiamo per la loro valutazione adottare la cosiddetta analisi differenziale, che prevede 3 ordini di effetti:

☑ effetto differenziale di quantità (o effetto differenziale di carattere operativo sui flussi) vale a dire i maggiori flussi di risultato incrementali che si produrranno in capo all'impresa acquirente a seguito dell'operazione di acquisizione. Il differenziale di quantità dipende dalle sinergie complessivamente fruibili dall'acquirente, dalle interconnessioni di mercato e dalla presenza dei cosiddetti *sunk costs*³³. Molti studi anglosassoni (Anthony, Reese and Hertenstein, 1995) hanno affrontato il tema dei costi differenziali, che risultano appunto differenti rispetto a certe ipotesi e situazioni precorribili. In tale prospettiva si potrebbero avere iniziative che hanno impatto su costi e su ricavi di altre attività già svolte dall'impresa, iniziative che consentono di utilizzare risorse esuberanti rispetto al fabbisogno dell'impresa oppure iniziative che prevedono il dirottamento di risorse già utilizzate dall'impresa per lo svolgimento di determinate attività.

☑ effetto differenziale di qualità legato al profilo di rischio dell'acquirente (o effetto differenziale operativo sul profilo di rischio). Il profilo di rischio di una operazione di acquisizione si presume simile a quello dell'area di affari nel quale esso può essere classificato (semplificazione); si presume che le iniziative attenuino le esposizioni al rischio.

☑ effetto differenziale sulla struttura finanziaria che si determina in base a quanto la società, risultante dalla operazione di aggregazione, ha possibilità di aumentare la leva finanziaria con un impatto favorevole sulla capacità di indebitamento dell'impresa. Premesso che la decisione di procedere con una operazione di acquisizione implica di per sé un esborso finanziario, è possibile che l'impresa acquirente riesca a valutare di potere contare sui flussi di cassa generati dall'area operativa della impresa target, per potere accedere a forme aggiuntive di indebitamento presso terzi. Se, infatti, l'impresa è in grado di aumentare l'indebitamento in misura sufficiente a potere soffi sfare il proprio fabbisogno di acquisto, i benefici fiscali relativi alla deducibilità degli interessi passivi aumentano proporzionalmente³⁴ (Massari, 1998).

³³ I costi sommersi (*sunk costs*) sono costi che sono già stati sostenuti e che non possono essere evitati, indipendentemente da quello che il management decide di fare. I costi sommersi rimangono sempre identici, indipendentemente da quali alternative si stanno considerando e pertanto sono sempre irrilevanti (Garrison, Noreen and Rewer, 2008). Se, per esempio, l'impresa ha costruito uno stabilimento più ampio del necessario, l'ammortamento della capacità esuberante rappresenta un "costo sommerso".

³⁴ Tale affermazione trova tuttora una limitazione nella nuova disciplina sulla deducibilità degli interessi passivi. L'art 96 del T.U.I.R. stabilisce che gli interessi passivi sono deducibili in ciascun periodo d'imposta fino a concorrenza degli interessi attivi. L'eventuale eccedenza di interessi passivi è deducibile sino a concorrenza del 30% del risultato operativo lordo (ROL) della gestione caratteristica, ossia dalla differenza fra il valore ed i costi della produzione di cui alle lettere a) e b) dell'articolo 2425 del codice civile, con esclusione degli ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali e materiali e dei canoni di locazione finanziaria di beni strumentali. Il comma 5 dell'articolo 96 del TUIR dispone che tale disciplina non trovi applicazione nei riguardi di una specifica categoria di soggetti (fra i quali segnaliamo banche e imprese di assicurazione).

Nella valutazione di una acquisizione è consigliabile adottare un approccio che consenta di avere una stima puntuale ed analitica delle fonti di valore e l'individuazione delle differenti aree di rischio dell'acquisizione medesima. Chiamiamo tale approccio "modello della stratificazione del valore". Di seguito se ne esplicita la configurazione (Tabella n. 2.4.3. *Modello della stratificazione del valore*):

Tabella 2.4.3. Modelli della stratificazione del valore

W (A + B)	meno	W(A)	=	Wacquisizione
<i>sommatoria</i>				<i>sommatoria</i>
Valore del differenziale di struttura finanziaria				valore del differenziale di struttura finanziaria
Valore del differenziale di rischio				valore del differenziale di rischio
valore base di B				valore dei flussi differenziali
valore base di A	<i>meno</i>	valore base di A	=	valore base di B

Fonte: Massari M. (1998), Finanza Aziendale Valutazione, Milano, revised.

Tale modello parte dall'assunto che il valore di una acquisizione dipende dalla differenza tra il valore della nuova entità aziendale che viene a crearsi a seguito dell'integrazione delle attività di A e B ($W_{(A+B)}$) ed il valore dell'acquirente in assenza dell'acquisizione. Proprio l'espressione $W_{(A+B)}$ è dato dalla somma di "strati" di valore, assumendo che tutti i flussi siano rendite perpetue.

In formula anche:

$$W_A = W_{\text{stand alone}} + W_S + W_{\Delta\text{rischio}} + W_O$$

dove:

$W_{\text{stand alone}}$ = valore di base (stand alone) dell'impresa target.

W_S = valore delle sinergie estraibili intese come sinergie vere e proprie, latenti e potenziali "dormienti".

$W_{\Delta\text{rischio}}$ = valori dei differenziali di rischio.

W_O = valore delle opzioni differenziali.

Per semplificare il calcolo si può utilizzare il procedimento dell'APV (*Adjusted Present Value*) che consiste nella stima del valore di una iniziativa di investimento *unlevered*; al valore così ottenuto viene poi sommato il valore attualizzato dei risparmi d'imposta relativi alla deducibilità degli interessi passivi. Di seguito si riporta la definizione utilizzata dalla dottrina anglosassone (Damodaran, 1995):

“In the adjusted present value (APV) approach, we begin with the value of the firm without debt. As we add debt to the firm, we consider the net effect on value by considering both the benefits and the costs of borrowing. To do this, we assume that the primary benefit of borrowing is a tax benefit and that the most significant cost of borrowing is the added risk of bankruptcy. We estimate the value of the firm in three steps. We begin by estimating the value of the firm with no leverage. We then consider the present value of the interest tax savings generated by borrowing a given amount of money. Finally, we evaluate the effect of borrowing the amount on the probability that the firm will go bankrupt, and the expected cost of bankruptcy” (Damodaran, 1995).

Nella logica di valutazione di una acquisizione la tecnica APV prevede la determinazione dei valori dei capitali operativi dell'impresa acquirente e dell'impresa target. Il valore del capitale netto viene, quindi, ottenuto come differenza tra il valore del capitale operativo ed il valore dei debiti finanziari netti. Il modello prevede a) la determinazione dei valori base di A e B; b) la determinazione del valore del differenziale di rischio; c) determinazione del valore dei flussi differenziali a seguito di sinergie; d) determinazione del valore relativo al differenziale di struttura finanziaria.

Di seguito si individua la formula per la determinazione dei valori base di A e di B (8), la formula per la determinazione del differenziale di rischio (9), la formula per la determinazione del valore dei flussi differenziali a seguito di sinergie (10) e quella relativa alla determinazione del valore relativo al differenziale di struttura finanziaria (11):

$$W_{\text{base}} = \frac{\text{FCFO (A)}}{K_e(U)_A} + D(A) * t_c + \frac{\text{FCFO (B)}}{K_e(U)_B} + D(B) * t_c \quad (8)$$

dove:

FCFO = flussi di cassa operativi al netto delle imposte prodotti da A e B, in situazione di autonomia gestionale;

$K_e(U)$ = tassi di attualizzazione appropriati per l'impresa A e per l'impresa B, in assenza di indebitamento;

D = indebitamento finanziario netto;

t_c = aliquota fiscale

$$W_{\text{differ. rischio}} = \frac{\text{FCFO (A+B)}}{K_e(U)_R} - \frac{\text{FCFO (A)}}{K_e(U)_A} - \frac{\text{FCFO (B)}}{K_e(U)_B} \quad (9)$$

dove:

$K_e(U)_R$ = tasso di attualizzazione rettificato per tenere in considerazione l'attenuazione di alcuni fattori di rischio.

Il valore di $K_e(U)_R$ potrebbe essere determinato mediante una media ponderata di $K_e(U)_A$ e $K_e(U)_B$, in funzione dei valori attuali dei flussi generati da A e B. Il tasso medio così ottenuto potrebbe essere rettificato in funzione delle attenuazioni su alcuni profili di rischio. Infatti, la realizzazione di una operazione di acquisizione modifica i profili di rischio delle attività di A e B in quanto si modificano le situazioni di rischio e quindi i valori attesi e la distribuzione di probabilità dei risultati.

$$W_{\text{differ. flussi}} = \frac{\Delta \text{FCFO (A+B)}}{K_e(U)_R} \quad (10)$$

dove:

$\Delta \text{FCFO (A+B)}$ = flussi differenziali dovuti al processo di integrazione delle attività di A e B.

$$W_{\text{differ. struttura fin.}} = \Delta D(A+B) * t_c \quad (11)$$

dove:

$\Delta D(A+B)$ = indebitamento netto differenziale sopportabile dalla nuova realtà aziendale creatasi in seguito all'integrazione delle attività svolte da A e da B.

CAPITOLO TERZO

Business combination nei principi contabili IAS/IFRS e US.GAAP

Sommario

3.1. M&A: armonizzazione e convergenza nei principi contabili negli IAS/IFRS e US.GAAP
 3.1.1. Premessa 3.1.2. Gli stadi di convergenza e armonizzazione **3.2. IFRS 3R: iscrizione iniziale del goodwill nelle business combination** 3.2.1. Ambito di applicazione 3.2.2. Gli elementi costitutivi del goodwill 3.2.3. Acquisition method **3.3. IAS 36: iscrizione successiva del goodwill nelle business combination** 3.3.1. Ambito di applicazione 3.3.2. Allocazione dell'avviamento alle cash generating unit 3.3.3. Perdite di valore e periodicità dell'impairment test **3.4. SFAS 141R: iscrizione iniziale del goodwill nelle business combination** 3.4.1. Evoluzione storica 3.4.2. Gli elementi costitutivi del goodwill 3.4.3. Acquisition method **3.5. SFAS 142: iscrizione successiva del goodwill nelle business combination** 3.5.1. Identificazione delle reporting unit 3.5.2. Allocazione dell'avviamento alle reporting unit 3.5.3. Impairment test dell'avviamento **3.6. IFRS 3R, IAS 36, SFAS 141R e SFAS 142: differenze.**

3.1. M&A: armonizzazione e convergenza negli IAS/IFRS e US.GAAP

3.1.1. Premessa

L'adozione dei principi contabili internazionali ed il processo di convergenza ed armonizzazione attualmente in atto tra IAS/IFRS e US.GAAP comporta dei cambiamenti rilevanti nella valorizzazione e contabilizzazione di molte poste patrimoniali, preposte alla rappresentazione veritiera e corretta del bilancio di esercizio. Tali mutamenti hanno, come diretta conseguenza, una *reporting* economico-finanziaria molto differente da quella precedente, con l'effetto di avere introdotto modalità informative differenti per permettere agli *stakeholder* la valutazione delle *performance* aziendali. Con particolare riferimento alle operazioni di M&A si è assistito da un vero e proprio processo di convergenza nella normativa internazionale (IAS 22, IFRS 3 e IFRS 3R) ed americana (Opinion. 16; SFAS 141, SFAS 141R e SFAS 142) in quanto emerse l'esigenza di garantire da un lato un miglioramento della qualità delle modalità di contabilizzazione delle operazioni di gestione straordinaria, dell'iscrizione dell'avviamento e degli intangibili specifici acquisti e dall'altro di accrescere la comparabilità dei bilanci a livello internazionale, cercando di convergere con i principi statunitensi (Amaduzzi A., 2005). Il progetto di convergenza sulle *Business combination* si è articolato in due principali fasi:

☑ “Business combination phase I” che riguarda l'introduzione dell'IFRS 3 – *Business combination* –, in vigore il 31 marzo 2004, che da un lato ha sostituito lo IAS 22 – *Aggregazioni di imprese ed alcune interpretazioni ad esso collegate* (SIC 9 *Aggregazioni di imprese – Classificazione come acquisizione o unione di imprese*; SIC 22 *Aggregazioni di imprese – Rettifiche successive apportate ai fair value e l'avviamento inizialmente iscritto*; SIC 28 *Aggregazione di imprese – data dello scambio e fair value degli strumenti rappresentativi di capitale*) e dall'altro ha introdotto modifiche sostanziali allo IAS 38 – *Intangibles Asset* – e allo IAS 36 – *Impairment of Asset* –. Lo IASB ha concluso, invece, la prima fase nel giugno del 2001 con l'introduzione dello SFAS 141 – *Business combination* –, per le aggregazioni aziendali successive al 30 giugno 2001 e

dello SFAS 142 - *Goodwill and Other Intangible Asset* –, per la valutazione degli intangibili a partire dal 15 dicembre 2001.

☑ “Business combination phase II” che riguarda l’approvazione della proposta di modifica, in data 25 giugno 2005, del principio contabile internazionale IFRS 3 che regola le aggregazioni aziendali (*Exposure Draft of proposed amendment to IFRS 3 Business combination*). La revisione dell’IFRS 3 fa parte di un processo articolato tra FASB e dello IASB con l’obiettivo di promuovere il miglioramento e la convergenza degli standard contabili internazionali, al fine di uniformare, nel più alto grado possibile, le modalità di redazione dei documenti con cui le imprese comunicano ai mercati le informazioni economiche, patrimoniali e finanziarie. Tale seconda fase è stata, altresì, caratterizzata, come si vedrà nel prosieguo della trattazione, negli IAS/IFRS, dall’introduzione dell’IFRS 3 *Revised* e dalle modifiche apportate allo IAS 27 – *Consolidated and Separate financial Statements*, in vigore dagli esercizi che iniziano dopo il 01/07/2009, e nei principi US.GAAP dall’introduzione dello SFAS 141 *Revised*, e dello SFAS 160 – *Noncontrolling Interest in Consolidated Financial Statements*, applicato per tutte le aggregazioni aziendali successive al 15 dicembre 2008.

Tutti questi importanti cambiamenti adottati nella valorizzazione e contabilizzazione dell’avviamento e delle operazioni di aggregazione aziendale testimoniano l’attenzione posta dagli Organismi internazionali (IASB e FASB) in merito all’informativa che il bilancio deve dare con riferimento alle operazioni di gestione straordinaria. Difatti, il riflesso contabile di tali operazioni influenza da un lato l’informativa economico finanziaria e dall’altro è strettamente correlato alla posta patrimoniale dell’avviamento ed al suo trattamento contabile adottato in termini di consistenza e valorizzazione. Da ciò l’importanza di tale voce stante il fatto che da essa si rinviene la creazione di valore dell’impresa, di sinergie potenziali, attuate mediante operazioni di *merger and acquisition*. All’interno di ciascun processo di acquisizione, sempre più spesso, le società acquirenti sono disposte a corrispondere un *acquisition price* superiore al valore corrente delle attività e delle passività trasferite nella acquisizione³⁵.

In tali casi, al momento dell’acquisizione le imprese acquirenti sostengono un sacrificio finanziario superiore al valore corrente delle attività e passività acquisite in quanto presumibilmente ritengono di potere conseguire sinergie complessivamente superiore al maggior valore pagato; in sostanza tanto maggiore sarà il valore strategico dell’impresa acquirente, tanto maggiore sarà la differenza positiva tra il costo dell’acquisizione ed il valore corrente delle attività e passività acquisite. Tale differenza rappresenta appunto il *goodwill* cioè il maggior valore corrisposto in virtù di quelle sinergie potenziali che l’acquirente pensa di conseguire in futuro; dal punto di vista contabile, pertanto, non è un componente di reddito negativo bensì un costo pluriennale che rappresenta quell’investimento effettuato al fine di potere generare i maggior redditi attesi, basati non tanto sulle sinergie ottenute a seguito dell’aggregazione quanto piuttosto

³⁵ Si rimanda per approfondimenti a Mazzetti e Annibaletti (2005), Approfondimenti in tema di IFRS: il valore delle sinergie nell’ambito della determinazione del goodwill, in La Valutazione delle Aziende n. 39.

sui maggiori risultati positivi che ci si attende di conseguire a seguito di tale operazione. Il *goodwill* rappresenta quell'unica voce, di sintesi, in grado di fornire all'investitore informazioni circa i maggiori valori pagati per le operazioni di M&A realizzate e quindi i maggiori valori che dovrebbero tramutarsi in future sinergie potenziali attese. In tale contesto diventa fondamentale, mediante l'*impairment test*, monitorare costantemente anno per anno l'andamento dell'avviamento in modo da valutare se le aspettative attese portano effettivamente miglioramenti alla situazione economico patrimoniale dell'entità costituita a seguito dell'aggregazione.

3.1.2. Gli stadi di convergenza e armonizzazione

Le aggregazioni aziendali sono state sottoposte, nel corso degli ultimi decenni, a differenti modalità di contabilizzazione che hanno portato il manifestarsi di informative diverse agli investitori ed ai portatori di capitale di rischio, con problematiche di convergenza e di armonizzazione dell'informativa economico-finanziaria fornita dalle società quotate nei mercati regolamentati. Nell'ottica di definire un unico quadro concettuale da cui si deduce un insieme coerente di *standard* contabili, le operazioni di *merger and acquisition* sono parte di un più complesso ed organico orientamento, tra l'International Accounting Standard Board (di seguito anche IASB) ed il Financial Accounting Standards Board (di seguito anche FASB), atto a garantire la convergenza e l'armonizzazione su molti aspetti di bilancio, ancora privi di un comune trattamento contabile.

Il processo di armonizzazione in atto a livello internazionale da un lato ha avuto il merito **(a)** di avere portato la revisione della struttura dello *International Accounting Standards Committee* (anche IASC) e dall'altro **(b)** di avere favorito una progressiva revisione dei principi contabili emanati ai fini di una omogeneità di informativa tra le diverse società a livello internazionale. Sotto il primo aspetto, lo *IASC Foundation* è governato da un Consiglio di Garanti (*Trustee*) composto da 19 membri, (6 nordamericani, 6 europei, 4 asiatici e 3 senza specifici vincoli geografici) che nomina l'*International Accounting Standards Board* (anche IASB) composto a sua volta da 14 membri che ha il compito di predisporre ed approvare i principi contabili internazionali e le interpretazioni, discusse e predisposte dall'*International Financial Reporting Interpretation Committee* (anche IFRIC) e nomina lo Standards Advisory Council (anche SAC) composto da 45 professionisti che assistono lo IASB a determinare gli argomenti ai quali dare priorità per la successiva discussione.

In tale riorganizzazione l'obiettivo comune è proprio rappresentato dalla convergenza e armonizzazione. Diventa, pertanto, necessario attribuire una corretta definizione a tale termine. Nel corso degli ultimi decenni la dottrina internazionale ha tentato di attribuire una definizione univoca ma spesso difficoltosa sia in termini di soggettività (a quali voci o aggregati di bilancio si fa riferimento?) e in termini di ampiezza (a quali principi internazionali si fa riferimento?). Convergenza (Hoarau, 2006; IOSCO, 1988; 2000) significa instaurare un movimento che consenta di ottenere un

insieme di standard comprensibili ed attuabili indirizzati a creare un unico global *set of accounting standard*, caratterizzati da alta qualità, trasparenza e comparazione nei *financial statement* (Zeff, 2002, 2006, 2007). In particolare, nel valutare l'armonizzazione tra IAS/IFRS e US.GAAP esistono due principali macro livelli di convergenza:

a) un primo livello riguarda l'adozione piena degli IFRS nei paesi dell'Europa Occidentale. Il grado di armonizzazione dell'informazione economico finanziaria delle imprese appartenenti all'Unione Europea è talvolta differente e variegata. Difatti, pur in presenza di una comune matrice giuridica disciplinante i bilanci e le informative complementari delle imprese, si denotano numerose differenze contabili che affiorano dall'analisi comparata delle singole legislazioni nazionali (Viganò A., 1997). Un traguardo fondamentale di armonizzazione in tal senso è proprio rappresentato dall'emanazione del Regolamento (CE) n° 1606/2002 del 19 luglio 2002, che ha sancito l'introduzione dei principi contabili internazionali IAS nell'ordinamento dei diversi Paesi dell'Unione Europea³⁶. Tale provvedimento ha consentito di limitare il regime delle opzioni che si era diffuso a seguito del recepimento della IV e VII Direttiva CEE, in quanto a seguito del mancato accordo in sede comunitaria, i Paesi continuarono a mantenere principi e criteri di redazione difforni tra loro. L'obbligo di adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS, di matrice prettamente anglosassone, nella redazione del bilancio consolidato per tutte le imprese quotate in mercati regolamentati della Comunità europea, rappresenta un aspetto di grande importanza se si pone attenzione all'aspetto dell'interpretazione delle informazioni desumibili da mercato, nella condivisione di uno schema comune utilizzabile nella redazione dei bilanci di esercizio.

b) un secondo livello, invece, riguarda la convergenza tra la normativa internazionale IAS/IFRS e quella statunitense (US.GAAP). Cronologicamente ritroviamo un'evoluzione del concetto di convergenza nei seguenti passaggi storici:

- 1) nel 1973 con l'istituzione dell'*International Accounting Standards Board* (di seguito anche IASC) da parte dell'Australia, Canada, Francia, Germania, Giappone, Messico, Olanda, Gran Bretagna, Irlanda e Stati Uniti;
- 2) nell'aprile 2001 lo IASB ha adottato il "Quadro sistematico (Framework) per la preparazione e la presentazione del bilancio" in base al testo approvato dallo IASC nell'aprile del 1989 e pubblicato nel luglio del medesimo anno; nel 2004 viene, invece, avviato il processo di revisione nell'ambito del progetto di conformità definito con il FASB;
- 3) nel 2002 quando FASB e IASB pubblicarono il *Norwalk Agreement*³⁷ e decisero in concerto di: a) realizzare un progetto che eliminasse le divergenze contabili tra US.

³⁶ Il testo dei suddetti principi tradotti in lingua italiana è stato pubblicato nel Regolamento (CE) n° 1725/2003 del 29 settembre 2003, relativo all'adozione di "taluni principi contabili internazionali conformemente al regolamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio", apparso sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 13 ottobre 2003. Attenta considerazione merita, inoltre, l'attuazione della direttiva 2003/51/CE, con la quale risulteranno modificate tutte le direttive contabili precedentemente approvate: essa si propone, in particolare, di conferire al quadro giuridico comunitario la flessibilità necessaria a garantire, in prospettiva, un armonico sviluppo degli *standard* contabili adottati, orientando la modifica degli assetti giuridici interni dei singoli Stati dell'Unione in modo tale da uniformare agli IAS anche la redazione dei bilanci delle imprese escluse da tale vincolo ai sensi del Regolamento comunitario 1606/2002.

³⁷ The 2002 "Norwalk Agreement" between FASB and the IASB formalized the boards' commitment to convergence. In this agreement, FASB and IASB pledged their best efforts to: "(a) make their existing financial reporting standards fully compatible as soon as is practicable and (b) to coordinate their future work programs to ensure that once achieved,

GAAP e gli International Financial Reporting Standards (anche IFRS che includono gli International Accounting Standards, anche IAS); b) di rimuovere alcune differenze tra IFRS e US.GAAP attraverso attività di coordinamento di future attività di studio;

4) il 27 febbraio 2006 quando FASB e IASB resero noto un memorandum (cosiddetto “Roadmap of convergence between IFRSs and US.GAAP – between the FASB and the IASB 2006-2008 memorandum of understanding”) avente ad oggetto le seguenti linee guida: a) convergenza degli standard contabili mediante uno sviluppo nella qualità informativa; b) sviluppo di un “common set of standard” che consentisse un miglioramento nella informazione finanziaria riportata agli investitori.

Seppur in presenza di un processo di convergenza comune permangono per le imprese a livello mondiale importanti differenze nell’applicazione dei principi contabili; a tal fine lo IASB ed il FASB hanno stipulato accordi al fine di garantire nel più breve tempo possibile compatibilità ed armonizzazione negli *standard*. Nell’ottica della convergenza tra IAS/IFRS e US.GAAP sono individuabili:

- a) i progetti comuni;
- b) il progetto di convergenza a breve;
- c) il progetto di ricerca sulla convergenza;
- d) il progetto di convergenza a lungo termine.

I progetti comuni sono piani di lavoro che entrambi i Board hanno deciso di condurre simultaneamente ed in modo coordinato; essi sono portati avanti da un medesimo *Staff* per garantire le medesime tempistiche di lavoro. Un particolare esempio è rappresentato dai progetti comuni sulle *business combination*.

Il progetto di convergenza a breve termine riguarda l’armonizzazione limitando l’azione su differenze tra principi contabili internazionali e gli US.GAAP nei quali si ritiene che la convergenza possa essere garantita nel breve periodo, scegliendo una soluzione univoca contenuta in un principio già esistente. Un esempio è rappresentato, dall’adozione del solo *purchase method*, per la contabilizzazione del *goodwill*, in virtù del fatto che tutte le aggregazioni d’impresa devono essere considerate acquisizioni. In tale contesto vi è stata una convergenza dell’Opinion n. 16 *Business Combination* (diventato SFAS 141, dal 2001, e poi SFAS 141R., in vigore dagli esercizi che iniziano dopo il 15/12/2008) sul principio contabile internazionale IFRS 3 (diventato IFRS 3R., in vigore dagli esercizi che iniziano dopo il 01/07/2009).

Il progetto di ricerca sulla convergenza è attualmente allo studio dello staff del FASB; ha quale finalità principale l’individuazione delle differenze ancora in essere negli standard riguardanti la rilevazione, valutazione, presentazione a bilancio ed informativa supplementare. Il progetto di convergenza a lungo termine, infine, ha quale obiettivo principale quello di risolvere le differenze più marcate nei comportamenti contabili non

compatibility is maintained.” The boards agreed to prioritize removing a variety of differences between US.GAAP and IFRS in both the short term and the long term; to coordinate future work programs; to continue joint projects; and to encourage their interpretative bodies—FASB’s Emerging Issues Task Force (EITF) and the IASB’s International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC)—to coordinate their activities. Per approfondimenti si rimanda a “The roadmap to global accounting convergence”, Robert K. Larson and Donna L. Street, October 2006, The CPA Journal.

perseguibili nel breve periodo; un esempio è rappresentato dal progetto “Business combination phase II” che si è concluso con l’emanazione dell’IFRS 3R – *Business combination*, che in conformità a quanto previsto dallo SFAS 141R, ha apportato cambiamenti, per eliminare alcune differenze che permanevano (modalità di contabilizzazione anche con riferimento agli interessi di minoranza ed il trattamento delle *business combination* per stadi successivi). Rimangono, comunque, come vedremo nel prosieguo della trattazione, rilevanti differenze riguardanti il *full goodwill method* (richiesto dall’IFRS e non soltanto permesso), la definizione di controllo e di *fair value*, la definizione di *contingent consideration* ed altre differenze nella discolorata informativa.

Sempre nell’ambito del secondo macro livello di armonizzazione (tra normative individuali e internazionale) è altresì possibile individuare ulteriori cinque differenti gradi di convergenza (Payne and Ranagan, 2008):

- a) Adozione.
- b) Convergenza in senso stretto.
- c) Armonizzazione.
- d) Adattamento.
- e) Delibere informative.

a) Adozione

Adozione significa, in un’accezione contabile, accettare formalmente dei principi contabili e renderli operativi mediante l’entrata in vigore di disposizioni normative. In particolare, la Banca Mondiale e il Fondo Monetario Internazionale nei loro programmi di valutazione dell’osservanza degli standard e dei codici (cosiddetti *Reports on the Observance of Standards and Codes* – abbreviabile in ROSCs) hanno suddiviso la fase dell’adozione degli IFRS nelle seguenti categorie:

- adozione piena degli IFRS.
- adozione piena degli IFRS entro un determinato lasso di tempo (time lag).
- adozione selettiva degli IFRS.
- adozione degli standard nazionali basati sugli IFRS.

Da questa ripartizione si evince un diverso grado di convergenza a seconda che sia una adozione piena o un’adozione basata sugli IFRS; nel primo caso, infatti, rileviamo il massimo grado di convergenza mentre nell’ultimo caso ci si avvicina maggiormente al concetto di adattamento piuttosto che di convergenza vera e propria.

b) Convergenza in senso stretto

Per convergenza contabile si intende il progressivo avvicinamento delle opposte matrici concettuali, europeo continentale ed anglosassone, sottese ai sistemi di determinazioni quantitative d’azienda ed alle relative metodologie applicative. In uno scenario ideale, il concetto di completa convergenza porterebbe a definire un insieme di *global accounting standard* caratterizzato da elevata qualità di informazione, trasparenza e comparabilità al fine di migliorare l’informazione e contestualmente ridurre il rischio connesso alla libera circolazione dei capitali e del costo del relativo reperimento.

Mentre la fase dell'adozione concerne l'accettazione e la messa in opera di standard già definiti ed elaborati, la fase della convergenza riguarda principalmente un processo “*in itinere*” di normalizzazione di standard già esistenti o nuovi, per i quali l'obiettivo principale è quello della uniformità contabile dei medesimi. Tale processo, quindi, può avvenire ragionando sia nella prospettiva di standard già esistenti, sia in quella di standards nuovi. Tali prospettive possono essere sviluppate in parallelo e dipendono dai *timetable* individuali di ciascun *Board*.

c) Armonizzazione

L'armonizzazione è definibile come quel processo intrapreso da ciascun paese al fine di adeguare i propri *individual standard* ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS). Come noto, il processo di armonizzazione contabile nasce verso la fine degli anni '70. La Comunità Europea cominciò ad emanare alcuni provvedimenti legislativi volti ad uniformare la normativa commerciale dei paesi membri, in particolare:

- la IV direttiva sui conti annuali delle società di capitali (78/660/CEE);
- la VII direttiva sui conti consolidati dei gruppi di imprese (83/349/CEE);
- la VII direttiva sull'abilitazione delle persone incaricate al controllo dei conti annuali (84/253/CEE).

Tali norme, pur avendo avuto il merito di determinare un certo grado di uniformità tra i criteri contabili adottati dalle imprese UE, hanno comunque manifestato nel corso del tempo limiti considerevoli. Basti pensare alla presenza di un notevole numero di opzioni contabili (sia delle differenti configurazioni di conto economico e stato patrimoniale sia nei principi di valutazione) che, pur agevolando l'introduzione delle direttive stesse nei diversi Paesi, ha determinato un'armonizzazione in alcuni aspetti poco uniforme ed in altri non del tutto completa. Inoltre, l'evoluzione dello scenario finanziario internazionale ha imposto alle società UE, intenzionate a quotarsi in contesti extra-nazionali, una completezza delle informazioni di bilancio che le direttive comunitarie, differentemente applicate nei diversi Paesi membri, non sono state in grado di offrire.

Il processo di armonizzazione ha contribuito a determinare un forte impatto sulle operazioni di investimento e, quindi, sui mercati dei capitali. La misura di tale impatto può essere ricercata nell'effetto sinergico del miglioramento del *financial reporting*, della riduzione progressiva del costo del capitale, nonché delle aumentate opportunità di investimento.

Il costo del capitale (rappresentante le maggiori opportunità di investimenti sui mercati esteri), valutabile nell'ottica di primo fattore causale del processo di armonizzazione, esprime l'impatto del cambiamento, prodottosi sulla struttura finanziaria di un sistema economico, sulle operazioni di investimento in esso condotte; esso rappresenta ed esprime, altresì, il passaggio da una contabilità orientata principalmente al soddisfacimento di finalità conoscitive interne all'azienda ad una contabilità indirizzata agli investitori, con la consapevolezza che la componente di rischio insita nella qualità

dell'informazione determina il livello dei tassi di interesse nel mercato che a loro volta influenzano l'efficienza del medesimo.

Un secondo elemento propulsore del percorso di armonizzazione è rappresentato dal processo di convergenza culturale dell'investitore, inteso come la predisposizione al rischio condizionata dal grado di influenza esercitata da una determinata cultura e da uno specifico modello contabile ad esso lineare. E' in tale contesto che ritroviamo le considerazioni fatte sulle operazioni di *cross border* e le riflessioni che andremo a fare sulla profittabilità di operazioni di aggregazione tra imprese appartenenti a contesti storico-culturali molto differenti.

I concetti di convergenza e di armonizzazione possono sembrare, in prima analisi, molto simili; invece, sono esaminati mediante due differenti approcci. Secondo il Policy Statement 4 (PS 4) – Aprile 2002 – dell'Australian Accounting Standards Board (AASB) "International Convergence and Harmonisation Policy", la convergenza rappresenta la capacità di lavorare con altri *standard setting bodies* al fine di studiare e sviluppare nuovi *standard* o revisionarne alcuni già esistenti con l'obiettivo di creare un *set of accounting standard* utilizzabile a livello mondiale. La convergenza, in tale visione, coinvolge l'attività ed il lavoro di più Stati. Armonizzazione, invece, significa riferirsi ad un processo individuale di ciascun paese (legata all'adozione piena, selettiva o basata sugli IFRS) con l'obiettivo di adeguare il più possibile ciascun singolo *standard* individuale al *set of accounting standard* o alla migliore *best practice* alternativa.

d) *Adattamento*

Il processo di adattamento rappresenta l'azione attraverso cui, un paese modifica gli IFRS o gli International Public Sector Accounting Standards (IPSASs) al fine di adeguarli alle specifiche esigenze del proprio paese. Un esempio in tal senso è rappresentato dalla Nuova Zelanda, che ha approvato nuovi principi e proceduto ad una revisione dei vecchi principi contabili ed interpretazioni al fine di renderli allinearli agli IFRS, con l'obbligo di applicarli dal 1° gennaio 2007. Nel fare ciò ha, però, mantenuto alcuni fattori che sono unici e tipici nella cultura aziendale e contabile del paese, come alcune regole contabili sui *non-cash generating asset* nell'ambito della settore pubblico³⁸.

e) *Delibere informative*

Le delibere informative rappresentano l'impegno preso da ciascun standard Board al fine di considerare, nel processo di convergenza ed armonizzazione, le istanze e le esigenze di ciascun paese nello sviluppo e nella definizione di un comune piano di applicazione dei principi IAS/IFRS con i principi US.GAAP. Per fare un esempio pratico questo è l'obiettivo principale che storicamente si è prefissato *la Federal Accounting Standards Advisory Board* (FASAB). Infatti, durante le deliberazioni sui *Concepts Statement*, "Definitions of Elements and Basic Recognition Criteria for Accrual – Basis Financial Statements", il FASB ha ridefinito la proposta iniziale sulla base delle

³⁸ Si rimanda per approfondimenti al "Request for Comment on Discussion Paper and Exposure Draft 4 Disposal of Non-current Asset and Presentation of Discontinued Operation" elaborato dall'Institute of Chartered Accountants of New Zealand nel Giugno 2003.

indicazioni informative dello IASB, FASB, *The Governmental Accounting Standards Board* (GASB), *The International Public Sector Accounting Standards Board* e delle autorità in materia di standard-setting di Australia, Canada, Nuova Zelanda, Svezia, Svezia e Gran Bretagna.

Con riferimento alle operazioni di aggregazione aziendale, nella realtà americana, invece, il processo di armonizzazione si è concretizzato a partire dal 2001, anno in cui vi è stata l’emanazione del principio contabile SFAS 141– *Business combination* – e SFAS 142 – *Goodwill and Other Intangible Asset* –. Fino ad allora le operazioni di fusione ed acquisizione erano contabilizzate secondo la disciplina prevista dall’APB (in seguito divenuto FASB) Opinion n. 16 *Business combination*.

Tale principio prevedeva due differenti metodologie di contabilizzazione delle business combination in base ad una diversa interpretazione economica dell’operazione di *merger and acquisition*:

☑ in presenza di *acquisition* (con trasferimento del controllo tra due imprese) – tipicamente una fusione, aventi come controprestazione un corrispettivo monetario, il *purchase method* prevede che l’impresa acquirente iscriva le attività acquisite e le passività assunte in base al costo di acquisto. Le attività e le passività vengono contabilizzate come se fossero state acquisite singolarmente, in base ad un proprio costo di acquisto. L’avviamento in tale contabilizzazione è, pertanto, dato dalla differenza tra il costo di acquisizione e il fair value attribuibili alla differenza tra attività e passività identificabili.

☑ in presenza di *uniting of interest*, operazioni nelle quali non vi è il trasferimento ed il consumo di risorse da parte delle aziende coinvolte nell’aggregazione aziendale (gli azionisti delle imprese coinvolte esercitano controllo comune), aventi quale controprestazione uno scambio azionario, il *pooling of interest method* prevede che l’acquirente recepisca le attività e le passività trasferite a valori storici, rilevandole pertanto ai valori di bilancio precedenti l’aggregazione. Difatti tale metodo si basa sulla continuità dei valori e ha l’obiettivo di indicare nel bilancio l’effetto dell’aggregazione come se le parti fossero da sempre state unite; gli elementi patrimoniali delle entità coinvolte sono iscritti ai loro valori contabili presistenti³⁹.

La differenza fondamentale tra le due metodologie riguardava l’interpretazione economica dell’operazione di gestione straordinaria: la presenza del trasferimento del controllo da una azienda ad un’altra prevedeva la contabilizzazione in base al *purchase method*; la presenza di una comunanza di interessi mediante scambio azionario tra due imprese le quali mantenevano i propri diritti di proprietà prevedeva il metodo del *pooling of interest*. In tale fase la preferenza dello IASB era per il *purchase method* in quanto, in verità, i due metodi non erano alternativi e tantomeno sostituibili. Difatti, l’applicazione del *pooling of interest* prevedeva ben 12 condizioni, di seguito indicate, che andavano soddisfatte contemporaneamente (Pahler and Mori, 1981):

³⁹ Il *purchase method* non deve essere confuse con l’*acquisition method* previsto inizialmente nell’Exposure Draft dell’IFRS 3 e non recepito, invece, nell’IFRS Revised. Tale metodo, focalizzandosi sul business acquisito, prevedeva che il costo dell’aggregazione fosse concidente con il fair value del business acquisito; pertanto, le sole attività e le passività acquisite venivano valutate al fair value e non anche quelle della società acquirente.

- 1) ognuna delle società coinvolte deve essere autonoma e non deve essere partecipata o essere stata una divisione di un'altra società durante il biennio antecedente il piano di aggregazione aziendale.
- 2) ognuna delle società coinvolte deve essere indipendente dalle altre società partecipanti all'operazione.
- 3) l'aggregazione si deve perfezionare con un'unica transazione o comunque deve essere completata in base a un piano specifico entro un anno dall'avvio di detto piano.
- 4) la società che sopravvive (o costituenda a seguito dell'operazione) deve emettere in concambio delle azioni ordinarie delle altre aziende partecipanti, solo azioni ordinarie con diritti identici alle sue azioni in circolazione.
- 5) ognuna delle società partecipanti deve mantenere sostanzialmente lo stesso valore della propria partecipazione in azioni ordinarie.
- 6) le società possono riacquistare azioni ordinarie solo ai fini differenti dalle *business combination*.
- 7) la quota di partecipazione di ogni azionista di ogni società deve rimanere invariato.
- 8) il diritto di voto delle azioni ordinarie deve essere esercitabile dagli azionisti.
- 9) l'aggregazione deve essere perfezionata alla data di conclusione del piano senza alcuna residua obbligazione relativamente all'emissione di azioni o al pagamento di un corrispettivo.
- 10) la società risultante dalla aggregazione non può impegnarsi, sia direttamente sia indirettamente, ad annullare o riacquistare tutte o una parte delle azioni ordinarie emesse.
- 11) la società risultante dalla aggregazione non può concludere altri accordi finanziari in favore di precedenti azionisti di società partecipanti all'operazione.
- 12) la società risultante dalla aggregazione non può impegnarsi a cedere una parte significativa delle proprie attività, derivanti dalle società partecipanti, entro 2 anni successivi alla aggregazione, eccezion fatta per la eliminazione di servizi o di capacità e di quelle attività che sarebbero state in ogni caso dismesse nella normale operatività delle società partecipanti all'operazione.

In tale contesto si riscontrano tutti gli elementi caratterizzanti le *business combination* secondo il metodo del *pooling of interest*: **autonomia** delle società coinvolte e della società che sopravvive, **mantenimento delle medesime quote di partecipazioni** (nella concezione dello *uniting of interest*), **vincoli e limiti** alla cessione di attività e garanzia del patrimonio aziendale complessivo della società risultante dalla aggregazione. Nei casi in cui non poteva applicarsi il metodo del *pooling of interest*, si imponeva l'adozione del *purchase method*. Tale circostanza comportava però problematiche per la comparabilità dei bilanci, stante i risultati di bilancio altamente differenti per operazioni molto simili tra loro e creava le condizioni per una distorsione competitiva del mercato delle M&A in quanto alcune società potevano applicare il *pooling of interest* (soddisfacendo le condizioni) e ad altre, invece, tale procedura veniva negata.

Da qui l'esigenza sentita dal FASB di procedere ad una revisione circa l'interpretazione e l'applicazione delle *Opinions* fino ad allora in vigore: nel 2001 la

sostituzione dell’Opinion 16 e 17 mediante l’emanazione rispettivamente del principio contabile SFAS 141 *Business combination* e dello SFAS 142 - *Goodwill and Other Intangible Asset*; nel giugno 2007 lo IASB e il FASB hanno approvato l’emissione di un nuovi *standard* sulle aggregazioni aziendali (IFRS 3R e SFAS 141R), che ha sostituito le precedenti versioni dell’IFRS 3 dello SFAS 141.

3.2. IFRS 3R: iscrizione iniziale del goodwill nelle business combination

3.2.1. Ambito di applicazione

L’IFRS 3 definisce le modalità di contabilizzazione, nonché l’informativa di bilancio, che una impresa (di seguito anche entità) deve fornire nel caso in cui partecipi ad una operazione di aggregazione aziendale. L’IFRS 3, sostituendo lo IAS 22 – *Aggregazioni di imprese* – ha attivato un cosiddetto processo di “*business convergence*”, avviato dallo IASB a partire dal 2001, che aveva quale obiettivo principale quello di uniformare le modalità di contabilizzazione, stante l’esistenza di due metodologie (*pooling vs. purchase*) che creavano disomogeneità di risultati a parità di *business combination*.

Nel giugno 2005 lo IASB ha emanato l’Exposure Draft of proposed amendment to IFRS 3 Business Combination che è stato definitivamente approvato dallo IASB nel gennaio 2008. I bilanci delle società il cui esercizio è successivo al 1° luglio 2009 (o al 1° gennaio 2010 se i bilanci hanno chiusura coincidente con l’anno solare) sono disciplinati dal nuovo IFRS 3 *Revised*, che come vedremo di seguito, ha apportato alcuni significativi cambiamenti nelle modalità applicative della contabilizzazione del *goodwill* derivante da operazioni di *business combination* e su alcuni aspetti di merito.

L’obiettivo del principio contabile internazionale IFRS 3R è quello, appunto, di disciplinare tutte le operazioni di *business combination*, prescindendo dalle modalità tecniche dell’operazione (fusione, scissione, conferimento, ecc.) e dallo strumento giuridico del pagamento (denaro, azioni emesse per effettuare il concambio, accollo di passività, ecc.), sempreché nella sostanza economica comportino l’unione di due o più imprese (*entity*) o complessi aziendali (*business*) in un’unica entità tenuta alla redazione di un solo bilancio di esercizio.

A tal proposito:

“*A business consists of inputs and processes applied to those inputs that have the ability to create outputs. Although businesses usually have outputs, outputs are not required for an integrated set of quality as a business.*” (IFRS 3R, Appendix B7)

“*Business combination is a transaction or event in which an acquiror obtains **control** of one or more businesses. A business is defined as an integrated set of activities and asset that is capable of being conducted and managed for*

the purpose of providing a return directly to investors or other owners, members or participants.” (IFRS 3R, Appendix A).

Da tali definizione emerge come il principio contabile disciplini tutte quelle transazioni nelle quali un'entità ottiene il controllo di uno o più *business* qualificati come *business combination*; il disposto attribuisce una definizione ampia di aggregazioni aziendali non solo facendo riferimento alle operazioni straordinarie (fusioni, scissioni, acquisizioni, conferimenti d'azienda o di rami d'azienda) ma includendo anche le acquisizioni di partecipazioni che comportino l'ottenimento del controllo da parte delle impresa investitrice e il trasferimento di attività e passività organizzate in forma d'impresa. Condizione necessaria è che una entità ottenga il controllo⁴⁰ di altre imprese o complessi aziendali partecipanti all'aggregazione; si pone l'accento non sulla natura dei soggetti coinvolti né tantomeno sulla tipologia di aggregazione, quanto piuttosto sulla possibilità di redigere un unico bilancio di esercizio; prevale la sostanza economica sulla forma giuridica⁴¹.

La dottrina è concorde nel ritenere che le operazioni di trasformazione e di liquidazione non rientrano nell'ambito di applicazione dell'IFRS 3 in quanto non prevedono nessuna aggregazione aziendale tra entità distinte (e quindi nemmeno la redazione di un unico bilancio) bensì nel primo caso la modifica della forma giuridica e nel secondo caso la dismissione di un complesso aziendale (Perotta R., 2006) . In particolare ed in forma diretta vengono escluse le seguenti operazioni (IFRS 3R, § 2):

- a) aggregazioni aziendali tra entità sottoposte a controllo comune, ovvero entità controllate dalla medesima entità controllante (*business combination of entities or business under common control*) (mancanza di un nuovo business aziendale).
- b) aggregazioni aziendali create per costituire delle joint venture (mancanza di un controllo comune).
- c) aggregazioni aziendali a cui partecipano due o più entità di tipo mutualistico (per complicazioni nel *purchase method*).
- d) aggregazioni aziendali in cui due o più entità si uniscono (unico bilancio redatto) per contratto, per scopi di reportistica o per esigenze amministrative senza che vi sia un effettivo controllo dell'una sull'altra (mancanza di un controllo comune e per complicazioni nel *purchase method*).

Con riferimento al punto a) meritevole di nota è la presa di posizione dell'Assirevi (OPI n. 1 - Trattamento contabile delle “Business combination of entities

⁴⁰ Il controllo è definibile come il “potere di una entità di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'altra entità o attività aziendale al fine di ottenere benefici dalle sue attività” (IFRS 3R, Appendix A). Tale definizione viene fornita dallo IAS 27 Revised (2008) – *Consolidated and Separate Financial Statements* e dal SIC 12 – *Consolidation – Special Purpose Entities* che prevedono di verificare una serie di condizioni al fine di potere dimostrare l'esistenza del controllo di una entità su di un'altra entità. A tal proposito è necessario rispondere alle seguenti domande: “Who has the majority of voting rights?”, “Who has the power to govern through agreement?”, “Who has the ability to appoint the board”, “Who can direct the operations or activities of the entity”, “Who has decision making authority”, “Who obtains economic benefits and bears the risk of ownership?”. Se una di queste domande trova risposta affermativa nella società acquirente è soddisfatta la condizione di controllo.

⁴¹ Si rimanda per approfondimenti, in merito alla prevalenza della sostanza sulla forma giuridica nelle operazioni di *business combination*, a AA.VV. (2004), I principi contabili internazionali e nazionali, a cura di PriceWaterHouseCoopers, Ipsoa, Milano.

under common control” nel bilancio d’esercizio e nel bilancio consolidato), la quale tenta di disciplinare tali tipologie di operazioni, non espressamente individuate in alcun principio. Per l’Assirevi è applicabile la normativa generale del Framework e dello IAS 8 che prevede la scelta di un criterio di contabilizzazione basato sul principio della prudenza e della continuità dei valori.

Rientrano, invece, nell’ambito dell’applicazione dell’IFRS 3R le seguenti operazioni:

- ☑ le operazioni di fusione, siano esse fusione perfetta o per incorporazione o inverse con la condizione necessaria che vi sia il trasferimento del controllo di una o più imprese in capo ad un soggetto acquirente.
- ☑ le operazioni di scissione con la condizione necessaria che sia possibile identificare l’entità acquirente; ciò non si verifica, e pertanto non si applica il principio contabile IFRS 3R, nel caso di società neo costituenda con l’atto di scissione (le società devono pre-esistere al momento dell’aggregazione).
- ☑ le operazioni di acquisto di aziende o di rami aziendali con corrispettivo in denaro.
- ☑ le operazioni di acquisto di aziende o rami d’azienda che fissando un corrispettivo in azioni dell’entità acquirente si configurano come conferimenti in natura.
- ☑ le operazioni di acquisto del capitale di aziende o parti di esse attraverso l’acquisto di partecipazioni di controllo.

Da un punto di vista operativo e contabile tutte le aggregazioni aziendali configurabili quali *business combination*, effettuate a partire dal 1° luglio 2009 (o dal 1° gennaio 2010 se i bilanci hanno chiusura coincidente con l’anno solare), devono essere contabilizzate con il *purchase method*. L’IFRS 3R, rispetto all’IFRS 3, in verità utilizza la locuzione “*acquisition method*”. Come precisato nel *Basis for Conclusions on Exposure Draft of proposed amendments to IFRS 3 Business Combination* (Giugno 2005) è solo un cambiamento terminologico. A tal proposito *l’acquisition method* è così di seguito definito:

“*Under the acquisition method in IFRS 3 a business combination is recognised at its cost. That cost is measured by the acquiror as the aggregate of the fair values, at the date of exchange, of asset given, liabilities incurred or assumed, and equity interest issued by the acquiror, in exchange for control over the acquiree plus any costs directly attributable to the business combination. The cost is then allocated among the individual identifiable asset and liabilities of the acquiree on the basis of their fair values.*” (IFRS 3, BC 14)

Come si evince dalla definizioni il cambiamento è soltanto nominativo in quanto l’ipotesi base sottostante prevede che l’acquisizione sia effettuata contro un determinato prezzo. Per tale motivo le attività e le passività (compreso l’eventuale avviamento) esprimono il prezzo pagato per tale acquisizione, a prescindere dai valori contabili che le entità avevano prima dell’aggregazione.

3.2.2. Gli elementi costitutivi del goodwill

I principi contabili internazionali prevedono che l'avviamento acquisito mediante una operazione di *business combination* sia iscritto dal soggetto acquirente quale attività ed inizialmente misurato come differenza tra il costo dell'aggregazione e il *fair value* delle attività acquisite, passività acquisite e passività potenziali della società target. In tale confronto possono emergere due casi:

- 1) il costo dell'aggregazione è uguale al valore corrente delle attività e delle passività (comprese le potenziali) oggetto dello scambio.
- 2) il costo dell'aggregazione è differente al valore corrente delle attività e delle passività (comprese le potenziali) oggetto dello scambio.

Nel caso sub. 1) contabilmente non emerge alcuna differenza in quanto l'esborso dell'aggregazione (anche costo dell'aggregazione) è coincidente con il *fair value* delle attività e passività oggetto dello scambio. Viceversa nel caso sub. 2) invece si evidenzia una differenza contabile che può essere:

- a) positiva se il costo dell'aggregazione è superiore al valore corrente delle attività e delle passività (comprese le potenziali) oggetto dello scambio.
- b) negativa se il costo dell'aggregazione è inferiore al valore corrente delle attività e delle passività (comprese le potenziali) oggetto dello scambio.

Nel caso sub. 1) a) la differenza contabile (maggior costo) è da allocare quale avviamento (AA.VV., GAAP, 2005, Wiley; Guatri, 2003); l'avviamento ha natura residuale nel senso che rappresenta quella parte di costo che non trova allocazione nella quota parte di valore corrente delle attività e passività identificabili e delle passività potenziali. Per avviamento si intendono “*i futuri benefici economici derivanti dagli asset che non è possibile identificare individualmente ed iscrivere separatamente*”. Da tale definizione emerge che usualmente l'avviamento sia misurato come valore residuale e differenziale. All'avviamento viene attribuita la qualifica di attività ma in considerazione del fatto che non è possibile avere un prezzo di mercato autonomo e non possedendo una capacità diretta di generare flussi futuri di reddito, si ritrova la natura residuale non solo nella modalità di allocazione ma anche nella determinazione del suo valore; difatti, esso viene inizialmente rilevato non in base al suo *fair value*, come accade invece per le altre attività e passività, ma per un importo pari alla differenza tra il valore della società acquisita nel suo complesso ed il valore netto delle altre attività e passività, materiali ed immateriali, valutate ai rispettivi *fair value* (c.d. *fair value netto*).

L'avviamento emergente da una aggregazione tra due imprese si compone di un insieme di elementi aventi natura economica differente (Amaduzzi, 2005):

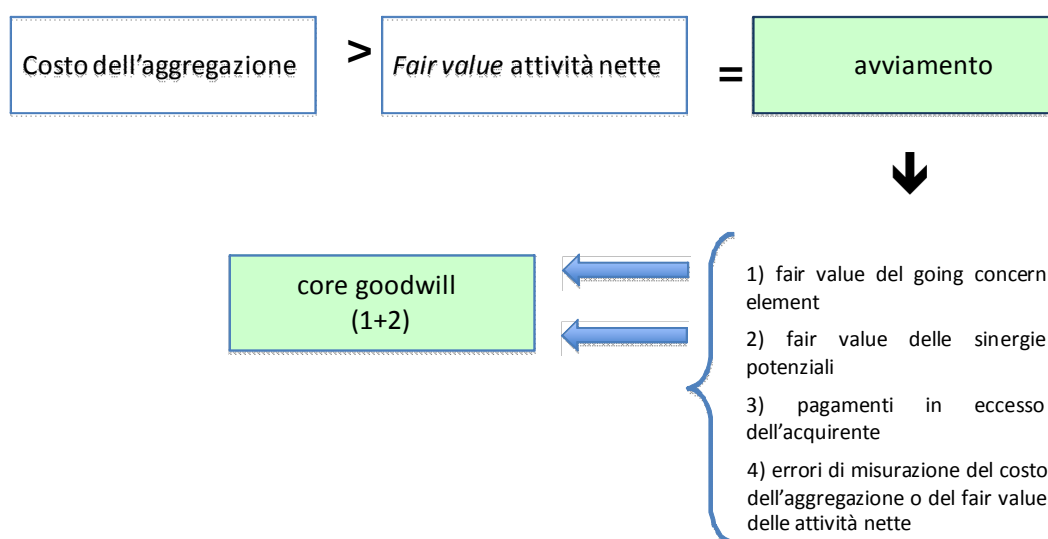
- a) il *fair value* dell'elemento *going concern* dell'impresa acquisita. Esso rappresenta la capacità dell'impresa acquirente di ottenere dall'insieme di attività nette acquisite un tasso di rendimento superiore rispetto a quello risultante dalla gestione separata delle singole attività nette.
- b) il *fair value* delle sinergie potenziali (Bhide, 1993) e degli altri benefici derivanti dalla combinazione tra attività nette dell'azienda acquisita e quelle dell'acquirente.
- c) eventuali pagamenti in eccesso effettuati dall'acquirente.

d) errori nella misurazione del costo dell'aggregazione o del fair value dell'attività e delle passività (comprese le potenziali) oggetto dello scambio.

I primi due elementi (1+2) sono tipicamente rinvenibili in un eccesso di costo rispetto alle attività correnti nette dell'aggregazione. Tali elementi compongono il cosiddetto *core goodwill* che può essere ulteriormente aumentato da una serie di risorse economiche che non sono propriamente attività aziendali.

Di seguito si schematizzano le componenti dell'avviamento derivante da una operazione di aggregazione aziendale secondo il principio IFRS 3R tra una società acquirente ed una società target (Tabella n. 3.2.1. *Componenti ricompresi nel concetto di avviamento secondo il principio IFRS 3R*).

Tabella 3.2.1. Componenti ricompresi nel concetto di avviamento secondo il principio IFRS 3R



Fonte: Amaduzzi A., 2005; Johnson L.T. and Petrone K.R., 1998.

Lo IASB e la dottrina economico aziendale anglosassone hanno affermato che i punti 1) e 2) della tabella sopraindicata sono concettualmente parte dell'avviamento; mentre i punti 3) e 4) non lo sono (Johnson and Petrone, 1998; Barth and Clinch, 1996; Jennings et al., 1996). Premettendo, infatti, che l'avviamento sia composto da una serie di elementi e risorse economiche non controllabili totalmente dall'impresa acquirente (la forza lavoro, la clientela fidelizzata, ecc.) è opportuno capire secondo quali modalità lo IASB abbia definito il trattamento contabile di queste risorse, che, non soddisfacendo la definizione di attività, non dovrebbero essere ricomprese nella voce di avviamento e, quindi, essere iscritte nelle attività della società acquirente. Accogliendo tale conclusione si crea un problema di valutazione di tali risorse che è stato semplificato dalla soluzione adottata dallo IASB. Difatti, a livello internazionale la sola soluzione percorribile è quella di mantenere comunque i punti 3) e 4) all'interno del valore dell'avviamento,

implicitamente ritenendo che il *goodwill* acquisito in una *business combination* e misurato come valore residuale sia principalmente costituito da *core goodwill* alla data di acquisizione. Si può, pertanto, concludere confermando che l'intero avviamento acquisito, indipendentemente dalle sue componenti, nell'ambito di una operazione di aggregazione deve sempre essere trattato e contabilizzato quale immobilizzazione immateriale (attività).

3.2.3. Acquisition Method

L'*acquisition method* (di seguito anche *purchase method*, utilizzando la precedente terminologia dell'IFRS 3) rappresenta tuttora il solo metodo di contabilizzazione delle operazioni di *business combination*. Tale vincolo comporta un miglioramento nella comparabilità dei bilanci di entità differenti ed una maggior chiarezza, in termini di *disclosure* finanziaria, per gli *stakeholder*. Il principio contabile prevede, da un punto di vista operativo, le diverse fasi attraverso le quali le entità possono concretamente applicare il modello di contabilizzazione: **a)** identificazione del soggetto acquirente; **b)** determinazione del costo dell'aggregazione aziendale alla data di acquisizione (data di trasferimento del controllo); **c)** ripartizione del costo dell'aggregazione aziendale tra le attività acquisite, le passività e le passività potenzialmente assunte, rilevando altresì qualsiasi partecipazione di minoranza nell'acquisita.

a) identificazione del soggetto acquirente

L'IFRS 3R impone che in ciascuna *business combination* venga identificato un acquirente, definibile come colui che ottiene il controllo dell'entità oggetto dell'aggregazione. Si presume che vi sia controllo in tutti i casi in cui esistano condizioni di fatto o di diritto che consentano ad una entità di potere prendere decisioni di natura finanziaria o strategica dell'entità risultante dalla *business combination*. Spesso, però essendo difficile o poco chiaro risalire alle condizioni legali o di fatto che permettono di identificare l'acquirente, il principio contabile stabilisce altre circostanze sintomatiche dell'esistenza di un effettivo controllo:

- ☑ se il *fair value* di una delle entità aggreganti è significativamente maggiore di quello dell'altra impresa partecipante, l'impresa con il *fair value* maggior è presumibilmente l'impresa acquirente.
- ☑ se l'aggregazione aziendale avviene mediante uno scambio di contanti contro azioni ordinarie con diritto di voto, l'impresa che versa il corrispettivo in contanti è presumibilmente l'impresa acquirente.
- ☑ se la direzione di una delle entità partecipanti all'aggregazione prevale nella scelta del gruppo dirigente dell'entità risultante dall'aggregazione, con molta probabilità, induce a ritenere che quell'impresa è l'acquirente.

Accanto alla identificazione del soggetto acquirente è necessario stabilire se tale società abbia o meno il controllo sulla impresa *target*. Difatti, condizione necessaria e sufficiente affinché si possa trattare una aggregazione come *business combination*

richiede da un lato l'identificazione precisa di un soggetto investitore e dall'altro la condizione che tale soggetto abbia il controllo dell'entità oggetto dell'aggregazione. Il concetto di controllo lo si ritrova nello IAS 27R (rivisto nel 2008), *Consolidated and Separate Financial Statements* che lo definisce come:

“*the power to govern the financial and operating policies of an entity so as to obtain benefits from its activities.*” (IAS 27R; Appendix A, defined terms, IFRS 3R).

In tale definizione emerge che il controllo è legato all'abilità ed alla capacità dell'acquirente di definire le politiche finanziarie e gestionali di un'entità o di un complesso aziendale, al fine di ottenere i benefici dalla sua gestione. La fattispecie più semplice è la presenza di una partecipazione di controllo ovvero la maggioranza dei voti esercitabili nelle assemblee delle società *target*. Tale condizione è sufficiente ma non è necessaria; difatti, la normativa internazionale introduce una presunzione semplice attraverso delle circostanze al verificarsi delle quali un'entità, pur non avendo la maggioranza dei voti esercitabili in assemblea, si ritiene controlli ugualmente un'altra entità o un complesso aziendale. In tal senso, la società acquirente controlla la società *target* anche se:

- a) ha il potere, a seguito dell'aggregazione, di disporre di più della metà dei diritti di voto in virtù di accordi contrattuali;
- b) ha il potere, a seguito dell'aggregazione, di determinare le politiche gestionali e finanziarie in forza di una clausola statutaria o di accordi tra le parti;
- c) ha il potere di nominare o rimuovere la maggioranza dei membri del *board* dell'altra entità;
- d) possiede la maggioranza dei voti alle riunioni del board della società *target*.

Anche nel caso del soggetto acquirente l'IFRS 3R ribadisce la prevalenza della sostanza economica dell'aggregazione piuttosto che della forma giuridica. Difatti, la disciplina prevede che in una *business combination* venga identificato il soggetto acquirente ovvero colui che ottiene il sostanziale controllo dell'oggetto di scambio, che potrebbe non coincidere con il soggetto acquirente da un punto di vista formale.

b) determinazione del costo dell'aggregazione aziendale alla data di acquisizione

Il principio contabile IFRS 3R prevede, dopo l'identificazione del soggetto acquirente, la determinazione del costo dell'aggregazione e della cosiddetta *acquisition date*. Come abbiamo già ribadito contabilmente si verifica la presenza di un *goodwill* se il costo dell'aggregazione risulta superiore al valore corrente delle attività e delle passività (comprese le potenziali) oggetto dello scambio. Per costo dell'aggregazione (anche costo di acquisto) si intende la sommatoria tra i *fair value* alla data di scambio (data nella quale l'acquirente rileva nel proprio bilancio il singolo investimento) delle attività cedute, passività assunte o sostenute e degli strumenti finanziari eventualmente emessi a fronte

dell'acquisizione del controllo sull'acquisto e qualsiasi altro costi direttamente afferente all'acquisizione (*fair value* più eventuali costi direttamente attribuibili alla aggregazione). Da quanto sopraindicato nella determinazione del costo dell'aggregazione emergono alcuni aspetti critici che andremo a considerare; in particolare:

- b1)** individuazione della data di scambio;
- b2)** determinazione dei *fair value* delle attività cedute, passività assunte o sostenute e degli strumenti finanziari emessi;
- b3)** individuazione dei costi direttamente attribuibili all'acquisizione;
- b4)** rettifiche del costo di una aggregazione aziendale, subordinate ad eventi futuri.

b1) individuazione della data di scambio

La data di scambio è la data nella quale l'acquirente rileva nel proprio bilancio di esercizio il singolo investimento effettuato. Tale momento risulta di fondamentale importanza quando in una aggregazione la data di scambio differisce dalla data di acquisizione. A tal proposito il principio contabile internazionale introduce una presunzione semplice attribuendo alla data di acquisizione quel momento nel quale l'impresa ottiene il controllo sull'oggetto dello scambio. A tal proposito:

“The acquiror shall identify the acquisition date, which is the date on which it obtains control of the acquire.” (IFRS 3R, § 8-9)

Vi sono, però, casi in cui la data di acquisizione (data in cui si ottiene il controllo) non coincide con la cosiddetta data di scambio; difatti, in presenza di aggregazioni effettuate mediante più operazioni la data di scambio è la data in cui l'acquirente contabilizza i singoli investimenti e la data di acquisizione è la data, presumibilmente successiva, in cui ne acquista il controllo. In tal caso ai fini della determinazione del costo dell'aggregazione è necessario il costo di ciascuna transazione (singolo investimento) alla data di scambio delle diverse *tranche*.

La data di scambio è, altresì, differente sia dalla data del contratto (data nella quale l'acquirente ed il venditore contrattualmente deliberano la compravendita, la cui manifestazione avverrà in un secondo momento) e la data di pagamento dell'operazione che ai fini della rilevazione a bilancio dell'avviamento è ininfluenza salvo il caso in cui vi sia l'attualizzazione dei pagamenti (Bauer, 2005).

Tale eccezione nasce dalla disposizione del principio contabile internazionale per cui se la data di pagamento è successiva alla data di scambio, il *fair value* delle attività cedute deve essere determinato attualizzando gli importi liquidabili ai rispettivi valori attuali alla data dello scambio, tenendo presente la possibilità che vi siano premi o sconti all'atto del regolamento.

Di seguito si riepilogano le differenti configurazioni di date rilevanti in una operazione di aggregazione (Tabella 3.2.2. *Date rilevanti in una operazione di aggregazione*).

Tabella 3.2.2. *Date rilevanti in una operazione di aggregazione*

Data di riferimento	Definizione ai fini dell'aggregazione
data del contratto	data nella quale le parti raggiungono contrattualmente un accordo; in tale data la società <i>target</i> manifesta l'intenzione di cedere le attività nette.
data di acquisizione	data nella quale l'impresa acquirente ottiene il controllo dell'impresa (o del complesso aziendale acquisito).
data di scambio	data nella quale avviene la contabilizzazione dell'investimento nel bilancio della acquirente.
data di pagamento	data nella quale avviene il regolamento del costo dell'aggregazione.

Fonte: Rizzato F., 2008: 22.

b2) determinazione dei *fair value* delle attività cedute, passività assunte o sostenute e degli strumenti finanziari emessi

Il principio contabile stabilisce le modalità di determinazione e misurazione delle attività acquisite, passività acquisite e potenziali che devono essere identificate separatamente dall'avviamento, stante che il goodwill è un valore residuale. A tal proposito:

“*As of the acquisition date, the acquiror shall recognize, separately from goodwill, the identifiable assets acquired, the liabilities assumed and any non-controlling interest in the acquiree.*” (IFRS 3R, § 10)

In tale considerazione vi è un riferimento indiretto al *Framework for the Preparation of Financial Statements* (di seguito anche *Framework*) in quanto l'identificazione delle attività e passività oggetto dello scambio devono soddisfare le definizioni previste nel paragrafo “*Balance Sheet and Income Statement elements*” del *Framework*. Più precisamente le attività acquisite e le passività (acquisite e potenziali) oggetto di scambio nella aggregazione da individuare chiaramente devono essere, dal lato delle attività, “*risorse controllate dall'impresa, risultato di operazioni svolte in passato, dalle quali sono attesi benefici economici futuri*” (framework, § 49-a), mentre dal lato delle passività, “*obbligazioni attuali dell'impresa nascenti da operazioni svolte in passato, il cui regolamento porterà alla fuoriuscita dall'impresa di risorse economiche che costituiscono benefici economici*”. (Framework, § 49-b).

Definite chiaramente le attività e le passività oggetto dell'aggregazione devono essere attribuite delle misurazioni in termini quantitativi. La valutazione prevista dal principio contabile è al *fair value* alla data di acquisizione. A tal proposito, infatti:

“*The acquiror shall measure the identifiable assets acquired and the liabilities assumed at their acquisition-date fair values.*” (IFRS 3R, § 18)

Da tale definizione si desume che il principio base per la contabilizzazione delle aggregazioni aziendali risulta essere il *fair value*, in sostituzione del principio del costo adottato nel sistema Europeo (Andrei, 2004).

“Il principio del *fair value*, pur con i limiti e le incertezze che lo contraddistinguono, rappresenta una logica valutativa estranea alla tradizione di pensiero della prassi italiana che modifica il concetto stesso di *performance* aziendale e, di riflesso, gli stessi processi gestionali. Non è difficile affermare che l'introduzione del *fair value* comporta un netto ribaltamento dell'angolo visuale da cui osservare i componenti patrimoniali. Il valore equo, invero, si sviluppa non solo in risposta ai riconosciuti limiti del principio del costo storico, ma anche per affermare che l'utilità di tecniche di misurazione volte a ridimensionare l'impatto esercitato dalle personali stime del redattore del bilancio nel processo di valutazione. Sarà, dunque, la voce del mercato ad essere divulgata attraverso i prospetti di stato patrimoniale e conto economico e solo sulla base delle informazioni da quest'ultima trasmesse si procederà alla stima dei flussi di cassa e ad una analisi delle capacità manageriali espresse dagli amministratori” (Pizzo, 2006).

Il *fair value*, pertanto, rappresentando il massimo valore al quale una attività può essere iscritta comprensiva della eventuale fiscalità differita ad esso attribuita (Rizzato, 2008), permette di esprimere in maniera veritiera il prezzo pagato per acquisire l'oggetto di scambio dell'entità acquisita. Per contro, invece, utilizzando il criterio del costo a base delle valorizzazioni si andrebbe ad imputare alle attività il valore contabile alla data di acquisizione, comprensiva della parte non ancora ammortizzata, non coerente con il costo storico sostenuto dall'acquirente.

L'appendice B dell'IFRS 3, in vigore fino al 30 giugno 2009, fornisce a riguardo un elenco utile per la stima del *fair value* degli elementi patrimoniali acquisiti. Di seguito si riepilogano le differenti modalità di determinazione dei *fair value* delle attività costituenti l'oggetto di scambio in una determinata aggregazione aziendale (Tabella 3.2.3. *Differenti criteri di valutazione al fair value per le attività acquisite in una aggregazione*).

Tabella 3.2.3. *Differenti criteri di valutazione al fair value per le attività nette acquisite in una aggregazione*

Elementi del patrimonio aziendale	Fair value
Titoli quotati sui mercati regolamentari	Valore di mercato
Titoli non quotati sui mercati regolamentari	Valore stimato
Crediti	Valore attuale atteso
Rimanenze di prodotti finiti	Prezzo – costi di vendita – margine atteso
Rimanenze di semilavorati	Costi di sostituzione
Terreni e Fabbricati	Valore di mercato
Impianti e macchinari	Valore di mercato/Costo di sostituzione
Immobilizzazioni immateriali	Valore di mercato/ <i>fair value</i>
Attività e passività tributarie	Ammontare del beneficio che deriva dalle perdite fiscali o imposte dovute sull'utile fiscale del periodo, determinate come unico gruppo derivante dalla aggregazione
Passività potenziali	Ammontare che un terzo richiederebbe per assumersi l'onere della passività
Altre passività	Valore attuale dei flussi di cassa attesi

Fonte: Ernst&Young, 2006: 16.

Come abbiamo già enunciato, la valorizzazione del *fair value* delle attività cedute, passività cedute e potenziali deve avvenire alla cosiddetta *acquisition date*. In base al modo in cui la società acquirente intende pagare il costo dell'aggregazione si possono delineare diverse possibilità, di seguito indicate:

- ☑ se il pagamento avviene mediante denaro: il costo dell'aggregazione è pari alla somma di denaro versato;
- ☑ se il pagamento avviene mediante accensione di un finanziamento sul mercato dei capitali, il costo dell'aggregazione è pari all'importo complessivo del finanziamento che dovrà essere restituito all'istituto di credito erogante;
- ☑ se il pagamento avviene in modo differito con importo certo, rispetto alla data di acquisizione, il costo dell'aggregazione corrisponde al valore attualizzato di quel valore al termine del periodo differito, costituito dal valore attuale del corrispettivo al netto degli oneri finanziari imputati a conto economico dell'entità risultante dalla aggregazione dal momento dell'acquisizione al momento del pagamento del costo dell'aggregazione.
- ☑ se il pagamento avviene in modo differito con importo incerto, ad esempio perché legato a parametri quali ad esempio il raggiungimento di un determinato ROI, allora la stima iniziale del costo dell'aggregazione e la successiva imputazione di un avviamento variabile, saranno oggetto di rettifiche fino al momento in cui l'ammontare del costo dell'aggregazione non sarà determinato con certezza.

Le seguenti possibili e differenti modalità di pagamento stabiliscono una discrezionalità ristretta o ampia a seconda del tipo di pagamento. In caso di pagamento in contante la discrezionalità è pressoché nulla mentre si avrà discrezionalità molto ampia nel caso di pagamento differito di un importo variabile a seconda del verificarsi di determinate condizioni. Nel primo caso l'iscrizione dell'avviamento nel bilancio della

società acquirente, in presenza di un maggior costo dell'aggregazione rispetto al *fair value* delle attività nette oggetto dello scambio, comporta l'iscrizione di un valore certo, mentre, nel secondo caso, si iscrive l'avviamento ad un valore stimato, che sarà soggetto a continue rettifiche in aumento o diminuzione, fino a quando non si potrà determinare con certezza il costo dell'aggregazione (o eventualmente il *fair value* netto delle attività) e conseguentemente il valore dell'avviamento iscrivibile nel bilancio della società acquirente. Qualsiasi modifica rispetto alla contabilizzazione iniziale delle poste dovrà essere considerata alla stregua di una correzione di errori e, pertanto, si applica la disciplina prevista dallo IAS 8 – *Accounting Policies, Changes in Accounting Estimates and Errors*: in presenza di eventuali errori relativi ad esercizi precedenti è prevista la correzione retroattiva al primo bilancio approvato successivo alla scoperta dell'errore in modo da dare una rappresentazione comparativa come se l'errore fosse stato corretto nell'esercizio in cui è stato commesso. La rettifica, pertanto, ricade sull'adeguamento ai valori corretti delle attività e passività iscritte, attraverso una rettifica dei saldi netti degli esercizi precedenti ed una rettifica del saldo di apertura degli utili portati a nuovo dell'esercizio in cui si è rilevato l'errore di iscrizione.

b3) individuazione dei costi direttamente attribuibili all'acquisizione

Il principio contabile prevede che il costo di una aggregazione comprenda anche i cosiddetti costi direttamente attribuibili all'acquisizione (*acquisition-related cost*). A tal proposito:

“*Acquisition-related costs are costs the acquiror incurs to effect a business combination. Those costs include finder's fees: advisory, legal, accounting, valuation and other professional or consulting fees; general administrative costs, including the costs of maintaining an internal acquisition department; and costs of registering and issuing debt and equity securities. The acquiror shall account for acquisition-related costs as expenses in the periods in which the costs are incurred and the services are received, with one exception. The costs of issues debt or equity securities shall be recognised in accordance with IAS 32 and IAS 39.*” (IFRS 3R, § 53)

Da tale definizione emerge la presenza di costi interni che non possono essere direttamente attribuibili alla aggregazione nel senso che sarebbero comunque sostenuti generalmente anche senza l'operazione di aggregazione. Si tratta di costi per il personale interno, per il mantenimento di un ufficio acquisizioni, per il costo dell'alta direzione. Tali costi non potendo far parte della acquisizione devono essere spesi a conto economico nell'esercizio in cui sono sostenuti.

Sono, invece, da includere quei costi direttamente attribuibili all'aggregazione, definibili costi esterni, quali ad esempio quelli relativi alla consulenza professionale di periti e revisori per la determinazione della situazione economico patrimoniale della società ed i costi relativi alla individuazione dell'impresa *target* (indagini di mercato, consulenze di marketing, ecc.). Tali costi possono essere imputati direttamente al costo

della aggregazione e pertanto, ove esistente, andranno ad aumentare il valore dell'avviamento iscrivibile nel bilancio della società acquirente.

Sono comunque da escludere, secondo una specifica eccezione prevista nella definizione sopraindicata:

- ☑ i costi per la negoziazione e l'emissione di passività finanziarie emesse per realizzare una operazione di aggregazione (per esempio gli interessi pagati anticipatamente su di un finanziamento) che sono inclusi nel valore delle passività iniziali, come previsto dallo IAS 39 – *Financial Instruments: recognition and measurement*. (Savioli, 2005).
- ☑ i costi per l'emissione di strumenti rappresentativi di capitale (per esempio spese notarili per la modifica dell'atto costitutivo in caso di aumento di capitale sociale) che sono disciplinati dallo IAS 32 – *Financial Instruments: Disclosure and Presentation*.

b4) rettifiche del costo di una aggregazione aziendale, subordinate ad eventi futuri

Come già enunciato brevemente in precedenza, il costo di una aggregazione può essere imputato inizialmente come valore stimato, da accertare successivamente, in quanto è dipendente al verificarsi di determinati eventi futuri. E', appunto, il caso di un prezzo pagato dall'acquirente solo in presenza del raggiungimento di un ROI o di un ROE determinato entro alcuni esercizi successivi la data dell'aggregazione. In tale ipotesi il costo dell'aggregazione sarà assoggettato a rettifiche (a cui è necessario applicare la disciplina dello IAS 8) fino a quando quel valore non sarà determinato certo, al verificarsi o meno delle condizioni da cui dipende.

c) ripartizione del costo dell'aggregazione aziendale tra le attività acquisite, le passività e le passività potenzialmente assunte, rilevando altresì qualsiasi partecipazione di minoranza nell'acquisita

Dopo avere definito l'ammontare del costo della aggregazione, l'acquirente dovrà provvedere alla sua allocazione contabile mediante la identificazione delle attività acquisite, le passività assunte e potenziali. A tal proposito:

“As of the acquisition date, the acquiror shall recognize, separately from goodwill, the identifiable asset acquired, the liabilities assumed, and non-controlling interest in the acquiree.” (IFRS 3R, §10).

Da tale definizione emerge come l'avviamento sia una posta avente natura residuale; pertanto, dovranno essere individuate le attività materiali, le passività assunte e le attività immateriali in modo da attribuire separatamente un valore all'avviamento. Di seguito si indicano le caratteristiche necessarie per potere identificare le attività e le passività acquisite in una aggregazione aziendale (Tabella 3.2.4. *Requisiti per la rilevazione delle attività e delle passività acquisite in una aggregazione aziendale*).

Tabella 3.2.4. *Requisiti per la rilevazione delle attività e delle passività acquisite in una aggregazione aziendale*

Posta di bilancio	Requisiti
Attività, escluse quelle immateriali	Attendibilità nella misurazione del fair value (Framework, § 31 e seguenti). Probabilità di generare benefici economici futuri.
Passività, escluse quelle potenziali	Attendibilità nella misurazione del fair value. Probabilità di impiegare risorse economiche per soddisfare l'obbligazione.
Attività immateriali	Attendibilità nella misurazione del fair value. Identificabilità dell'attività per poterla separare dall'avviamento.
Passività potenziali	Attendibilità nella misurazione del fair value.

Fonte: Rizzato F., 2006.

Il principio base su cui si fonda la valutazione delle attività e passività, nelle operazioni di aggregazione aziendale, è rappresentato dal *fair value*⁴². In sede di prima iscrizione il costo storico è assunto come elemento base per la determinazione del *fair value*. L'acquirente, attraverso la rilevazione dell'avviamento in forma residuale e l'attribuzione del *fair value* alle attività e passività trasferite dalla società acquisita, iscrive l'azienda acquisita al suo valore di acquisto (costo sostenuto dall'acquirente); viceversa, infatti, se l'iscrizione avvenisse ai valori attribuiti all'azienda in capo alla società target precedentemente l'aggregazione, si adotterebbe il costo non ancora ammortizzato pre-aggregazione (o il costo non ancora consumato degli elementi patrimoniali). Il *fair value* rappresenta, pertanto, il valore massimo iscrivibile di un'attività e di conseguenza anche il costo dell'aggregazione che può essere allocato all'attività, consentendo una valutazione più veritiera (ma probabilmente meno prudente) del prezzo pagato per acquisire l'insieme delle proprietà della società acquisita (Perrotta, 2006: 70).

Definito il principio base di valutazione delle attività e passività iscrivibili a seguito di una operazione di aggregazione aziendale, è opportuno ricordare che i principi contabili internazionali impongono la presenza di specifiche caratteristiche che devono essere presenti al fine di potere consentire alla società acquirente la loro iscrizione a bilancio.

A riguardo è necessario distinguere due gruppi: da un lato le attività acquisite (escluse le immateriali) e le passività acquisite e dall'altro le attività immateriali e le passività potenziali. Con riferimento al primo gruppo (attività e passività acquisite) ogni

⁴² Con la sola eccezione di quanto disposto dall'IFRS 5 con riferimento alle attività non correnti destinate alla vendita – *Non-current Asset Held for Sale and Discounted Operations*, le quali devono essere rilevate al fair value al netto dei costi di vendita.

elemento patrimoniale attivo o passivo oggetto di una operazione di aggregazione deve presentare le seguenti caratteristiche:

- ☑ **attendibilità** nella determinazione del fair value (condizione necessaria).
- ☑ **probabilità di generare o assorbire** benefici economici futuri. In tal caso le attività (escluse le immateriali) dovrebbero generare in maniera probabile dei benefici economici futuri per la società investitrice; viceversa, per le passività acquisite ci si attende, con ragionevole probabilità, che assorbano risorse alla produzione di benefici futuri.

Tali requisiti sono desumibili anche nel disposto del principio contabile. Vengono, difatti, definiti due fondamentali *criteria*: il *reliability of measurement criteria* per l'attendibilità nella misurazione del *fair value* e il *probability criteria of an inflow or outflow of benefit*, per quanto riguarda la probabilità che l'attività generi o assorba benefici economici futuri. A tal proposito:

reliability of measurement criteria

“An asset or liability to be recognised separately from goodwill only if it could be **reliably** measured.” (IFRS 3R, BC 125).

probability criteria of an inflow or outflow of benefit

“An acquiror should recognise the acquiree’s identifiable asset (other than intangible asset) and liabilities (other than contingent liabilities) only if it is **probable** that the asset or liability will result in an inflow or outflow of economic benefits.” (IFRS 3R, BC 126).

Nella nuova formulazione dell’IFRS 3R, lo IASB ha eliminato il requisito autonomo dell’attendibilità nella determinazione del *fair value* inserendolo direttamente nel più generale criterio di misurazione dei valori, definito del Framework - in quanto un valore è attendibile se misurabile; pertanto, non si potranno avere valori misurabili e non attendibili. Inoltre, con riferimento al *probability criteria*, il nuovo principio non specifica chiaramente la probabilità di generare o assorbire risorse a seguito dell’aggregazione, sebbene richieda che l’acquirente identifichi le attività acquisite e le passività acquisite. Di qui la necessità di accorpare entrambi i requisiti in quello più generale del **principio di identificabilità** (*recognition criteria*) contenuto nel Framework, che identifica le diverse poste patrimoniali (*asset, liabilities, etc.*) e rispetto a ciascuna attribuisce un criterio di misurazione basato sulla attendibilità del dato ottenuto.

A tal proposito il principio IFRS 3R prevede che:

“In its deliberations leading to the revised IFRS 3, the IASB decided to eliminate reliability of measurement as an overall criterion, which it observed is unnecessary because reliability of measurement is a part of the overall recognition criteria in the Framework.” (IFRS 3R, BC 125).

“*The revised IFRS 3 does not contain that probability recognition criterion and thus it requires the acquiror to recognise identifiable assets acquired and liabilities assumed regardless of the degree of probability of an inflow or outflow of economic benefits.*” (IFRS 3R, BC 126)

“*The recognition criteria in the Framework include the concept of probability to refer to the degree of uncertainty that the future economic benefits associated with an asset or liability will flow to or from the entity.*” (IFRS 3R, BC 127)

Con riferimento, invece, al secondo gruppo è necessario distinguere le attività immateriali dalle passività potenziali.

Per quanto riguarda le attività immateriali (anche *intangible*) lo IAS 38 – *Intangibles Asset* prevede la presenza oltre che dei due requisiti appena enunciati (IAS 38, § 21-22), di altri due requisiti ovvero:

☑ l'**identificabilità** (IAS 38, § 12) dell'attività immateriale nel senso di essere identificabile per potere essere separata dall'avviamento, che rappresenta la voce residuale. Il principio prevede che un'attività immateriale sia identificabile se possiede almeno una delle caratteristiche seguenti: **a)** è separabile, ossia può essere separata o scorporata dall'entità e venduta, trasferita, data in licenza, locata o scambiata, sia individualmente che insieme al relativo contratto, attività o passività identificabile indipendentemente dal fatto che l'entità intenda farlo o meno; oppure **b)** deriva da diritti contrattuali o da altri diritti legali, indipendentemente dal fatto che tali diritti siano trasferibili o separabili dall'entità o da altri diritti e obbligazioni.

☑ la **controllabilità** (IAS 38, § 13) prevede che la società abbia il potere di usufruire dei benefici economici futuri derivanti dalla risorsa stessa e possa limitare l'accesso di soggetti terzi a tali benefici.

Dalla disamina dei requisiti necessari per identificare una attività immateriale, si desume che, nell'ambito di una operazione di M&A, la società investitrice ha titolo di iscrivere a bilancio l'immobilizzazione immateriale se essa rispecchia le seguenti caratteristiche:

a) rispetto a quanto stabilito dallo IFRS 3R, vengono richiesti i requisiti delle attività e passività acquisite:

- 1) deve essere identificata;
- 2) deve essere probabile che generi/assorba benefici economici attesi.

b) rispetto specificatamente alle immobilizzazioni immateriali (IAS 38, § 12-13), viene richiesta la presenza di ulteriori 2 (due) requisiti:

- 1) deve essere identificabile (separabilità o connessa a diritti contrattuali o altri diritti legali);
- 2) deve essere una risorsa controllabile dall'impresa acquirente.

In mancanza di uno soltanto dei requisiti indicati, l'immobilizzazione non potrà essere autonomamente iscritta quale tale ma indirettamente verrà a fare parte della più generica voce residuale dell'avviamento, ove esistente.

Nell'ambito della ripartizione del costo dell'aggregazione aziendale tra le attività acquisite, le passività e le passività potenzialmente assunte rilevano alcuni importanti situazioni che sono meritevoli di menzione:

a) Attività immateriali non riconosciute dalla società acquisita

La presenza di attività immateriali che potrebbero essere riconosciute nel bilancio dall'acquirente e che non sono state valorizzate nell'impresa *target*. Il tipico esempio è rappresentato dal marchio o dalla fidelizzazione alla clientela che emergono in sede di aggregazione ma che non sono mai stati misurati dall'impresa acquisita in quanto generati internamente. In tali casi si applica il *recognition criteria*, portando un aumento nella valorizzazione e misurabilità delle attività immateriali, che se soddisfano le condizioni, sono iscrivibili separatamente oppure sono imputate, in forma residuale e secondaria, ad avviamento. A tal proposito:

“The acquiror’s application of the recognition principle and conditions may result in recognising some assets and liabilities that the acquiree had not previously recognised as asset and liabilities in its financial statements. For example, the acquiror recognises the acquired identifiable intangible assets, such as a brand name, a patent or a customer relationship, that the acquiree did not recognise as asset in its financial statements because it developed them internally and charged the related costs to expense.” (IFRS 3R, § 13)

b) Attività non utilizzabili dalla società acquirente

La presenza di attività che la società acquirente non intende utilizzare o intende avvalersene in modo differente rispetto agli altri operatori del mercato. Un esempio potrebbe essere rappresentato da una attività immateriale di ricerca e sviluppo. In tale circostanza l'acquirente deve valutare l'attività al *fair value*, determinato in base al suo utilizzo da parte di altri operatori di mercato.

c) Interessi di minoranza nel bilancio consolidato

La presenza di aggregazioni aziendali, nelle quali l'acquirente non detiene una partecipazione totalitaria nella impresa *target* oppure ne ottiene il controllo senza acquistarne la totalità delle azioni, fa emergere alcune problematiche relativamente al trattamento contabile degli interessi di minoranza, ovvero la valorizzazione dell'attivo netto di proprietà degli azionisti di minoranza.

Fino all'entrata in vigore dell'IFRS 3R (1° luglio 2009) con il *purchase method* nel bilancio consolidato delle società oggetto dell'aggregazione il goodwill veniva iscritto, in forma residuale secondo quanto indicato precedentemente, quale differenza tra il prezzo di acquisizione (indirettamente pro-quota in quanto relativo alla sola parte della

società che si intende acquisire) ed il *fair value* delle attività nette pro-quota. L'avviamento non comprendeva la parte corrispondente agli azionisti di minoranza; quindi, la valorizzazione dell'avviamento avveniva da un lato senza considerare il *fair value* dell'impresa target e dall'altro non veniva diminuito dell'eventuale maggior valore attribuito al *fair value* per effetto del patrimonio attribuibile agli azionisti di minoranza.

Con l'entrata in vigore dell'IFRS 3R, dal 1° luglio 2009 (o dal 1° gennaio 2010 per i bilanci con chiusura coincidente con l'anno solare), l'unico metodo di contabilizzazione delle operazioni di aggregazione consentito è l'*acquisition method*. In presenza di interessi di minoranza si ha un importante cambiamento dovuto alla introduzione del cosiddetto *full goodwill*: l'avviamento è dato dalla differenza tra il *fair value* complessivo dell'impresa acquisita (compreso pertanto la valorizzazione a valori correnti della quota parte di patrimonio attribuibile agli azionisti di minoranza) ed il *fair value* delle attività nette totali della *target*. Viene, pertanto, meno il principio cardine secondo cui il goodwill a bilancio è soltanto quello effettivamente pagato. (Guatri e Bini, 2005).

L'*acquisition method* mediante l'adozione del *full goodwill* ha comportato due importanti conseguenze:

- ☑ legato alle business combination: una maggiore armonizzazione del principio di contabilizzazione, indipendentemente dalla quota di partecipazione acquisita/posseduta.
- ☑ legato all'acquisto di ulteriori quote di minoranza successivamente all'ottenimento del controllo: gli aumenti e le diminuzioni della partecipazione posseduta è contabilmente vista come acquisto/vendita di azioni proprie.

Con riferimento alla seconda conseguenza, la letteratura internazionale in materia di bilancio consolidato si è espressa elaborando due teorie principali a riguardo:

1) *Entity Theory* (Moonitz, 1951; Zeff, 2005; Hatfield, 1927): gli scambi tra azionisti sono considerati *equity transaction*; nel bilancio consolidato devono essere rappresentate tutte le attività e passività del gruppo, siano esse di competenza della minoranza o della maggioranza, attraverso un consolidamento integrale. Le quote di capitale netto di pertinenza delle eventuali minoranze sono intesi come componenti del patrimonio netto di gruppo, che ancorchè separatamente evidenziate in bilancio, concorrono a determinarne la grandezza complessiva (Andrei, 2006: 13, in *L'adozione degli IAS/IFRS in Italia: concentrazioni aziendali e bilancio consolidato*). Da un lato, quindi, non viene influenzato il reddito del bilancio consolidato e dall'altro la differenza tra costo di acquisizione e il valore contabile delle quote di minoranza acquisite viene imputata al patrimonio netto della società acquirente. L'avviamento è iscritto al suo valore pieno (comprendente sia la quota di pertinenza della capogruppo sia quella delle minoranze).

2) *Parent Company Theory* (Chen and Chen, 2006): gli scambi con gli azionisti di minoranza sono considerati *external transaction*. Il gruppo aziendale è qui inteso come

l'insieme delle unità economiche relative che operano sotto il dominio e nell'interesse di un comune soggetto economico, rappresentato dalla capogruppo (Andrei, 2006: 14, in *L'adozione degli IAS/IFRS in Italia: concentrazioni aziendali e bilancio consolidato*). Qualsiasi acquisto o vendita di azioni verso gli azionisti di minoranza è considerato come una transazione verso terzi; pertanto, la differenza tra costo di acquisizione e il valore contabile delle quote di minoranza acquisite sono trattate come avviamento o come componente positivo di reddito nel conto economico consolidato. L'avviamento iscritto è soltanto quello di competenza della maggioranza e risulta come differenza tra il prezzo pagato per il pacchetto di controllo e tutti gli *asset* netti acquistati (ricompresi anche gli eventuali intangibili non precedentemente iscritti) riespressi al loro valore corrente (*fair value*).

L'introduzione dell'IFRS 3R e le modifiche apportate allo IAS 27 – *Consolidated and Separate Financial Statements* confermano che l'orientamento dello IASB è stato quello di adottare l'*Entity Theory* nella contabilizzazione delle *buy-out minority* (si veda anche OPI n. 3 Assirevi: 2).

3.3. IAS 36: iscrizione successiva del goodwill nelle business combination

3.3.1. Ambito di applicazione

Le rilevazioni e le misurazioni iniziali del *goodwill* risultante da una operazione di *business combination* abbiamo visto essere trattata specificatamente dall'IFRS 3R. Per la contabilizzazione successiva il principio contabile prevede che l'avviamento acquistato mediante una aggregazione aziendale venga valutato al relativo costo, al netto delle perdite di valore accumulate. Tale posta patrimoniale non viene, pertanto, assoggettata ad ammortamento (come prevede lo IAS 22) ma deve sottoposta ad *impairment test* almeno con frequenza annuale o superiore in presenza di eventi o manifestazioni che inducono a ritenere che vi sia stata una riduzione di valore. Lo IAS 36 – *Impairment of Assets* definisce le regole che un'entità deve seguire per potere misurare annualmente determinate attività e più specificatamente stabilisce un limite massimo di iscrizione che, in prima approssimazione, non deve essere superiore al maggiore tra il valore derivante dall'utilizzo dell'attività e quello derivante dalla cessione a terzi.⁴³ (Rizzato, 2008: 64).

L'ambito di applicazione dello IAS 36 è limitato; il principio contabile, infatti, stabilisce che siano sottoposte ad una verifica nella riduzione di valore quegli elementi patrimoniali attivi che non abbiano già disciplinato, attraverso un differente IAS/IFRS, un criterio per la determinazione di eventuali perdite di valore. Di seguito si indicano le attività patrimoniali non disciplinate dallo IAS 36 (Tabella 3.3.1. *Elementi patrimoniali*

⁴³ I valori sono definiti dal Guatri come "dati stimati con vari criteri, cioè compiendo scelte di metodo espresse da modelli e formule che contengono una parte (più o meno rilevante) dei fattori determinanti del valore (con alcune inevitabili carenze), tradotti in grandezze scelte anche discrezionalmente (con ipotesi/convenzioni) sulla base delle informazioni disponibili (che possono essere anche incomplete). I valori sono perciò anche opinioni (ovvero sono anche un giudizio". (Guatri, Bini, 2005, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, Milano: 32)

attivi non ricompresi nello IAS 36) e quelle invece sulle quali la perdita di valore è determinabile mediante *impairment test* (Tabella 3.3.2. *Elementi patrimoniali attivi ricompresi nello IAS 36*)

Tabella 3.3.1. *Elementi patrimoniali attivi non ricompresi nello IAS 36*

Elemento patrimoniale	IAS di riferimento per perdita di valore
Rimanenze	IAS 2 – Inventories
Commesse pluriennali	IAS 11 – Construction Contracts
Imposte anticipate	IAS 12 – Incombe Taxes
Attività derivanti da benefici per i dipendenti	IAS 19 – Employees benefits
Attività finanziarie	IAS 39 – Financial instruments: recognition and measurement
Investimenti immobiliari	IAS 40 – Investment property
Attività biologiche connesse all'attività agricola valutate a fair value	IAS 41 – Agriculture
Attività immateriali derivanti da diritto contrattuali dell'assicuratore	IFRS 4 – Insurance Contracts

Fonte: IAS 36 – Riduzione di valore delle attività, § 2.

Tabella 3.3.2. *Elementi patrimoniali attivi ricompresi nello IAS 36*

Elemento patrimoniale	IAS di riferimento per perdita di valore
Immobili e macchinari	IAS 16 - Property, Plant and equipment
Attività immateriali	IAS 38 – Intangible Asset
Goodwill	IFRS 3R – Business Combination
Partecipazione in imprese controllate	IAS 27R – Consolidated and separate financial statement
Partecipazione in imprese collegate	IAS 28 – Investment in associated
Partecipazione in joint venture	IAS 31 – Interest in joint venture

Fonte: IAS 36 – rielaborazione propria.

3.3.2. Allocazione dell'avviamento alle *cash generating unit*

Il concetto di avviamento definito nel principio IFRS 3R prevede un legame tra l'ammontare sostenuto dall'acquirente ed i benefici economici futuri derivanti dall'attività acquisita. Difatti, esso è definibile come quel pagamento effettuato dall'acquirente in previsione di benefici economici futuri derivanti dall'attività acquisita che non possono essere identificati individualmente e rilevati separatamente. A tal proposito:

“*An asset representing the future economic benefits arising from other asset acquired in a business combination, that are not individually identified and separately recognised.*” (IFRS 3R, Appendix A, defined terms).

Da tale definizione si riscontra la complessità e la rilevanza economica dell'avviamento in quanto racchiude in sé elementi e concetti non solo riferibili alla situazione presente dell'azienda (capitale di funzionamento) ma anche elementi prospettici (legati principalmente alla ubicazione, alla organizzazione, alle qualità del personale, alla clientela, alle esperienze accumulate, ecc.) che esulano dai bilanci di esercizio ma che si ritiene possano produrre un sovrareddito superiore a quello contabilmente riscontrabile dalla situazione attuale dell'impresa.

Essendo l'avviamento una posta residuale e non potendo generare flussi finanziari in modo indipendente da altre attività, non lo rende assoggettabile individualmente alle verifiche periodiche di riduzione del valore (*impairment test*).

Pertanto, il principio contabile IAS 36 impone di allocare l'avviamento, alla data di acquisizione, ad una unità o ad un gruppo di unità generatrici di flussi finanziari (anche *cash generating unit* o CGU) dell'acquirente. Il principio riconosce la possibilità che l'avviamento non possa sempre essere allocato secondo un criterio non arbitrario a singole unità, quindi permette l'allocazione a gruppi di unità generatrici di flussi finanziari. Il principio prevede altresì due caratteristiche che l'unità o il gruppo a cui l'avviamento viene allocato devono avere:

- ☑ devono rappresentare il livello minimo all'interno dell'impresa in cui l'avviamento è monitorato ai fini del controllo interno di gestione;
- ☑ devono non essere maggiore di un settore operativo quanto stabilito dallo IFRS 8 – Operating Segment (IAS 36, § 80), in vigore dai bilanci degli esercizi con inizio dal 1° gennaio 2009⁴⁴.

Le CGU sono definibili come unità che generano flussi, che non presentano particolare sinergie con altre parti dell'impresa e come tali possono essere separate dall'azienda o cedute autonomamente.

Stabilita la regola generale di allocazione dell'avviamento, il principio contabile disciplina come è possibile verificare l'eventuale svalutazione di un'attività per riduzione di valore. Tale verifica prevede di confrontare il valore contabile dell'attività oggetto della valutazione con il suo valore recuperabile. Da tale aspetto è possibile, pertanto, definire due tipologie di valori riferiti alle CGU:

⁴⁴ Un settore operativo è definito come una componente di un'entità: (a) che intraprende attività imprenditoriali generatrici di ricavi e di costi (compresi i ricavi e i costi riguardanti operazioni con altre componenti della medesima entità), (b) i cui risultati operativi sono rivisti periodicamente al più alto livello decisionale operativo dell'entità ai fini dell'adozione di decisioni in merito alle risorse da allocare al settore e della valutazione dei risultati, e (c) per la quale sono disponibili informazioni di bilancio separate.

☑ **valore contabile di una CGU:** è definibile come la somma dei valori contabili di tutte le attività che compongono la CGU (compreso l'avviamento) ovvero di tutte le attività non in grado di generare autonomamente flussi finanziari in entrata e che vengono di conseguenza attribuite ad una unità generatrice di flussi finanziari. Il valore contabile non include alcuna passività rilevata, a meno che il valore recuperabile dell'unità generatrice di flussi finanziari non possa essere determinato senza tenere conto di tale passività.

☑ **valore recuperabile di una CGU:** è definibile come il maggior valore tra il valore recuperabile tramite l'uso continuativo (**valore d'uso**) e il valore recuperabile tramite la cessione dell'unità (*fair value*). Se il fair value è coincidente con il valore d'uso per gli amministratori risulta indifferente cedere o continuare ad usare l'attività; se il fair value è superiore al valore d'uso, sarebbe conveniente la cessione della CGU ed è per tale motivo che il valore recuperabile coincide con in *fair value*. Se, infine, il *fair value* è inferiore al valore d'uso, significa che l'impresa ottiene maggiori vantaggi continuando ad utilizzare la CGU e per tale motivo il valore recuperabile coincide con il valore d'uso.

Dal confronto tra valore contabile e valore recuperabile della CGU a cui è allocato l'avviamento è possibile avere due situazioni:

a) il valore contabile è uguale o inferiore al valore recuperabile: nessuna svalutazione è dovuta in quanto il valore derivante dall'utilizzo continuativo (valore d'uso) della CGU o dalla sua dismissione (*fair value less costs to sell*) è uguale o superiore al suo valore contabile.

b) il valore contabile è superiore al valore recuperabile: è dovuta la svalutazione partendo dalla riduzione del valore contabile dell'avviamento allocato alle CGU e nel caso in cui la svalutazione superasse il valore dell'avviamento, l'eccedenza dovrà essere portata a riduzione della altre attività della CGU in proporzione al valore delle medesime.

Con riferimento al valore recuperabile è interessante capire come potere determinare da un lato il *fair value* e dall'altro il valore d'uso di una CGU. Di seguito se ne indica in dettaglio.

1) determinazione del *fair value* di una CGU

Per la determinazione del valore corrente di una CGU o di un gruppo di CGU sulle quali viene allocato l'avviamento bisogna fare riferimento alla definizione del principio IAS 36 che a tal proposito definisce il *fair value* di una CGU al netto dei costi di vendita come:

“*il prezzo pattuito in un accordo vincolante di vendita stabilito in una operazione tra controparti indipendenti rettificato dei costi marginali che sarebbero direttamente attribuibili alla dismissione dell'unità.*” (IAS 36, § 25)

L'ipotesi sottostante tale definizione è la condizione per cui l'impresa è in grado di generare i maggiori flussi finanziari attraverso la cessione della CGU anziché il suo uso continuativo in azienda (*value in use*). Il principio consente, altresì, di determinare il *fair value* di una CGU anche in assenza di un accordo vincolante tra le parti; in

alternativa se l'attività è commercializzata in un mercato attivo, il valore corrente dell'attività è pari al suo valore di mercato dedotti di costi di dismissione (mercato attivo → *prezzo di mercato*) oppure in assenza di un mercato attivo il valore corrente dell'attività, se disponibili informazioni sufficienti, è quel valore che l'impresa potrebbe teoricamente ottenere dalla vendita della CGU (assenza di mercato attivo → *prezzo desumibile di cessione*).

Da un punto di vista maggiormente operativo si rende necessario fare alcune considerazioni sulle diverse modalità che il principio consente per la determinazione del valore corrente. In presenza di un accordo vincolante la determinazione avviene in modo attendibile (valore pattuito tra le parti) ma presenta, in verità, un problema nel senso che se così fosse l'attività andrebbe valutata non secondo quanto richiesto dallo IAS 36 ma secondo il disposto dell'IFRS 5 – *Non-current assets held for sale and discontinued operation*. In tal caso l'attività, se soddisfa i criteri per essere definita attività posseduta per la vendita, andrebbe valutata al minore tra il fair value al netto dei costi di vendita ed il valore contabile. A tal proposito il principio dispone che:

“Talvolta un'entità dismette un gruppo di attività, insieme ad alcune passività direttamente correlate, con un'unica operazione. Tale gruppo in dismissione può essere un insieme di unità generatrici di flussi finanziari, un'unica unità generatrice di flussi finanziari o una parte di un'unità generatrice di flussi finanziari. Il gruppo può includere qualsiasi attività e passività dell'entità, comprese le attività correnti, le passività correnti e le attività escluse in base al paragrafo 5 dalle disposizioni di valutazione del presente IFRS. Se un'attività non corrente rientrante nell'ambito di applicazione delle disposizioni di valutazione del presente IFRS fa parte di un gruppo in dismissione, i requisiti di valutazione del presente IFRS si applicano al gruppo nel suo insieme, così che il gruppo è valutato al minore tra il valore contabile e il fair value (valore equo) al netto dei costi di vendita.” (IFRS 5, § 4)

In assenza di un accordo prestabilito tra le parti, se esiste un mercato attivo per la CGU, una possibile alternativa di determinazione del *fair value* potrebbe essere quella di fare riferimento al prezzo di mercato, che rappresenta una soluzione attendibile, anche se sarà necessario attendere la conclusione ed il perfezionamento della vendita ad un terzo per avere la garanzia che quel prezzo sia effettivamente quello di cessione. Una ulteriore alternativa potrebbe essere quella del prezzo di analogia ossia la valutazione del *fair value* in base ad una cessione simile per caratteristiche analoghe alla CGU che si intende cedere; operativamente è di difficile utilizzo in quanto le condizioni di mercato sono molto diverse e diventa quasi impossibile potere avere analogie tra transazioni differenti. Un'ultima possibilità, in assenza di un mercato attivo della CGU, potrebbe essere quella di determinare il *fair value* in base alle migliori informazioni disponibili per determinare l'importo della transazione a condizioni normali. Tale scelta risulta la meno attendibile nel senso che presumibilmente la valutazione verrà effettuata in mancanza di transazioni analoghe mediante tecniche di valutazione del capitale economico.

Stabilita la modalit  di determinazione del *fair value* a seconda della situazione in cui l'impresa si trova (presenza di un accordo vincolante, presenza o assenza di un mercato attivo)   necessario fare attenzione alla identificazione degli oneri accessori alla vendita della CGU che vanno dedotti dal valore corrente. Si tratta ovviamente di stime che portano inevitabilmente a creare discrezionalit  e minor attendibilit  al valore del *fair value* delle CGU. A tal proposito il principio stabilisce la presenza di alcuni esempi di costi accessori di diretta imputazione alla vendita ed altri costi che, invece, non possono essere portati a riduzione del valore corrente:

“i costi accessori di diretta imputazione alla vendita sono a) *le spese legali*, b) *l'imposta di bollo ed altre simili imposte connesse alla transazione*, c) *i costi di rimozione dell'attivit *, e d) *i costi incrementali diretti necessari per rendere un'attivit  pronta alla vendita.*” (IAS 36, § 28).

“gli altri costi non accessori alla vendita sono a) *i benefici dovuti ai dipendenti per la cessazione del rapporto di lavoro (come definiti nello IAS 19)* e b) *i costi associati alla riduzione o alla riorganizzazione dell'azienda successivi alla dismissione di un'attivit .*” (IAS 36, § 28).

2) determinazione del valore d'uso di una CGU

Per la determinazione del valore d'uso di una CGU   utile precisare che l'uso, quindi l'utilizzo della CGU,   legato al concetto di funzionamento riferito all'attivit  (Zanda et al., 2001: 64); pertanto, pi  che legato al concetto di *going concern* dell'entit  il valore d'uso   il valore in funzionamento delle unit  di flussi finanziari da cui l'entit    costituita (Guatri e Bini, 2003).

Il valore d'uso   definibile come il valore attuale dei flussi finanziari futuri che si prevede abbiano origine da un'attivit  o da un'unit  generatrice di flussi finanziari (IAS 36, § 6). E' pertanto richiesta, in un'approccio finanziario, la determinazione:

- dei flussi di cassa in entrata ed in uscita derivanti dall'utilizzo continuativo della CGU e dalla sua dismissione;
- del tasso di attualizzazione appropriato da utilizzare.

a) *scelta dei flussi di cassa in entrata ed in uscita*

In tale contesto con riferimento ai flussi di cassa si deve adottare un approccio *asset side* (si rinvia a riguardo al capitolo 2 del presente lavoro) che prevede la determinazione di flussi di cassa operativi (*free cash flow from operation* – FCFO), escludendo come previsto dal principio i flussi in entrata ed in uscita relativi ad attivit  di finanziamento ed al pagamento o rimborsi di imposte (IAS 36, § 50).

In tale approccio, basato sugli *unlevered cash flow*, si valorizza il valore degli *asset* dell'impresa (o il valore del capitale operativo); si utilizzano i flussi di cassa operativi al lordo degli oneri finanziari (FCFO) ed un tasso di attualizzazione che rifletta

il rendimento opportunità per tutti i conferenti di capitale; in sostanza si effettua l'attualizzazione che riflette i rendimenti – opportunità delle diverse forme di finanziamento in base ad contributo di ciascuna di essere alla dotazione del capitale aziendale (tipicamente il costo medio ponderato del capitale, WACC).

Alla base della determinazione dei flussi di cassa il principio fornisce ulteriori informazioni circa la documentazione contabile da utilizzare a supporto del conteggio. E', pertanto, necessario utilizzare dei budget (condizione operativa relativa alla presenza di una struttura organizzativa che abbia una funzione di pianificazione strategica), per un periodo non superiore ad anni 5 (condizione temporale) che consentano, per la miglior stima dei flussi finanziari da parte della direzione aziendale, di integrare l'informativa della presenza di ulteriori condizioni economiche che esisteranno lungo la restante vita utile dell'attività.

Se l'orizzonte temporale delle CGU da valutare fosse superiore della durata dei budget, si presenta un problema relativa alla stima di quel maggior tempo non valutabile attraverso strumenti di pianificazione strategica. In tale circostanza l'entità dovrà effettuare le valutazioni con riferimento ai flussi di cassa elaborati dai budget, modificandoli ove necessario mediante un determinato tasso (definito dal principio tasso di crescita) che potrà essere costante se non sono previste significative modifiche ai flussi in entrata ed in uscita oppure > 0 se si ritiene che vi siano segnali di crescita in settori o prodotti direttamente collegati alla CGU sottostante oppure < 0 se si prevede una riduzione dei flussi di cassa netti nel tempo.

Un ulteriore aspetto da considerare è la presenza o meno da parte dell'entità di una base informativa sufficiente per potere supportare la determinazione dei flussi finanziari. A tale riguardo la dottrina economico aziendale italiana è intervenuta più volte per fornire spunti e riflessioni interessanti; in particolare il Guatri ritiene necessaria la presenza di un quadro macroeconomico del settore e l'analisi delle risorse che transitano dalla CGU (Guatri, 2003: 11) mentre l'Angiola ed il Coda ritengono doverosa la presenza di informazioni sul valore delle sinergie realizzate da recenti aggregazioni o da operazioni in corso di perfezionamento (Angiola, 1997; Coda, 1990).

Una volta determinate le linee guida per potere giustificare con sufficiente attendibilità la quantificazione dei flussi di cassa, è necessario soffermarsi su quali flussi finanziari devono essere considerati nel conteggio delle CGU. In particolare essi ricomprendono:

- ☑ i flussi finanziari in entrata derivanti dall'uso continuativo della CGU.
- ☑ i flussi in uscita che sono necessari per sostenere e realizzare i flussi in entrata. I debiti operativi correnti (debiti verso fornitori, debiti verso enti previdenziali, ecc.), i debiti verso dipendenti (TFR) e le passività potenziali relative a fondi rischi e oneri esistenti alla data di chiusura del bilancio non vengono considerati nel calcolo; viceversa saranno ricompresi i flussi in uscita relativi alla manutenzione ordinaria e quelli relativi a spese generali direttamente attribuibili e ripartibili secondo criteri ragionevoli.

☑ i flussi netti che verranno incassati o pagati per la dismissione dell'attività al termine della sua vita utile stimata⁴⁵.

b) scelta del tasso di attualizzazione

La scelta del tasso di attualizzazione nell'ambito della determinazione del valore d'uso di una specifica CGU è di fondamentale importanza in quanto in tale ambito si presentano molte problematiche relative alla attendibilità e correttezza del dato utilizzato. Il tasso di attualizzazione è definibile, in prima approssimazione, come quel tasso di interesse da impiegare per trasferire al tempo 0, ossia ad oggi, un flusso in entrata o in uscita esigibile ad una certa data futura, in modo che quel valore attualizzato sia finanziariamente equivalente al flusso esigibile in data futura⁴⁶. Ovviamente nel momento in cui si effettuano delle stime su flussi futuri, l'attualizzazione e quindi l'inserimento della variabile tempo aumenta la discrezionalità della scelta (Dezzani, et al., 2001; Onida, 1974).

Il principio contabile precisa che il tasso di sconto da impiegare per l'attualizzazione dei flussi di cassa deve essere coerente sia con **a)** il valore temporale del denaro sia con **b)** il rischio specifico dell'attività che non viene considerato al numeratore nella stima dei flussi di cassa. In considerazione del fatto che i flussi di cassa, come già evidenziato, sono *asset side* è necessario che il tasso di sconto da utilizzare sia un tasso che rifletta il rendimento opportunità per tutti i conferenti di capitale; tale tasso è riconducibile al WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) oppure eventualmente ad un tasso implicito utilizzato per attività simili nelle contrattazioni di mercato presenti nel momento in cui si determina il valore d'uso.

3.3.3. Perdite di valore e periodicità dell'impairment test

Come abbiamo avuto modo di affrontare anche l'avviamento, derivante da una operazione di aggregazione aziendale, deve essere sottoposto, come le altre immobilizzazioni immateriali, all'*impairment test* al fine di verificare l'eventuale presenza di perdite di valore. Nell'eventualità di dovere rettificare il valore precedentemente iscritto è necessario porsi le seguenti domande: 1) Come si deve procedere per effettuare la svalutazione; 2) Con quali tempistiche è necessario procedere all'*impairment test*?

⁴⁵La stima dei flussi finanziari netti che saranno ricevuti (o pagati) per la dismissione di un'attività alla fine della sua vita utile è determinata in modo simile al *fair value* (valore equo) dell'attività dedotti i costi di vendita, con la differenza che, nella stima dei flussi finanziari netti:

(a) l'entità usa i prezzi in vigore alla data della stima per attività simili che hanno completato il proprio ciclo di vita utile e che sono state utilizzate in condizioni simili a quelle in cui l'attività sarà usata.

(b) l'entità rettifica questi prezzi per effetto sia di aumenti futuri dei prezzi dovuti all'inflazione generale che di specifici aumenti o diminuzioni futuri dei prezzi. Tuttavia, se le stime di futuri flussi finanziari derivanti dall'uso continuativo dell'attività e il tasso di attualizzazione escludono l'effetto dell'inflazione generale, l'entità esclude anche questo effetto dalla stima dei flussi finanziari netti relativi alla dismissione. (IAS 36, § 53)

⁴⁶ Secondo il Ferrero il tasso di attualizzazione esprime il "costo opportunità del capitale" (Ferrero, 1966), ovvero quel "rendimento cui gli azionisti rinunciano mantenendo l'investimento nell'impresa (o nella CGU) anziché liquidarlo ed impegnarlo in investimenti alternativi di pari rischio". (Guatri e Bini, 2004)

Il principio contabile IAS 36 prevede due modalità di allocazione dell'avviamento a seconda che possa o meno essere imputato direttamente alle singole unità generatrici di flussi finanziari. E', difatti, necessario suddividere due situazioni:

- ☑ l'avviamento è allocato direttamente alle unità generatrici di flussi finanziari;
- ☑ l'avviamento è allocato indirettamente ad alcune unità generatrici di flussi finanziari, in mancanza di un criterio oggettivo di imputazione.

Nel primo caso se l'avviamento è allocato ad una o più specifiche unità generatrici di flussi finanziari, la riduzione di valore deve essere verificata **annualmente** ed ogni qualvolta vi sia l'indicazione che l'unità possa avere subito una riduzione di valore, confrontando il valore contabile lordo dell'unità (**compreso l'avviamento**) con il suo valore recuperabile. Se il valore recuperabile è superiore al valore contabile l'unità non vi è alcuna perdita di valore, mentre se il valore recuperabile è inferiore al valore contabile lordo la società dovrà procedere ad effettuare la rilevazione della perdita di valore procedendo nel seguente modo (IAS 36, § 104):

- a) ridurre il valore contabile dell'avviamento allocato alle unità generatrici di flussi finanziari;
- b) in presenza di un ulteriore eccedenza, la svalutazione dovrà essere attribuita alle altre attività in proporzione al valore contabile di ciascuna di esse.

Il principio contabile impone, altresì, che non si possa ridurre il valore contabile di ciascuna unità al di sotto di un valore rappresentato dal maggiore tra il *fair value* (dedotti i costi di vendita, se determinabili), il valore d'uso e il valore zero. Stabilito questo limite non viene specificato quale sia la contropartita contabile da utilizzare a riduzione del valore contabile. Pertanto non è chiarito se la contropartita deve o possa avere riflesso a conto economico. Alcuni autori sostengono che la riduzione del valore contabile dell'avviamento debba essere effettuata mediante la voce “*svalutazione avviamento*”, da imputare quale costo nel conto economico, in concerto con la disposizione più generale (prevista per la riduzione delle attività) di cui al paragrafo 60 del principio contabile (AA.VV., 2006, Prontuario dei principi contabili internazionali – Guida operativa all'applicazione).

Altri studiosi ritengono più corretto utilizzare la voce “*Fondo rettificativo avviamento*”, da imputare indirettamente a riduzione del valore contabile dell'avviamento iscritto, in quanto in tal modo è possibile mantenere il valore storico inizialmente imputato; informativa che viceversa si perderebbe (Pisoni, Biancone, Busso e Cisi, 2005, Il bilancio consolidato dei gruppi quotati).

L'eventuale eccedenza risultante, invece, riguarda direttamente le altre attività in proporzione al loro valore contabile. In tal caso, si applica la disposizione del paragrafo n. 60 del principio che prevede la svalutazione diretta mediante imputazione del corrispondente costo a conto economico. Tale disposizione generale trova, però,

eccezione nel caso di attività precedentemente rivalutate: in tal caso, la svalutazione, anzichè transitare direttamente a conto economico, verrà rilevata a patrimonio netto come storno della “*Riserva di rivalutazione*”, nella misura in cui rettifica la rivalutazione imputata ad incremento diretto dell’attività. In tal senso lo IAS 16 – *Property, Plant and Equipment* – prevede che per gli immobili, impianti e macchinari, valutati al *fair value*, l’eventuale rivalutazione venga rilevata mediante l’utilizzo di una riserva del patrimonio netto.

Nel secondo caso, invece, quando l’avviamento, in mancanza di criteri oggettivi, sia riferito ad un gruppo indistinto di CGU, il principio prevede che la società debba effettuare *l’impairment test* solo se vi sono indicazioni che la CGU possa avere subito riduzioni di valore; viene, pertanto, eliminato l’obbligo di effettuare la verifica annualmente con la conseguenza che le entità non sono incentivate ad allocare specificatamente l’avviamento alle unità generatrici di flussi. Ciò comporta un rischio non trascurabile per l’investitore in quanto la società che non ha effettuato per alcuni anni *l’impairment test* si potrebbe vedere costretta a rettificare in parte o totalmente l’avviamento precedentemente iscritto, danneggiando il rendimento per l’investore (Rizzato, 2008). In tale fattispecie riscontriamo una differenza nel valore contabile da prendere in considerazione nella verifica della possibile riduzione di valore. Infatti, la società dovrà confrontare il valore contabile netto della CGU (al netto di qualsiasi avviamento contabilizzato), ed il valor recuperabile. Se il valore recuperabile è maggiore del valore contabile netto, non è prevista alcuna perdita di valore; se, viceversa, il valore recuperabile è inferiore al valore contabile netto, si procederà alla rilevazione della perdita secondo le modalità sopraelencate.

3.4. SFAS 141R: iscrizione iniziale del goodwill nelle business combination

3.4.1. Evoluzione storica

Nei principi statunitensi, regolati dal FASB, come altresì accade nei principi contabili internazionali, è necessario aggregare alcune disposizioni per ottenere una normativa completa sulle operazioni di *merger and acquisition*. In particolare si tratta dello *Standard* FAS 141 (in vigore fino al 14 dicembre 2008), del FAS 141R (in vigore a partire dal 15 dicembre 2008) che disciplinano le *business combination* (similmente all’IFRS 3R), del FAS 160 che riguarda i *non-controlling interest in Consolidated Financial Statements* (similmente allo IAS 27R) e del FAS 142 che disciplina la contabilizzazione degli intangibili e del *goodwill* (similmente allo IAS 36 e IAS 38).

Le operazioni di aggregazione aziendale non hanno mai avuto fino all’introduzione del FAS 141 una rappresentazione univoca, nel senso che erano disciplinati unicamente dall’APB Opinion n. 16 *Business combination*, emanato nel 1970 dall’*Accounting Principles Board* (di seguito divenuto *FASB*).

Tale principio, come già enunciato, prevedeva due metodologie di contabilizzazione che differivano a seconda dell'interpretazione economica che veniva data all'operazione: in presenza di acquisizione mediante trasferimento dei diritti di proprietà si applicava il *purchase method* (l'avviamento era dato dalla differenza tra il costo dell'azienda acquisita e il *fair value* attribuibile agli elementi trasferiti) oppure il *pooling of interest method* (in tal caso la contabilizzazione da parte dell'investitrice avveniva nella continuità dei valori precedentemente iscritti e pertanto non consentiva l'iscrizione di alcun valore immateriale ma piuttosto il mantenimento di quanto già precedentemente contabilizzato). Tale discrezionalità nelle metodologie di contabilizzazione ha indotto il FASB nel mese di settembre 1999 all'emanazione dell'*Exposure Draft* (ED) – *Business Combination and Intangible Assets* – rivisto successivamente nel febbraio 2001 con l'emanazione dell'*Exposure Draft* (ED) – *Business Combination and Intangible Assets, accounting for goodwill* e concretizzato nel 2001 con l'adozione dello *Statement* FASB FAS 141 e 142.

L'interesse sempre maggiore del FASB ad adottare una disciplina chiara ed univoca, sulle modalità in cui trattare contabilmente le operazioni di M&A, risiede nell'importanza sempre maggiore attribuita alle operazioni di aggregazione aziendale, nel contesto statunitense, con riferimento non solo alle società quotate nei mercati regolamentati ma piuttosto a realtà aziendali di medie dimensioni, quale soluzione di sviluppo aziendale. Difatti, in generale, le aziende americane, a partire dagli anni '90, hanno riposto interesse verso operazioni che potessero garantire loro maggiori sbocchi di mercato e possibili sinergie economiche ed industriali. Il dato è confermato da un'indagine *Mergertat* che rileva un incremento notevole del numero di annunci di operazioni di *merger and acquisition*, sul mercato NYSE, dal 1990 (n. 1.877 annunci) al 2000 (n. 9.278 annunci).

Il FASB è principalmente intervenuto sulle modalità di contabilizzazione delle operazioni di aggregazione, sulle quali permanevano sensibili soggettività nell'applicazione del metodo e contestualmente nell'informativa di bilancio che non garantiva né comparabilità né completezza delle informazioni fornite. La scelta di adottare quale unico metodo il *purchase method* è principalmente legato al fatto che si tratta di un modello “del costo storico”: le attività acquisite e passività assunte vengono contabilizzate come se fossero state acquisite singolarmente, in base ad un proprio costo di acquisto e quindi in modo coerente con le informazioni contabili desumibili dal bilancio di esercizio. Inoltre, misura e stima le attività e passività oggetto del trasferimento in modo omogeneo prescindendo dalla natura del corrispettivo che è scambiato per acquisirle.

Dal punto di vista dell'applicabilità il FAS 141R è estensibile a tutte le operazioni di *business combination*, cioè operazioni nelle quali un'entità acquista un insieme di attività che costituiscono un'impresa oppure ne acquista una partecipazione e, in entrambe le opzioni, ne acquisisce il controllo. A tal proposito:

“A business combination occurs when an entity acquires net asset that constitute a business or acquires entity interest of one or more entities and obtain control over that entity or entities.” (SFAS 141R, § 9)

“A business is a self-sustaining integrated set of activities and asset conducted and managed for the purpose of providing a return to investors. A business consists of inputs, processes applied to those inputs and resulting outputs that are used to generate revenues.” (EITF n. 98-3, §6)

Nella prima parte della definizione si lega l'esistenza di un'operazione configurabile quale *business combination* con la presenza di un determinato “business”; la definizione di *business* non viene data dal principio SFAS 141 ma deve essere ricercata nell'*Emerging Issues Task Force* (EITF) n. 98-3 – *Determining whether a non monetary transaction involves receipt of productive asset or of a business* (eliminata successivamente dallo SFAS 141R). La disposizione dello EIFT presume la presenza di un *business* se l'impresa ha iscritto già un avviamento ed esclude, invece, che si tratti di *business* l'operazione nella quale la società target è in fase di sviluppo. Nella seconda parte della definizione, invece, si prevede un modo indiretto di acquisizione: l'acquisizione non di un determinato *business* ma dei diritti di proprietà degli azionisti della *target*. In entrambi i casi è necessario ottenerne il controllo. Emergono, pertanto, i due aspetti fondamentali per rientrare nell'ambito di una *business combination*: **a)** la presenza di almeno due imprese; **b)** il controllo sull'entità acquisita in modo diretto o indiretto. Il principio contabile si applica a tutte le *business combination* nelle quali una o più entità sono fuse o diventano una divisione oppure un'entità trasferisce i propri asset o i suoi azionisti cedono le proprie quote ad un'altra entità (c.d. conferimento) oppure se tutte le imprese coinvolte trasferiscono i propri asset o i suoi azionisti cedono le proprie quote ad una entità neo costituita (*roll up* o *put together transaction*). Vengono escluse le operazioni di joint venture, le acquisizioni di partecipazioni di minoranza (*non-controlling interest*), le acquisizioni tra imprese *non profit* e le acquisizioni di imprese in cui l'investore è un'impresa *non profit*.

3.4.2. Gli elementi costitutivi del goodwill

Il FASB ha posto particolare attenzione alla definizione o meglio alla natura economica dell'avviamento. Il *goodwill*, nella definizione statunitense, è un'attività che soddisfa le condizioni per potere essere iscritta separatamente nel bilancio di esercizio. A tal proposito:

“The acquiror shall recognize goodwill as of the acquisition date, measured as the excess of (a) over (b) below:

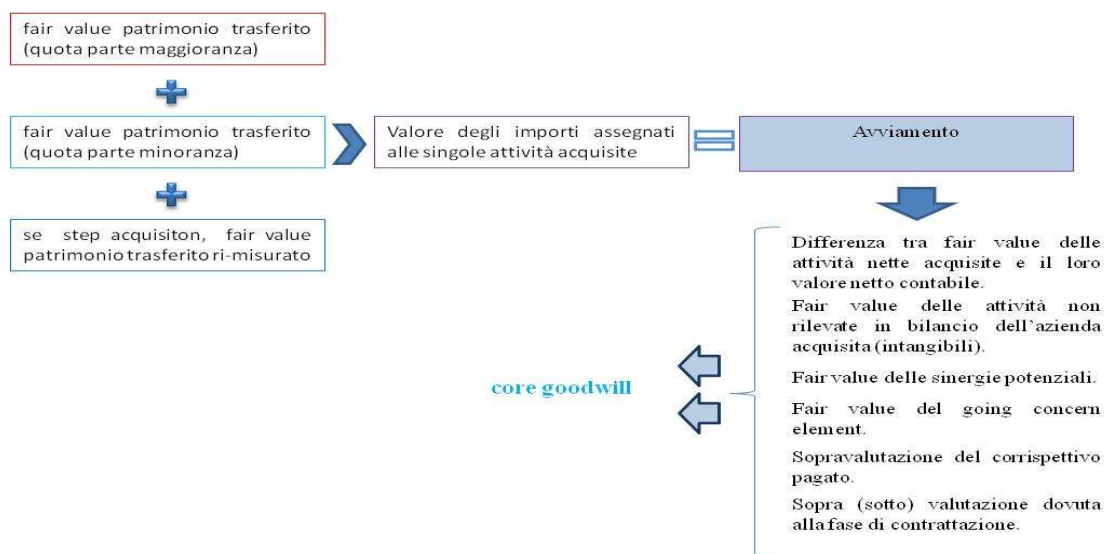
(a) the aggregate of 1) the consideration transferred measured in accordance with this statement, which generally requires acquisition date fair value; 2) the fair value of any non controlling interest in the acquire; 3) in a business combination achieved in stages,

the acquisition-date fair value of the acquiror’s previously held equity interest in the acquire.

(b) the net of the acquisition-date amounts of the identifiable asset acquired and the liabilities assumed measured in accordance with this statement.” (SFAS 141R, § 34)

Da tale definizione emerge come l’avviamento sia considerato un’attività non identificabile (cioè non contrattuale nè separabile) data dalla differenza tra il *fair value* complessivo dell’impresa acquisita (compreso pertanto la valorizzazione a valori correnti della quota parte di patrimonio attribuibile agli azionisti di minoranza) ed il fair value delle attività nette totali della *target (full goodwill)*. Il goodwill, pertanto, non si compone soltanto della porzione relativa alla società acquisita ma comprende anche la quota parte relativa agli azionisti di minoranza. E’ interessante segnalare come, nella precedente versione (SFAS 141, § 43), il principio facesse riferimento esplicito al costo di acquisizione dell’entità definendo l’avviamento come la “*differenza tra il costo dell’azienda acquisita rispetto al valore degli importi assegnati alle singole attività acquisite espressi al netto delle passività assunte*”. Come nel caso dell’IFRS 3R, anche nello SFAS 141R, in materia di bilancio consolidato, si verifica uno spostamento dalla *Parent Company Theory* all’*Entity Theory*, in cui nel bilancio consolidato sono rappresentate tutte le attività e le passività delle imprese facenti parte dell’area di consolidamento e pertanto l’avviamento è iscritto al suo *full value* comprendente sia la quota di pertinenza della capogruppo sia quella degli azionisti di minoranza. Da un punto di vista operativo il FASB ha rilevato che l’avviamento è comunemente rappresentato da sei principali elementi, aventi natura economica. Di seguito se ne indica una rappresentazione (Tabella 3.4.1. *Componenti ricompresi nel concetto di avviamento secondo lo SFAS 141R*).

Tabella 3.4.1. Componenti ricompresi nel concetto di avviamento secondo lo SFAS 141



Fonte: Amaduzzi A., 2005.

Tali elementi sono meglio precisati di seguito:

- 1) la differenza tra *fair value* delle attività acquisite e passività acquisite ed il loro valore contabile, alla data di acquisizione.
- 2) il *fair value* degli *asset* non rilevati nel bilancio dell'azienda acquisita alla data di acquisizione. Tali *asset* rappresentano i cosiddetti intangibili che non sono rilevati o perché ne è difficile la misurazione contabile o perché l'acquirente ritiene che i costi necessari per la loro identificazione siano superiori ai benefici attesi.
- 3) il *fair value del going concern element* che rappresenta l'elemento cruciale per l'esistenza di un possibile avviamento; difatti, l'azienda in funzionamento potrebbe essere in grado di generare un rendimento mediamente superiore a quello ottenibile dalla gestione separata delle proprie attività e tale maggior valore, espresso da un determinato capitale economico, trova conferma sia nelle possibili sinergie ottenibili (operative e finanziarie) sia nelle possibili economie di scala e di economie nei costi di transazione (Coase, 1937).
- 4) il *fair value* delle sinergie attese deriva strettamente dal funzionamento dell'azienda oggetto dell'aggregazione. Difatti, esso rappresenta l'insieme dei benefici economici derivanti dallo svolgimento congiunto delle attività dell'acquirente e della acquisita.
- 5) la presenza eventuale di una sovra o sotto valutazione del corrispettivo dell'azienda acquisita.
- 6) la presenza di una eventuale sovra o sotto valutazione dovuta alla fase di contrattazione.

Il FASB ha precisato che, da un punto di vista concettuale, le componenti 1) e 2) non dovrebbero essere considerate parti componenti l'avviamento. Difatti la prima rappresenta un plusvalore di beni comunque già presenti nella contabilità dell'acquisita e pertanto, riferendosi alla sola impresa *target*, non dovrebbe concorrere alla determinazione del goodwill. Anche la componente 2) concettualmente non dovrebbe far parte del *goodwill* in quanto rappresenta la valorizzazione di elementi non identificati nel bilancio della acquisita.

Anche la componente 5) e 6) non possono far parte dell'avviamento in quanto la prima non è un'attività o parte di essa in quanto è generata da un errore di misurazione mentre la seconda è rappresentata da una perdita (se vi è sovra pagamento) o utile (se vi è sotto pagamento) della società acquirente.

Le componenti 3) e 4) invece rappresentano il cosiddetto *core goodwill*, cioè quell'avviamento che è generato internamente all'azienda acquisita o già contabilizzato per effetto di precedenti operazioni di aggregazione aziendale. La componente 3) è riferita al funzionamento dell'azienda acquisita ed è pertanto rappresentato dalla differenza tra il maggior valore attribuito all'azienda ed il *fair value* delle attività acquisite (al netto delle passività assunte). La componente 4) invece si riferisce ad entrambe le aziende facenti parte dell'operazione di aggregazione aziendale ed è

rappresentato dal valore complessivo dell'operazione, comprensivo delle sinergie attese dalla gestione congiunta delle attività.

Da un punto di vista più contabile le componenti del valore dell'avviamento, come appena precisate, possono essere indagate con riferimento a tre principali aspetti, qui di seguito indicati (Tabella 3.4.2. *Composizione del concetto di avviamento in ottica contabile*).

Tabella 3.4.2. Composizione del concetto di avviamento in ottica contabile

Aspetto di riferimento	descrizione
La natura dell'avviamento rispetto agli elementi che costituiscono il patrimonio aziendale.	Asset a "vita utile indefinita" il cui valore rappresenta un pagamento anticipato dall'acquirente rispetto a benefici futuri attesi, derivanti da attività che non sono identificabili individualmente e separabile in modo autonomo.
La modalità tecnica di determinazione del suo valore.	Stima indiretta di tipo residuale e nell'ottica dell'acquirente/investitore. L'avviamento esprime l'eccedenza del costo dell'aggregazione aziendale rispetto alla quota di interessenza dell'acquirente nel fair value netto delle attività, passività acquisite e passività potenziali identificabili.
Il trattamento contabile negli esercizi successivi la prima iscrizione.	Impairment a cadenza annuale (anche inferiore ove ne siano le condizioni)

Fonte: Migliori S., 2007.

3.4.3. Acquisition method

Come abbiamo già avuto modo di osservare, il FASB ha concluso la seconda fase del progetto di armonizzazione e convergenza delle operazioni di aggregazione aziendale con l'introduzione dello SFAS 141 *Revised* e dello SFAS 160 – *Noncontrolling Interest in Consolidated Financial Statements*, applicato per tutte le aggregazioni aziendali successive al 15 dicembre 2008. Come accade per i principi contabili internazionali IAS/IFRS, l'unico metodo utilizzabile per la contabilizzazione delle business combination è rappresentato dall'*acquisition method*.

Il principio contabile prevede, da un punto di vista operativo, le diverse fasi attraverso le quali le entità possono concretamente applicare il modello di contabilizzazione: **a)** identificazione del soggetto acquirente; **b)** determinazione della data di acquisizione (data di trasferimento del controllo); **c)** individuazione e misurazione delle attività acquisite, delle passività e delle passività potenzialmente assunte, rilevando altresì qualsiasi partecipazione di minoranza nell'acquisita; **d)** determinazione e misurazione iniziale dell'avviamento.

a) identificazione del soggetto acquirente

Lo SFAS 141R impone che in ciascuna *business combination* venga identificato un acquirente, definibile come colui che ottiene il controllo dell'entità oggetto dell'aggregazione. A tal proposito:

“The acquiror is the entity that obtains control of the acquiree. However, in a business combination in which a variable entity is acquired, the primary beneficiary of that entity always is the acquiror.” (SFAS 141R, § 3 b))

In tale definizioni non emerge solamente una forma di controllo di diritto, legato alla maggioranza dei voti ma anche l'identificazione del soggetto acquirente in presenza di una impresa target VIE (*variable interest entity*). Difatti, con specifico riferimento al primo punto, il principio precisa che:

*“The usual condition for a **controlling financial interest** is ownership of a majority voting interest, and, therefore, as a general rule ownership by one company, directly or indirectly, of over fifty percent of the outstanding voting shares of another company is a condition pointing toward consolidation.”* (ARB 151, § 2)

Con riferimento, invece, al secondo punto il principio prevede che la società che effettua l'acquisto sia identificabile come società acquirente anche nel caso in cui non si abbia la maggioranza dei voti, ma siano presenti condizioni che le consentano di prendere decisioni strategiche e finanziarie sull'entità. Il concetto di *variable interest entity* (anche VIE) viene trattato nel FASB Interpretation N. 46 – *Consolidation of variable interest entities*, nel quale emerge come sia possibile per un'impresa acquisire il titolo di acquirente anche in mancanza della maggioranza di voti ma in presenza di condizioni commerciali o finanziarie che le consentono di potere controllare l'impresa acquisita.

Il principio comprende, altresì, l'indicazione di una ulteriore serie di circostanze nelle quali vi è la presunzione semplice che la società che acquista possa essere definita “acquirente”. A tal proposito:

“The acquiror usually is the combining entity whose owners as a group retain or receive the largest portion of the voting rights in the combined entity. In determining which group of owners retains or receives the largest portion of the voting rights, an entity shall consider the existence of any unusual or special voting arrangements and options, warrants, or convertible securities.” (SFAS 141R, § A12 (a))

La presunzione è legata alla presenza della maggioranza di voti a seguito della aggregazione tra le due entità.

“*The acquiror usually is the combining entity whose single owner or organized group of owners holds the largest minority voting interest in the combined entity.*” (SFAS 141R, § A12 (b))

La presunzione è legata alla presenza di una partecipazione di minoranza ma superiore a qualsiasi altra impresa, che non detenga una significativa quota di partecipazione.

“*The acquiror usually is the combining entity whose owners have the ability to elect or appoint or to remove a majority of the members of the governing body of the combined entity.*” (SFAS 141R, § A12 (c))

La presunzione è legata alla capacità di formare la *governance* dell'impresa a seguito della aggregazione, con la capacità di eleggere la maggioranza dei consiglieri di amministrazione.

“*The acquiror usually is the combining entity whose former management dominates the management of the combined entity.*” (SFAS 141R, § A12 (d))

La presunzione è legata alla presenza nella impresa acquirenda dei medesimi manager presenti nell'impresa risultante dalla aggregazione.

“*The acquiror usually is the combining entity that pays a premium over the precombination fair value of the equity interest of the other combining entity or entities.*” (SFAS 141R, § A12 (e)).

La presunzione è legata alla presenza di un premio di acquisizione pagato dall'acquirente rispetto alla valorizzazione al *fair value* della partecipazione dell'acquisita.

In tutti questi casi si può affermare che lo SFAS 141R ribadisce la prevalenza della sostanza economica dell'aggregazione piuttosto che della forma giuridica: il soggetto acquirente è anche colui che ottiene il sostanziale controllo dell'oggetto di scambio, che potrebbe non coincidere con il soggetto acquirente da un punto di vista formale.

b) determinazione della data di acquisizione

Il principio contabile SFAS 141R prevede, dopo l'identificazione del soggetto acquirente, la determinazione del costo dell'aggregazione e della cosiddetta *acquisition date*. Il principio prevede che:

“*The acquiror shall identify the acquisition date, which is the date on which it obtains control of the acquire.*” (SFAS 141R, § 10).

Dalla definizione emerge che l'elemento su cui si basa la determinazione della data di acquisizione è strettamente legato alla data di trasferimento del controllo. Il controllo è generalmente ottenuto alla data nella quale l'acquirente trasferisce legalmente l'azienda o ramo d'azienda al compratore, il quale ne acquisisce le attività trasferite e ne assume le passività (c.d. *closing date*). Vi sono alcuni casi nei quali è necessario avere ulteriori informazioni per potere comprendere correttamente quale sia l'effettiva data di trasferimento del controllo; più in particolare, da un lato nel caso in cui sia prevista una esplicita approvazione da parte degli azionisti (della acquirente e/o della acquisita) si presume che il controllo sia trasferito quando tale condizione è soddisfatta (*regulatory or shareholder approval*) e dall'altro in presenza di possibili patti parasociale nei quali in controllo sia posticipato rispetto alla data effettiva di trasferimento delle attività e passività oggetto dell'aggregazione (*acquisition date different from the closing date*). E' utile ricordare che il precedente SFAS 141 prevedeva la possibilità, in presenza di certe circostanze, che la data di acquisizione fosse spostata alla fine del mese nel quale la *business combination* era iniziata (*convenience date*); tale eccezione è stata eliminata dalla nuova versione del principio contabile

c) individuazione e misurazione delle attività acquisite, delle passività e delle passività potenzialmente assunte, rilevando altresì qualsiasi partecipazione di minoranza nell'acquisita

Alla data di acquisizione dell'operazione di aggregazione aziendale, il principio stabilisce che l'acquirente debba riconoscere, in modo separato dal *goodwill*, le attività trasferite, le passività assunte ed ogni altra partecipazione di minoranza della società acquisita (individuazione) al loro *fair value* (misurazione).

Tale definizione richiede che le attività e le passività trasferite, alla data di acquisizione, siano coerenti con la definizione prevista dal FASB Concept Statement N. 6 - *Classification of Short-Term Obligations Expected to Be Refinanced—an amendment of ARB No. 43*, che prevede quanto segue:

“*Assets are probable future economic benefits obtained or controlled by a particular entity as a result of past transactions or events.*” (Concepts Statement N. 6, § 25)

“*Liabilities are probable future sacrifices of economic benefits arising from present obligations of a particular entity to transfer asset or provide services to other entities in the future as a result of past transactions or events.*”
(Concepts Statement N. 6, § 35)

In tali definizioni risulta determinate capire che cosa si intende per “probable”; viene precisato che l’avverbio ha un significato generale e non è direttamente riferibile ad alcun connotato contabile (a differenza della medesima definizione contenuta nel FASB Statement N. 5 – *Accounting for Contingencies*). Pertanto, ci si riferisce alla probabilità del manifestarsi di un evento (non certo e non provato relativo a benefici od oneri futuri economici) sulla base delle informazioni ed evidenze a disposizione.

Una volta definite tutte le attività e passività, comprese quelle relative alla quota parte della minoranza il principio base di valorizzazione è rappresentato dal *fair value*. Vi sono però alcune eccezioni per le quali non è espressamente prevista l’individuazione e/o misurazione degli elementi patrimoniali secondo quanto previsto dallo SFAS 141R. Di seguito se ne indica un dettaglio (Tabella 3.4.3. *Eccezioni in merito alla individuazione e/o misurazione degli elementi patrimoniali ai sensi dello SFAS 141R*).

Tabella 3.4.3. Eccezioni in merito alla individuazione e/o misurazione degli elementi patrimoniali ai sensi dello SFAS 141R

Eccezione	Oggetto e riferimento normativo
Individuazione	Attività e passività potenziali (<i>Contingencies</i>) (FASB Statement N. 105)
Misurazione	Attività detenute per la vendita (FASB Statement N. 144) Pagamenti basati su azioni (FASB Statement N. 123) Azioni proprie (SFAS 141R, § 61)
Individuazione/ Misurazione	Imposte (FASB Statement N. 109) Benefici ai dipendenti FASB Statement N. 12, 43, 87, 88, 106, 112, 146, 158) Risarcimenti (SFAS 141R, § 29-30)
Classificazione	Leasing senza lo scopo previsto dallo Statement N. 13 Contratti senza lo scopo previsto dallo Statement N. 60

Fonte: SFAS 141R, rielaborazione propria.

d) determinazione e misurazione iniziale dell'avviamento

Al fine di capire le modalità di iscrizione contabile dell'avviamento e delle altre immobilizzazioni immateriale è necessario comprendere che tutti gli elementi patrimoniali intangibili che sono oggetto di una operazione di *business combination* devono essere suddivisi in *intangibili specifici*, che sono separatamente contabilizzati dall'avviamento ed in *intangibili generici* che, in generale salvo esclusioni specifiche, sono ricompresi nella voce del *goodwill*.

Gli intangibili specifici possono essere separatamente contabilizzati nei bilanci di esercizio soltanto se sono attività aziendali autonomamente iscrivibili in bilancio cioè soddisfano “la probabilità di ottenere benefici futuri ottenuti o controllati da una particolare azienda come risultato di transazioni o eventi passati” (FASB *Concept Statement* n. 6, § 25). Ciò significa che per potere considerare un investimento quale attività detenuta dalla società è necessario soddisfare tre requisiti (FASB *Concept Statement* n. 6, § 26):

- a) l'investimento deve essere correlato ad un beneficio economico futuro nel senso di potere contribuire direttamente o indirettamente alla generazione di flussi di cassa in entrata;
- b) la possibilità di attribuire il beneficio economico ad una determinata entità che lo controlla;
- c) la presenza di transazioni o di altri eventi passati che hanno dato titolo all'entità di controllare tale beneficio economico.

Con riferimento alla definizione di attività, il principio contabile in concerto con quanto già stabilito dallo FASB *Statement* N. 6, introduce due condizioni che, se soddisfatte, consentono di iscrivere un intangibile in maniera distinta dal *goodwill*. A tal proposito un intangibile, definito come una risorsa economica (anche attività aziendale non finanziaria) priva di sostanza fisica, ha titolo per essere autonomamente contabilizzato rispetto al *goodwill* se soddisfa alternativamente uno dei seguenti criteri (SFAS 141R, § 3):

- il controllo sui futuri benefici economici deriva da un diritto contrattuale o legale, indipendentemente se tali diritti siano autonomamente trasferibili o separabili dall'entità acquisita o da altri diritti o obbligazioni (*contractual or other legal rights criteria*).
- l'attività immateriale è separabile cioè se, indipendentemente dall'intenzione dell'entità, sia possibile cederla, trasferirla, darla in licenza, in affitto o in scambio (*separable criteria*). Tale criterio della separabilità è soddisfatto anche se l'intangibile non è individualmente separabile ma lo è congiuntamente ad altri contratti, attività o passività correlate.

E' interessante osservare che la presenza di almeno uno dei criteri sopra elencati per attribuire ad un *asset* la qualifica di intangibile riguarda soltanto la rilevazione delle

attività immateriali a seguito di una operazione di aggregazione; difatti, nel caso di attività immateriali acquistate da terze economie o generate internamente è necessario soddisfare i requisiti fondamentali per essere un *asset* (*probable future benefit, control, the transaction or other event giving rise to the entity's right to or control of the benefit has already occurred*) ed i quattro fondamentali criteri che formano il *recognition criteria* (*definition, measurability, relevance, reliability*).

Contrariamente, invece, i principi IAS/IFRS richiedono la presenza del criterio della identificabilità (definita in termini di separabilità e di controllo) per la rilevazione di qualsiasi *asset* intangibile, indipendentemente dalle modalità da cui traggono origine (acquisto da terze economie o derivanti da operazioni di aggregazione). Pertanto, le attività che soddisfano tali requisiti possono essere iscritte in bilancio in modo separato dal *goodwill*; in alternativa, viene richiesta la collocazione nella voce residuale dell'avviamento, che comunque secondo l'orientamento del FASB è configurabile come un'attività in quanto:

- a) pur non possedendo direttamente la capacità di generare flussi di cassa non è scambiabile autonomamente sul mercato ma congiuntamente ad altre attività, ne consente la generazione di flussi.
- b) la sua capacità di generare benefici economici trova riscontro nel maggior valore attribuito ad un'azienda rispetto alla somma dei *fair value* delle singole attività nette.
- c) pur mancando uno specifico prezzo di mercato non è possibile affermare che esso non risulti correlato ai benefici economici futuri.

Lo SFAS 141R fornisce un elenco di intangibili cosiddetti “identificabili” che soddisfano i criteri per potere essere individuati e contabilizzati separatamente dal *goodwill*. Il principio suddivide due principali categorie di intangibili: quelli che derivano da diritti contrattuali o legali (contrassegnati con il simbolo #), quelli che soddisfano il criterio della separabilità (contrassegnati con il simbolo *). Di seguito se ne indica un dettaglio (Tabella 3.4.4. *Gli intangibili specifici ai sensi dello SFAS 141R*).

Tabella 3.4.4. *Gli intangibili specifici ai sensi dello SFAS 141R*

critero contrattuale/legale (#)	Criterio di separabilità (*)
legati al marketing	
Marchi commerciali di prodotto Marchi commerciali di servizi, marchi collettivi, di certificazione di prodotti Imballaggio commerciale Testate editoriali Domini Internet Accordi di non concorrenza	
legati alla clientela	
Ordini inevasi di produzione o di vendita Contratti con i clienti e correlate relazioni con la clientela	Elenco clienti Relazioni con la clientela di tipo non contrattuale
legati alle opere di ingegno	
Lavori teatrali, opere, balletti Libri, riviste, quotidiani, opere letterarie Lavori musicali Immagini e fotografia Materiale audio-visivo	
legati a contratti	
Accordi di licenze, royalties e di moratoria Contratti pubblicitari, di costruzione, di gestione di servizio o di fornitura Contratti di affitto Permessi di costruzione Contratti di franchising Diritti di uso Contratti di servizio e di lavoro Forza Lavoro (<u>esclusione</u>)	
legati a conoscenze tecnologiche	
Brevetti Software Segreti commerciali (processi, formule, miscele, ecc.) Ricerca e sviluppo (<u>esclusione</u>)	Tecnologia non brevettata Database

Fonte: Amaduzzi A., 2005, revised.

Partendo dalla individuazione di alcuni esempi di intangibili specifici, il FASB ha previsto delle specifiche esclusioni, determinabili in sede di *business combination*, che non possono assumere la qualifica di “specificità”. Si fa riferimento, più precisamente, alla forza lavoro ed alla ricerca e sviluppo. La forza lavoro rientra nel più ampio concetto di capitale intellettuale che non ha ancora una valorizzazione univoca e condivisa dalla dottrina aziendale. Per l’insufficienza di metodologie chiare e verificabili la sua quantificazione non sarebbe attendibile. La ricerca e sviluppo, invece, fa riferimento a tematiche specifiche da azienda ad azienda, non direttamente correlate alle modalità di contabilizzazione delle *business combination*. Viene, pertanto rimandato il problema allo SFAS 2 - *Accounting for research and development costs*.

Dopo avere illustrato le diverse caratteristiche per potere individuare i da un lato i possibili intangibili specifici e dall’altro il valore dell’avviamento, come espressione anche di quella parte di intangibili non direttamente imputabile autonomamente nel bilancio d’esercizio è opportuno soffermarsi sulle modalità di contabilizzazione iniziale in presenza di operazioni di aggregazione aziendale. La misurazione degli intangibili specifici deve avvenire sulla base del loro *fair value* alla data di acquisizione della *business combination*. Per *fair value* si intende “*quell’ammontare al quale un determinato bene potrebbe essere comprato o venduto in una transazione tra parti disponibili, non pertanto in una situazione di vendita forzata o di liquidazione*”. Stesso criterio viene utilizzato per l’avviamento definibile come un intangibile, dato dalla differenza tra il costo dell’entità acquisita e l’ammontare delle attività e delle passività assunte (SFAS 141R, § 34). Come si vedrà in maniera più approfondita di seguito, l’avviamento, al fine di migliorare l’informativa di bilancio, deve essere allocato sia in fase iniziale di contabilizzazione sia successivamente alle singole *reporting unit*.

3.5. SFAS 142: iscrizione successiva del goodwill nelle business combination

3.5.1. Identificazione delle *reporting unit*

Come avviene, in modo simile, nei principi IAS/IFRS, anche nei principi contabili statunitensi la valorizzazione e la prima iscrizione dell’avviamento a seguito di una aggregazione è disciplinata separatamente dalle valorizzazioni in esercizi successivi. A tal proposito il principio contabile SFAS 142 – *Goodwill and Other Intangible Assets* disciplina le modalità di identificazione e contabilizzazione degli intangibili acquisti congiuntamente o singolarmente e la loro successiva modalità di trattamento contabile in bilancio, compreso il valore dell’eventuale avviamento generato. A tale riguardo è opportuno suddividere la trattazione in due parti: quella relativa al trattamento contabile degli intangibili specifici e quella relativa al trattamento dell’avviamento. Di seguito si indicano alcune considerazioni a riguardo.

a) trattamento contabile successivo alla prima iscrizione degli intangibili specifici

Il trattamento contabile degli intangibili specifici è strettamente legato alla determinazione della cosiddetta “vita utile residua” cioè quel periodo nel quale ci si

attende che un'attività contribuisca direttamente o indirettamente alla generazione dei flussi di cassa. La distinzione è di fondamentale importanza in quanto il fatto di avere vita utile finita o vita utile indefinita comporta una modalità una partecipazione differente a conto economico: nel primo caso, infatti, sarà oggetto di ammortamento mentre nel secondo caso sarà assoggettato ad *impairment test* su base annuale. Essendo la scelta alquanto discrezionale da parte del *management* aziendale il principio SFAS 142 prevede che un intangibile possa avere vita indefinita – e pertanto sottoposto ad *impairment test* – soltanto se non sussistono previsioni legali, normative, contrattuali, competitive o di altra natura in grado di limitare la sua vita economica. Pertanto, il *management* aziendale, prima di ritenere che un intangibile abbia vita utile indefinita, deve verificare che non siano presenti i seguenti fattori (Amaduzzi, 2005):

- ☑ la previsione legale, normativa o contrattuale che limiti la vita utile dell'intangibile.
- ☑ la previsione legale, normativa o contrattuale che limiti il rinnovo o l'estensione temporale del bene senza il sostenimento di costi significativi. In tal caso il confronto va effettuato tra il costo del rinnovo ed il fair value alla data di acquisizione iniziale dello stesso: se il primo termine è maggiore, il futuro costo atteso è significativo.
- ☑ la presenza di obsolescenza della domanda o di altri fattori economici (stabilità del settore, modifiche alle disposizioni normative, cambiamenti del contesto competitivo, ecc).
- ☑ l'uso atteso del bene da parte dell'impresa.
- ☑ l'ammontare delle spese di manutenzione per l'utilizzo del bene e per ottenere benefici economici futuri.

Tutti questi fattori, difatti, portano a presumere che l'intangibile abbia una vita utile finita e pertanto debba contabilmente essere sottoposto all'ammortamento sistematico.

b) trattamento contabile successivo alla prima dell'avviamento e degli intangibili generici

Come è già stato anticipato l'avviamento, essendo un intangibile non specifico, deve essere sottoposto ad *impairment test* annuale al fine di verificarne il valore. A tal proposito il principio precisa quanto segue:

*“Goodwill is defined as an asset representing the future economic benefits arising from other assets acquired in a business combination that are individually **identified** and separately **recognized**.”* (SFAS 142, Appendix F)

“Goodwill shall not be amortized. Goodwill shall be tested for impairment at a level of reporting referred to as a reporting unit.” (SFAS 142, § 25)

Da tali definizioni emergono due considerazioni meritevoli di nota. Nella prima definizione si comprende come tale valore sia legato da un lato alla presenza di benefici

futuri e dall'altro alla presenza di una operazione di aggregazione aziendale. Con riguardo a questo secondo punto, infatti, il valore dell'avviamento può emergere solo in presenza di operazioni di *business combination* in quanto è determinato, in un'ottica economica, dalla componente *going concern* dell'azienda acquisita e/o dalle sinergie attese dalla aggregazione della acquirente e della *target*. Nella seconda definizione, riferita alla contabilizzazione dell'avviamento, invece, emerge come esso sia legato alle cosiddette *reporting unit*, che rappresentano l'elemento chiave su cui effettuare la verifica successiva del valore. A tale riguardo una società che ha iscritto un valore di avviamento nel proprio bilancio a seguito di una operazione di *business combination* al fine di testarne il valore annualmente dovrà identificare le *reporting unit*, sulla base delle quali sono state imputate delle attività e delle passività e che beneficeranno delle sinergie attese ottenibili dall'operazione di aggregazione aziendale attuata.

In particolare l'avviamento è un'attività immateriale che, per presunzione, ha vita utile indefinita. Tale condizione impone al *management* di effettuare annualmente una verifica di valore (*impairment test*) su base annuale. Tale verifica di valore deve essere effettuata al livello di ciascuna *reporting unit* a cui l'avviamento, o parte di esso, è stato allocato. A tal proposito:

“*Goodwill of a reporting unit shall be tested for impairment on an annual basis and between annual tests in certain circumstances. The annual goodwill impairment test may be performed any time during the fiscal year provided the test is performed at the same every year. Different reporting unit may be tested for impairment at different times.*” (SFAS 142, § 26)

La verifica di valore sull'avviamento viene effettuata nell'ottica del *full goodwill approach* (come peraltro previsto anche dall'IFRS 3R) nel senso che il valore su cui viene effettuato il test è comprensivo sia della quota parte attribuita alla maggioranza sia della quota parte attribuita alla partecipazione di minoranza.

Il concetto di *reporting unit* merita alcune osservazioni. Lo SFAS 141R e 142 definiscono la *reporting unit* come un segmento operativo -operating segment- o un livello inferiore (definito componente o *business unit*). La *reporting unit* è definibile come quella parte dell'impresa che costituisce un componente di un segmento operativo o eventualmente può coincidere con tale segmento. A tal proposito il principio prevede che:

“*A reporting unit is an operating segment or one level below an operating segment (referred to as a component). A component of an operating segment is a reporting unit if the component constitutes a business for which discrete financial information is available and segment management regularly reviews the operating results of that component. However, two or more components of an operating segment shall be aggregated and deemed a single reporting unit if the components have similar economic characteristics. An operating segment shall be deemed to be a reporting unit if*

all of its components are similar, if none of its components is a reporting unit, or if it comprises only a single component. The relevant provisions of Statement 131 and related interpretive literature shall be used to determine the reporting unit of an entity.” (SFAS 142, § 30)

Si rimanda in maniera esplicita allo Statement n. 131 per la determinazione delle *reporting unit* di una determinata impresa. Tale principio disciplina i contenuti dell’informativa contabile per le società quotate che operano in più segmenti di mercato. I segmenti operativi sono definiti come “parti componenti” l’impresa che: a) riguardano lo svolgimento di una attività che genera ricavi di esercizio e per la quale sono sostenuti costi; b) i cui risultati economici operativi (margine operativo lordo o netto legati all’attività caratteristica) sono assoggettati ad una verifica periodica da parte di un responsabile aziendale; c) per le quali sono a disposizione informazioni patrimoniali intese come l’individuazione dei mezzi e risorse necessarie allo svolgimento dell’attività.

In base a quanto stabilito dal principio FAS 142 una componente di un segmento operativo (una *business unit*, cioè una componente di grado inferiore rispetto al segmento operativo) può essere identificata *reporting unit* ai fini dell’impairment test se la componente soddisfa tutti i seguenti criteri (Proposed FASB Staff Announcement, EITF, november 15, 2001):

a) soddisfa la definizione di business nel senso che deve essere composta da una serie di attività trasferibili, con input e processi necessari a continuare l’attività anche dopo il trasferimento in maniera separata dall’impresa (EITF Issue No. 98-3). La presenza soltanto di costi e di ricavi non consente direttamente di attribuire la qualifica di *business*; infatti, una linea di prodotto è senza dubbio più una parte componente il *business* piuttosto che *business* essa stessa.

b) si dispone di informazioni di natura economiche, finanziarie e patrimoniali. Sulla quantità minima di informazioni necessarie, il principio non ne entra in merito nel senso che non è richiesto un bilancio di esercizio e viene demandato alla discrezionale scelta dell’impresa la ripartizione alle *reporting unit* delle attività e passività al fine di procedere con la verifica di valore dell’avviamento (Statement FAS 131, § 10)

c) è monitorata periodicamente da un responsabile aziendale, cioè colui che prende le decisioni o un suo collaboratore. La sua attività è quella di monitorare costantemente le attività operative, i risultati finanziari, le previsioni effettuate relativamente al segmento operativo. L’approccio di determinazione delle *reporting unit* nello Statement 142 è molto simile alla determinazione degli *operating segments* prevista dallo Statement 131 anche se mentre lo SFAS 142 pone attenzione su come i segmenti operativi sono monitorati e gestiti, lo SFAS 131 pone maggiore attenzione a come è gestita l’impresa nel suo complesso (come insieme di segmenti operativi).

d) possiede caratteristiche economiche differenti rispetto a quelle possedute da altre componenti del segmento operativo. Difatti diverse componenti di un determinato segmento operativo possono formare una *reporting unit* se i componenti hanno caratteristiche economiche simili (Statement 131, § 17). Per comprendere se è possibile

aggregare più componenti in una determinata *reporting unit* si potrebbero tenere conto alcuni fattori di seguito indicati: a) il modo in cui l'impresa gestisce i propri *business* e la natura delle loro operazioni; b) se l'eventuale *goodwill* è rinvenibile in due o più componenti di un *business* oppure da separate operazione della medesima componente; c) se le eventuali componenti beneficiano di una comune attività di ricerca e di sviluppo.

3.5.2. Allocazione dell'avviamento alle reporting unit

Per potere procedere al effettuare la verifica sul valore dell'avviamento il principio prevede che le attività e le passività assunte (incluso l'avviamento) siano imputate alle reporting unit alla *data di acquisizione* se sono soddisfatti entrambi i criteri:

a) l'attività sarà effettivamente utilizzata e le passività saranno funzionali alle operazioni svolte dalla *reporting unit*.

b) le attività e le passività verranno considerate nella determinazione del fair value delle *reporting unit*.

Il principio richiede, pertanto, che siano allocate quelle attività e passività realmente funzionali allo svolgimento dell'attività (in termini di concorso alla formazione dei flussi di cassa) e che siano considerate nella determinazione del *fair value* di tale *unit*. Eventuali attività e passività non attribuibili alle singole *reporting unit* non possono costituirne una autonoma e, pertanto, ad esse non potrà successivamente essere imputato alcun avviamento.

Una volta stabilite le *reporting unit* per le quali l'impresa si attende beneficeranno delle sinergie potenziali rinvenibili dall'operazione di aggregazione aziendale, l'avviamento andrà attribuito alle singole unità, nella constatazione che secondo lo SFAS 142 non è più una attività riferibile all'impresa ma è un'attività attribuibile alle singole reporting unit. A tal proposito il principio prevede che:

“*For the purpose of testing goodwill for impairment, all goodwill acquired in a business combination shall be assigned to one or more reporting unit as of the acquisition date. Goodwill shall be assigned to reporting unit of the acquiring entity that are expected to benefit from the synergies of the combination even though other asset or liabilities of the acquired entity may not be assigned to that reporting unit. The total amount of acquired goodwill may be divided among a number of reporting unit. The methodology used to determine the amount of goodwill to assign to a reporting unit shall be reasonable and supportable and shall be applied in a consistent manner.*” (SFAS 142, § 34)

Il processo di attribuzione dell'avviamento prevede che venga seguita la medesima metodologia utilizzata nel caso delle *business combination*. La società acquirente dovrà determinare il *fair value* di quanto ha acquisito mediante l'aggregazione aziendale ed il *fair value* delle singole attività e passività assegnate alle singole reporting unit. Se il prezzo di acquisto (sostituito dal *fair value* della reporting unit) è superiore all'ammontare attribuito alle attività (espresse al netto delle passività assunte) la differenza è da attribuire all'avviamento. Nel caso, però, in cui l'avviamento è attribuito

ad una reporting unit a cui non sono assegnate alcuna attività o passività acquisita, il suo ammontare è determinato mediante un approccio differenziale (*with-or-without computation*) nel senso che l'eventuale *goodwill* è determinato come differenza tra il *fair value* attribuito alla reporting unit prima dell'acquisizione ed il *fair value* attribuito alla medesima unità dopo l'aggregazione stessa.

Permangono comunque alcuni aspetti critici che riguardano l'attribuzione delle imposte correnti, differite attive e differite passive alle *reporting unit*, la modalità di allocazione dell'indebitamento contratto a livello di gruppo aziendale utilizzato per finanziare le controllate e per l'acquisizione delle stesse.

3.5.3. Impairment test dell'avviamento

Il processo di verifica del valore dell'avviamento si suddivide in 2 fasi principali. In particolare:

- ☑ nella prima fase viene confrontato il *fair value* delle *reporting unit* con il valore contabile (comprensivo dell'avviamento) della medesima.
- ☑ in presenza di un valore contabile maggiore del *fair value*, nella seconda fase, si confronta il valore contabile e il *fair value implicito*. Tale valutazione è effettuata determinando il *fair value* delle singole componenti (attività assunte al netto delle passività) della *reporting unit*, come se fosse acquisita in un'operazione di aggregazione. Se il valore contabile è maggiore del *fair value implicito*, si procede, per la differenza, ad una riduzione di valore.

Impairment test: prima fase

Nella prima fase del processo il focus viene posto sulla determinazione del *fair value* della reporting unit⁴⁷. Tale valore, come già precisato, è quel valore al quale la *unit* potrebbe essere scambiata tra parti disponibili e consapevoli (non in operazioni forzate o di asimmetria informativa). Nell'iniziale ricognizione dell'aggregazione le attività e le passività devono essere valorizzate in base a quanto disposto dal principio contabile (FAS 141, § 37). Pertanto, gli eventuali intangibili generati internamente non possono essere capitalizzati se non sono identificati, se hanno vista utile indefinita e se sono inseparabili dal *business* oggetto dell'aggregazione (FAS 141, § 39). Gli intangibili identificabili sono capitalizzabili al loro *fair value* (FAS 142, § 9), mentre quelli non identificabili saranno riconosciuti come parte integrante del *goodwill* (FAS 141, § 43).

Durante la prima fase è opportuno considerare alcune problematiche che potrebbero verificarsi:

⁴⁷ In presenza di prezzi di mercato la valutazione diventa sufficientemente semplice. In mancanza, sarà necessario basarsi sulle migliori informazioni disponibili adottando altre metodologie di valutazione. Nella definizione di eventuali ipotesi (assumption) per la stima dei flussi di cassa futuri è necessario che venga considerata la coerenza con l'obiettivo di misurare il *fair value*.

1) la mancata coincidenza tra il fair value di una reporting unit e la sua valorizzazione (mediante azioni) sui mercati regolamentati: tale situazione potrebbe sorgere in presenza di una reporting unit quotata sui mercati finanziari. Difatti, in tale caso, è necessario confrontarsi con la valorizzazione implicita di azioni che rappresentano titoli di proprietà sull'azienda, ripartita in più *reporting unit*. E' possibile che la valorizzazione indiretta delle azioni relative a quella *reporting unit* non coincida esattamente con il *fair value* attribuito all'azienda nel senso che potrebbero esserci premi di controllo cioè maggior valori che un potenziale acquirente ritiene di poter pagare per ottenere significative sinergie dal controllo della *reporting unit*.

2) la rettifica di valore delle singole attività: nella determinazione del valore contabile delle attività vi deve essere, in via preventiva, la verifica che non vi siano eventuali perdite di valore loro attribuibili; è, infatti, possibile che vi siano perdite di valore nella valorizzazione contabile delle singole unità e passività che concorrono alla formazione della *reporting unit*. Pertanto, il valore contabile da confrontare nella prima fase del processo di verifica è rappresentato dal valore netto rettificato di eventuali perdite di valore da attribuire ai singoli elementi componenti la *reporting unit*.

Nella prima fase di verifica se il fair value è superiore al suo valore contabile, non si deve procedere ad alcuna altra verifica nel senso che il valore contabile è confermato. In alternativa, se il valore contabile è maggiore del *fair value* potrebbe esserci una perdita di valore.

E' però opportuno, infine, osservare che (Amaduzzi, 2005):

1) in presenza di una *reporting unit* quotata che rifletta il valore di eventuali intangibili iscritti a bilancio (a differenza di una non quotata) l'applicazione del principio SFAS 142 ha l'effetto di capitalizzare il valore degli intangibili internamente generati.

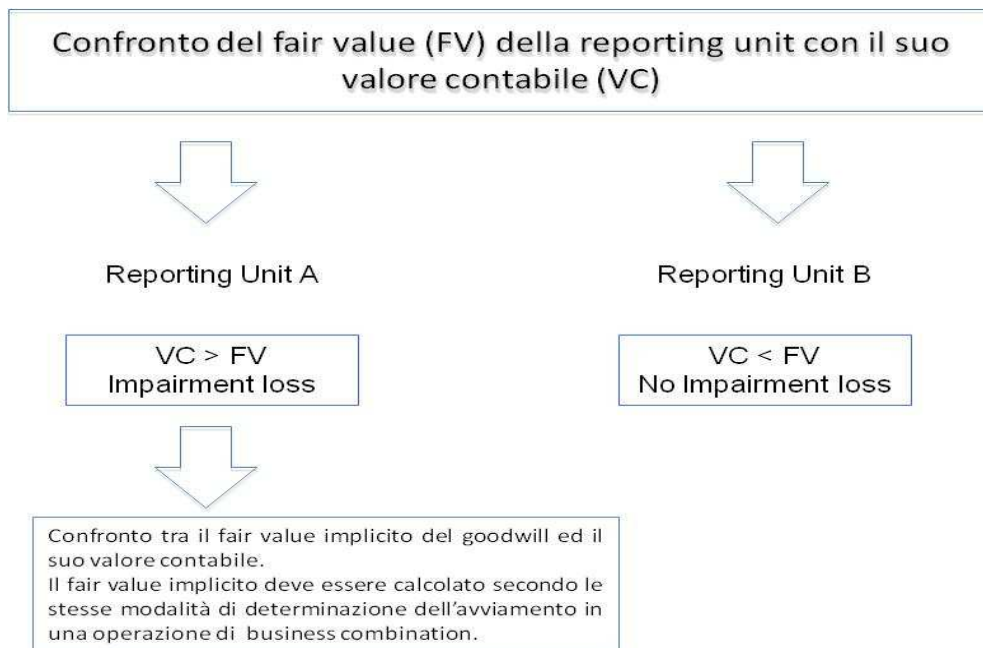
2) in presenza di prezzi di mercato il fair value può trovare un valore di paragone nella capitalizzazione media di mercato in un sufficiente arco temporale; ovviamente, come già evidenziato, i due valori (capitalizzazione media e *fair value* della *reporting unit*) potrebbero non coincidere. Il valore della capitalizzazione potrebbe essere più ampio in presenza di eventuali intangibili non iscritti a bilancio che vengono indirettamente valorizzati attraverso le quotazioni di mercato; viceversa, il *fair value* potrebbe essere maggiore del valore di mercato nel caso in cui includa fattori quali i "premi di controllo".

Impairment test: fase seconda

La seconda fase del processo di verifica del valore dell'avviamento prevede, come già enunciato, il confronto tra il suo valore contabile e il suo *fair value* implicito, che è rappresentato dalla differenza tra il fair value della *reporting unit* ed il *fair value* delle attività nette identificabili. In particolare, si attua un processo di allocazione di un prezzo di acquisto nel senso di allocare il *fair value* della *reporting unit* alle singole attività e passività ricomprese nella *reporting unit* come se fosse acquisita in un'operazione di *business combination*. Nel procedimento di allocazione non era specificato se il *fair value* andasse imputato solo ai beni materiali/ beni intangibili iscritti a bilancio oppure anche agli eventuali intangibili non iscritti. Nella nuova formulazione

dello SFAS 142 viene precisato che debbano essere inclusi anche gli intangibili non iscritti a bilancio, per tenere conto di quei beni che la *reporting unit* potrebbe generare nei periodi successivi la data di acquisizione originaria (brevetti, marchi, fidelizzazione della clientela, ecc.). La seconda fase del processo di *impairment test* sull'avviamento deve essere effettuato soltanto per tale finalità; ciò sta a significare che la società non potrà rivalutare o svalutare un'attività o una passività già iscritta a bilancio o ad esempio iscrivere intangibili prima non iscritti, a seguito della verifica di valore dell'avviamento. La riduzione di valore si verifica nell'ipotesi in cui il *fair value* implicito dell'avviamento della *reporting unit* è minore rispetto al suo valore contabile; tale differenza va direttamente imputata a conto economico. E' altresì vietata la procedura di annullamento della perdita di valore e pertanto il ripristino del valore contabile originario dell'avviamento. Di seguito si sintetizza il procedura dell'*impairment test* dell'avviamento (*Tabella 3.5.1. Fasi dell'impairment test dell'avviamento secondo lo SFAS 142*)

Tabella 3.5.1. Fasi dell'*impairment test* dell'avviamento secondo lo SFAS 142



Fonte: Amaduzzi A., 2005.

3.6. IFRS 3R, IAS 36, SFAS 141R e SFAS 142: differenze

Di seguito si indicano le principali differenze tuttora evidenti tra la normativa statunitense e la normativa internazionale con specifico riferimento alle operazioni di aggregazione aziendale.

Principali differenze tra il principio FAS 141R ed il principio IFRS 3R rientranti nel processo di convergenza delle business combination

Data di acquisizione

Statement 141R	IFRS 3R
Apply prospectively to business combinations for which the acquisition date is on or after the beginning of the first annual reporting period beginning on or after December 15, 2008. Early adoption is prohibited.	Apply prospectively to business combinations for which the acquisition date is on or after the beginning of the first annual reporting period beginning on or after July 1, 2009. Early adoption is permitted.

Per il principio IFRS 3R la data di acquisizione è la data in corrispondenza della quale l'acquirente ottiene il controllo dell'entità o del ramo di azienda acquisito. L'effettiva adozione riguarda le società che hanno esercizi che iniziano o che sono successivi al 1° luglio 2009 (per i bilanci con chiusura coincidente con l'anno solare la prima applicazione riguarderà le *business combination* realizzate a partire dal 1° gennaio 2010). Viene però data possibilità di adozione retroattiva. Per il principio SFAS 141R, invece, la data di acquisizione è la data in corrispondenza della quale si ricevono le attività oppure si emettono le azioni a conclusione dell'operazione. Il principio proibisce adozioni retroattive alla sua data effettiva di entrata in vigore rappresentata dal 15 dicembre 2008.

Scopo

Statement 141R	IFRS 3R
Scope exception for combinations between not-for-profit entities or acquisitions of a for-profit business by a not for profit entity. The primary beneficiary of a variable interest entity (VIE) under Interpretation 46(R) that meets the definition of a business must apply Statement 141(R) upon initial consolidation of the VIE.	No scope exception for combinations between not for profit entities or acquisitions of a for-profit business by a not for profit entity. The IASB does not have a variable interest consolidation model that is equivalent to the FASB's Interpretation 46(R).

Per il principio IFRS 3R non esistono limitazioni con riferimento alla tipologia di *business combination* attuate. Non vi è differenza tra imprese *no-profit* ed imprese *profit*. Per il principio SFAS 141R, invece, vi sono differenze con riguardo ad operazioni di aggregazione aziendale tra imprese *no-profit*. Lo Statement FAS 164, in vigore dal 15 dicembre 2009, prevede una serie di modifiche riguardanti a) le *business combination* tra due o più imprese *no-profit*; b) le *business combination* in cui imprese *no-profit*

acquistano rami d'azienda di imprese profit/no-profit; c) la contabilizzazione dell'avviamento e degli *intangibile asset* per imprese no-profit.

Partecipazioni di minoranza esistenti al momento dell'acquisizione

Statement 141R	IFRS 3R
Measure at fair value. Disclose valuation techniques and significant inputs used.	Measure at fair value or proportionate share of the fair value of the acquiree's identifiable net assets (i.e., no goodwill attributed). Disclose (1) measurement basis used and (2) if measured at fair value, valuation techniques and significant inputs used.

Quando in una acquisizione il controllo ottenuto dalla società acquirente non è totalitario, si presentano problematiche relative alla valorizzazione delle partecipazioni di minoranza. Lo IASB prevede due alternative: a) la prima consente che la quota di pertinenza degli azionisti di minoranza venga esposta come corrispondente quota del fair value delle attività e delle passività acquisite e delle passività potenzialmente assunte; b) la seconda prevede, invece, la valorizzazione al *fair value* (in accordo con lo SFAS 141R) comprendendo anche la quota parte di goodwill relativa alla minoranza. Tale valutazione prevista dallo SFAS 141R è molto differente da quanto prevedeva la disciplina precedente; difatti, lo SFAS 141 attribuiva il *fair value* soltanto alla quota di pertinenza della controllante delle attività nette acquisite. L'interessenza di minoranza si esprimeva al valore contabile storico.

Quota del corrispettivo soggetto a condizione

Statement 141R	IFRS 3R
Amounts, including assumed warranty obligations, are recognized at fair value, if determinable, during the measurement period. If fair value is not determinable, Statement 5 and Interpretation 14 are followed if the recognition criteria are met as of the acquisition date.	Recognize a contingent liability at fair value if it (1) is a present obligation that arises from a past event and (2) can be measured reliably.

Se l'esborso di una parte del corrispettivo è assoggettata al verificarsi di un evento futuro (es: il raggiungimento di un determinato reddito operativo o di determinati ricavi) lo IASB prevede che il *fair value* di tale valore venga ricompreso alla data di acquisizione solo se la fattispecie sorge da un evento passato e se il suo ammontare sia determinabile in modo attendibile. Lo SFAS 141R prevede la determinazione di tale corrispettivo solo in presenza di un valore determinabile nel suo *fair value*; in alternativa bisogna riferirsi allo Statement n. 5 (che considera un corrispettivo probabile nei termini del 80%) differente dallo IAS 37 (che considera una probabilità del 50%).

Disclosure dell'avviamento

Statement 141R	IFRS 3R
Entities that apply segment reporting under Statement 131 are required to disclose the amount of goodwill allocated to each segment, as of the acquisition date, for each material business combination (or in the aggregate for individually immaterial business combinations that are material in the aggregate).	No requirement to disclose goodwill allocated to each cash generating unit as of the acquisition date.

Con riferimento al principio IFRS 3R non è richiesta alcuna specifica informativa sul *goodwill* allocato alle singole CGU; lo IAS 36 applicabile a tutte le entità (sia pubbliche sia private) prevede una informativa solo e soltanto sulla quota parte di *goodwill* allocato alle CGU, se l'ammontare è rilevante rispetto al valore complessivo della CGU. Lo Statement 142, invece, prevede una simile informativa del goodwill sui singoli *segment reporting* solo se la disciplina applicabile riconduce allo Statement N. 131 (per imprese pubbliche).

Principali differenze tra il principio FAS 141R ed il principio IFRS 3R non rientranti nel processo di convergenza delle business combination

Definizione di controllo

Statement 141R	IFRS 3R
Control refers to a controlling financial interest, generally through ownership of a majority voting interest. Definition is from ARB 51, as amended and interpreted by Interpretation 46(R), which is not converged with IFRSs.	Control refers to the power to govern the financial and operating policies of an entity to obtain benefits from its activities. Definition is from IAS 27, which is not converged with U.S. GAAP.

La definizione di controllo nei principi IAS/IFRS fa riferimento al potere dell'impresa acquirente di governare finanziariamente e strategicamente l'impresa target (si veda a riguardo lo IAS 27). La definizione, invece, del FASB deriva da alcune modifiche apportate dallo Statement N. 167, che entra in vigore a partire dal 15 novembre 2009, il quale apporta cambiamenti anche alla Interpretation 46R in materia di VIE (Variable Interest Enterprises).

Definizione di fair value

Statement 141R	IFRS 3R
Fair value is defined as the price that would be received to sell an asset or that would be paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants as of the measurement date. Definition is from paragraph 5 of Statement 157, which is not converged with IFRSs.	Fair value is defined as the amount for which an asset could be exchanged or a liability settled between knowledgeable, willing parties in an arm's-length transaction. Definition is not converged with U.S. GAAP.

Lo IASB a riguardo del fair value sta lavorando ad un progetto di armonizzazione in modo da adottare la medesima misura rispetto a quanto viene fatto dal FASB. Ci si attende una modifica entro il 2010.

*Principali differenze tra il principio FAS 142 ed il principio IAS 36***Unità di riferimento per l'impairment test dell'avviamento**

Statement 142	IAS 36
Reporting unit — either an operating segment or one level below.	Cash generating unit (CGU) — the lowest level at which internal management monitors goodwill. This level cannot be larger than an operating segment.

Il livello a cui deve essere effettuato l'impairment test dell'avviamento può differire nella normativa US.GAPP e IAS/IFRS. Difatti, il livello più basso a cui può essere applicato l'*impairment test*, secondo lo Statement N. 142, è un livello più basso rispetto a quello della reporting unit. Invece, nei principi IAS/IFRS, il livello più basso non è specificatamente indicato; è però, indicato che il livello su cui effettuare il test di possibili perdite di valore non deve essere più ampia di una segmento operativo.

Impairment test dell'avviamento

Statement 142	IAS 36
A two-step test is performed: Step 1 — Fair value of the reporting unit is compared with its carrying amount, including goodwill. If fair value is greater than carrying amount, step 2 is skipped because goodwill is not impaired. Step 2 — The “implied fair value” of reporting unit goodwill is compared with its carrying amount. If the carrying amount exceeds the implied fair value of goodwill, then an impairment loss is recognized in an amount equal to that excess.	The recoverable amount of a CGU (higher of (1) fair value less costs to sell and (2) value in use) is compared with the carrying amount. The impairment loss is allocated by (1) reducing any goodwill of the CGU and then (2) reducing the carrying amount of other assets of the CGU on a pro rata basis.

Secondo i principi contabili internazionali deve essere effettuato un confronto tra l'ammontare del valore recuperabile della CGU ed il suo ammontare contabile. In presenza di un valore recuperabile superiore al valore contabile l'unità non è assoggettata ad alcuna perdita di valore, mentre se il valore recuperabile è inferiore al valore contabile lordo la società dovrà procedere ad effettuare la rilevazione della perdita di valore procedendo a ridurre il valore contabile dell'avviamento allocato alle unità generatrici di flussi finanziari e solo in presenza di un'ulteriore eccedenza, la svalutazione dovrà essere attribuita alle altre attività in proporzione al valore contabile di ciascuna di esse (IAS 36, § 104). Secondo, invece, lo Statement 142, è necessario procedere mediante due passaggi. Nel primo passaggio si confronta il *fair value* delle *reporting unit* con il valore contabile (comprensivo dell'avviamento) della medesima. Solo nel caso di presenza di un valore contabile maggiore del *fair value*, nella seconda fase, si confronta il valore contabile e il *fair value implicito*. Se il valore contabile è maggiore del *fair value implicito*, si procede, per la differenza, ad una riduzione di valore.

Impairment test sugli intangibili a vita indefinita

Statement 142	IAS 36
The fair value of the asset is compared with its carrying amount. An impairment loss is recognized for the amount by which the carrying amount exceeds the fair value.	The recoverable amount of the asset (higher of (1) fair value less costs to sell and (2) value in use) is compared with its carrying amount. An impairment loss is recognized for the amount by which the carrying amount exceeds the recoverable amount.

Nel caso di impairment test sugli *intangibile asset*, la normativa statunitense prevede che venga confrontato il suo *fair value* con il suo ammontare contabile; si verifica una perdita di valore solo in presenza di un valore contabile superiore al *fair value*. Nella normativa internazionale, invece, il confronto viene effettuato tra il valore recuperabile (inteso come il più elevato tra il *fair value* ed il valore d'uso) ed il valore contabile.

CAPITOLO QUARTO

Evidenze empiriche sulla performance economico finanziaria nelle operazioni di M&A

Sommario

4.1. Letteratura di riferimento 4.2. Disegno di ricerca 4.3. Selezione del campione e definizione delle variabili 4.4. Analisi esplorativa del dato empirico 4.5. Ipotesi di ricerca 4.6. Analisi dei risultati empirici 4.7. Conclusioni sull'analisi empirica.

4.1. Letteratura di riferimento

Le operazioni di M&A sono storicamente uno strumento strategico per le imprese e sono tipicamente rappresentate sia da operazioni di espansione aventi obiettivi di crescita esterna (con conseguente acquisizione di quote di mercato, migliore competitività), sia da forme di aggregazione che consentono di raggiungere sinergie interne. In particolare, le società partecipanti ad operazioni di M&A possono apportare miglioramenti o eliminazioni di eventuali inefficienze operative ed economiche quali la riduzione di inefficienze manageriali, il perseguimento di economie di scala e di scopo nella produzione o distribuzione, nonché miglioramenti nella gestione della tesoreria e/o ottenimento di risparmi fiscali (Steiner, 1975; Keenan and Lawrence, 1982).

Nel contesto statunitense il momento in cui tali operazioni sono state utilizzate come veri e propri strumenti di espansione è riconducibile principalmente al periodo compreso tra il 1990 ed il 1999 (Henry, 2000). Tale decennio coincide, infatti, con un periodo di concessione del credito per le imprese, con l'introduzione di leggi *anti-trust* e con la presenza di forti regolamentazioni sui mercati finanziari. Si svilupparono, pertanto, operazioni di M&A non solo tra imprese operanti nell'ambito del mercato statunitense, ma anche appartenenti a paesi con strutture economico-finanziarie molto differenti (*cross border*) da quelle americane (Kogut and Singh, 1988; Zaheer, 1995). Molti studi di matrice americana si sono soffermati sulle problematiche dal punto di vista contabile e strategico di tali aggregazioni sia con riferimento ad imprese del settore privato, sia del settore pubblico (La Porta, Silanes, Shleifer and Vishny, 1997).

Le numerose forme di aggregazione (Golbe and White, 1987) sviluppate mediante le più svariate forme giuridiche (fusioni, conferimenti, ecc.) non sono state sempre e soltanto profittevoli per l'entità risultante dall'operazione. La motivazione può essere ricercata in meri errori valutativi da parte dell'impresa acquirente oppure dal limitato riscontro avuto dal mercato con riferimento alle quotazioni di borsa delle imprese acquirenti e delle imprese *target*. In merito a tale aspetto, molti studi empirici hanno riguardato la disamina di possibili sinergie operative e finanziarie ed il riflesso di tali previsioni sulla effettiva profittabilità dell'impresa acquirente in un periodo successivo la data di acquisizione.

Il concetto di profittabilità, e quindi di *performance* economico finanziaria, è strettamente legato all'aspetto patrimoniale-finanziario dell'aggregazione; infatti, tanto più l'impresa acquirenda valorizza e quantifica le possibili sinergie potenzialmente realizzabili dall'aggregazione di due o più realtà aziendali, tanto più sarà incentivata a

sostenere un esborso maggiormente elevato rispetto alla quantificazione a valori di libro degli *asset* acquisiti. L'espressione contabile delle operazioni di aggregazione aziendale è rappresentata dall'avviamento (quando positivo) che comprende il maggior valore pagato dall'acquirente (o dal *badwill* se negativo). La discrezionalità con cui le imprese americane, in passato, hanno adottato alternativamente due modalità di contabilizzazione del *goodwill* (*purchase o pooling of interest*) ha comportato secondo alcuni studiosi (si veda a riguardo Cooke, 1986) una limitazione nell'indagine sulla profittabilità delle operazioni di aggregazione nel senso che l'adozione di una tecnica rispetto all'altra comportava impatti molto differenti sul conto economico e sullo stato patrimoniale. Con l'utilizzo del metodo contabile del *pooling of interest*, il ramo aziendale veniva contabilizzato al valore di libro e la differenza di quanto è pagato in più o in meno dall'acquirente rappresentava un credito/debito nei confronti dell'acquisita; mentre, con il *purchase method*, gli *asset* venivano contabilizzati al prezzo effettivamente pagato.

Queste numerose operazioni di aggregazione non sono state valutate attentamente da un punto di vista della loro economicità, ovvero in molti casi si è assistito ad operazioni non solo non profittevoli, ma addirittura distruttive di valore (in termini di *EBIT* o *EBITDA*), non portando, altresì, ad economie attese che si sarebbero aspettate dalla gestione aggregata di attività e di *business*. Uno studio di KPMG (2001) rileva come, rispetto ad un campione di imprese americane non quotate NYSE, le *cross border acquisition* hanno, in media, per il 17% creato e per il 53% distrutto valore per gli azionisti (Economist, 1999). Altri studi (Ernst&Young, 2000) si sono poi soffermati sul livello di aggregazioni ostili da parte delle imprese *target*: i risultati, elaborati su un campione di 4.300 *deal*, effettuate su imprese statunitensi sul mercato interno nel decennio 1990-2000 e quotate nel *New York Stock Exchange* (NYSE), hanno confermato come le imprese partecipanti siano state meno ostili rispetto al passato (4% di acquisizioni ostili nel decennio 1990 rispetto al 14% nel decennio 1980). In un contesto che si è evoluto in maniera esponenziale, molti studi di finanza (si veda a riguardo John, 2008; Ravenscroft and Scherer, 1989; Jensen and Ruback, 1983) hanno cercato di dimostrare come, in presenza di *business combination* tra società quotate, l'effettiva valorizzazione della *target* e il conseguente maggior/minor valore pagato (*premium/discount price*) possa essere influenzato e correlato alle quotazioni di mercato della *bidder* e della *target* dal momento in cui vi è l'annuncio dell'operazione agli investitori (La Porta et al., 1997; Brunner, 2002).

4.2. Disegno di ricerca

Il presente disegno di ricerca si colloca all'interno degli studi di economia aziendale e di finanza d'impresa che hanno esaminato la profittabilità e la convenienza economico finanziaria nelle operazioni di M&A. In particolare, tenuto conto dell'ampia letteratura in materia, si è cercato di focalizzarsi sulle operazioni di aggregazione di un campione di imprese, come meglio specificato di seguito, quotate sul mercato statunitense del NYSE. Tale lavoro prende proprio avvio dall'ampia dottrina americana

ed anglosassone in materia di economicità delle aggregazioni e di valutazione delle *performance* pre e post acquisizione con riferimento sia a variabili finanziarie (quotazioni di mercato precedenti e successive le aggregazioni) sia a variabili di bilancio (fatturato, EBIT, EBITDA, fatturato, totale attività, ecc.) delle società coinvolte. Alcuni studi di matrice anglosassone hanno affrontato il tema della profittabilità delle operazioni di M&A nell'intento di verificare se le attese, rinvenibili nei maggior esborsi effettuati per le acquisizioni concluse, fossero soddisfatte a distanza di tempo (Jensen and Ruback, 1983). Nella determinazione della profittabilità e del successo delle operazioni di aggregazioni sono sovente utilizzate due differenti prospettive di indagine, di seguito indicate:

1) la prospettiva “*short-term shareholder wealth*” pone l'attenzione sulla profittabilità a breve termine degli azionisti della società acquirente e della società *target*, dei *manager*, dipendenti e consumatori. A tal proposito si veda: Dodd and Ruback (1977), Dodd (1980), Franks, Harris and Titman (1991), Martynova and Renneborg (2006). L'ipotesi base di tale prospettiva è quella di ritenere che l'annuncio di una operazione di aggregazione avrebbe aggiunto informazioni sui mercati finanziari e sulle aspettative dei risparmiatori con un riflesso anche sulle quotazioni di borsa. Tali studi hanno messo a confronto i differenti valori di mercato rispetto ad una data t_0 rappresentata dalla data dell'annuncio per verificare se ed in che modo il mercato recepisce l'informativa dell'operazione di aggregazione. Alcuni studi (si veda Schwert, 1996) hanno dimostrato reazioni nelle quotazioni delle società acquirenti e *target* anche prima della data dell'annuncio; altri (si veda Eckbo, 1983; Eckbo and Langohr, 1989), invece, si sono focalizzati nei giorni immediatamente precedenti e successivi l'annuncio.

2) la prospettiva “*long-term shareholder wealth*”, invece, pone l'attenzione su di un arco temporale maggiore (superiore ai 5 anni dal momento dell'annuncio). In tale contesto ovviamente si presentano alcune problematiche sulle metodologie statistiche da utilizzare per potere isolare gli effetti dell'aggregazione al fine di “congelare” eventuali politiche finanziarie o strategiche attuate che avrebbero potuto distogliere l'attenzione dalla mera profittabilità dell'operazione. In tal senso si veda: Bradley and Sundaram (2006), Croci (2007). Le evidenze empiriche si basano principalmente su aggregati economici e patrimoniali rinvenibili nei bilanci d'esercizio (fatturato, EBIT, EBITDA, reddito operativo, immobilizzazioni, indebitamento, ecc.) e su informazioni traibili dai mercati finanziari (quotazioni *acquiror* pre e post, quotazioni *bidder* pre e post, esborso effettivo, *premium/discount price*, ecc.).

Il presente lavoro si colloca nella prospettiva “*short-term shareholder wealth*” e, partendo dagli studi empirici effettuati, tenta di verificare le possibili forme di relazione tra le quotazioni delle società *target* e alcune variabili, definite indipendenti, traibili dai bilanci di esercizio e da informazioni sui mercati finanziari delle entità acquirenti e delle entità acquisite. Tutto con riferimento a momenti temporali precedenti e successivi la data di completamento delle operazioni di M&A indagate (*date of completion*).

In particolare, partendo da campione di aziende europee quotate sul mercato statunitense NYSE negli anni 2006-2008, si mettono a confronto sia dati desumibili dai

bilanci di esercizio (EBIT, EBITDA, ecc.) sia dati ed informazioni traibili dai mercati finanziari in tempi precedenti e successivi la data di annuncio delle operazioni di aggregazione indagate (differenziali tra le quotazioni post/pre dell'acquiror, differenziali tra le quotazioni post/pre della *target*, *premium/discount price*, ecc.).

Il lavoro, come meglio specificato di seguito, ha quale obiettivo quello di verificare delle ipotesi di ricerca con riferimento a possibili relazioni tra una variabile dipendente (T2-T1) che rappresenta il differenziale di prezzo delle quotazioni post/pre delle società *target* e una serie di variabili indipendenti legate a valori finanziari e a valori contabili di bilancio. Al fine di potere procedere nel lavoro empirico si è provveduto a scomporre il campione in tre raggruppamenti per effettuare l'indagine su gruppi di operazioni che avessero come elemento comune o la percentuale di partecipazione o l'oggetto dell'acquisto. In particolare, il campione complessivamente formato da n. 2480 acquisizioni, è stato scomposto in base alla tipologie di acquisizione effettuata (acquisto di maggioranza di azioni di terzi, acquisto di minoranza di azioni di terzi, acquisto di azioni proprie). Attraverso un test statistico (TEST.Z) di significatività si è trovata conferma del fatto che questi raggruppamenti siano campioni differenti.

Il campione complessivamente composto da n. 2.480 *deal* è stato così suddiviso in tre sotto-raggruppamenti: majority (formato da n. 20 acquisizioni), minority (formato da n. 272 acquisizioni) e share buyback (formato da n. 2.188 acquisizioni).

Preliminarmente al fine di comprendere meglio le possibili relazioni tra la variabile indipendente y (nel nostro caso il differenziale post/pre delle quotazioni della *target*) ed un vettore di variabili dipendenti x , si è provveduto ad effettuare una analisi empirica del dato mediante il modello statistico di classificazione e di regressione ad albero (*Classification and regression trees – CART*). Stabilite le variabili del campione, si è proceduto, mediante delle regressioni lineari multivariate, alla verifica empirica di determinate ipotesi di ricerca, sia in modo predittivo sia in una prospettiva consuntiva.

Si precisa, infine, che come ogni lavoro empirico anche quello effettuato presenta delle limitazioni e consente di trarre alcune considerazioni in merito a possibili approfondimenti futuri. Si rinvia, a tal riguardo, a quanto precisato nelle note conclusive.

4.3. Selezione del campione e definizione delle variabili

Il campione di riferimento del presente lavoro empirico è stato creato utilizzando la Banca Dati Zephyr Bureau Van Dijk, che fornisce informazioni finanziarie riguardanti le operazioni di *merger and acquisition*, IPO e *venture capital*.

Il campione esaminato si compone di tutte le operazioni di acquisizione effettuate dalle società europee quotate sul New York Stock Exchange (NYSE), la più grande borsa valori del mondo per scambi (capitalizzazione nel 2007 pari a 21.000 miliardi di dollari di cui 7.000 miliardi di dollari da parte di imprese non americane). Il NYSE comprende, altresì, il NYSE Euronext (già Euronext, comprendente le borse di Parigi, Bruxelles, Amsterdam e Lisbona). Il campione di partenza si compone di n. 1.430 società che rappresentano le società europee nella definizione *europe* del NYSE quotate sulla Borsa

valori americana. In particolare il campione è rappresentato dalle seguenti società: n. 225 società quotate belghe, n. 773 società francesi, n. 14 società del Guernsey, n. 10 società italiane, 2 società del Principato di Monaco, n. 53 società portoghesi, n. 7 società svedesi, n. 71 società inglesi, n. 1 società danese, n. 14 società tedesche, n. 1 società ungherese, n. 4 società del Jersey, n. 170 società olandesi, n. 5 società russe, n. 20 società svizzere, n. 1 società finlandese, n. 15 società greche, n. 6 società irlandesi, n. 21 società lussemburghesi, n. 1 società norvegese, n. 15 società spagnole, n. 1 società turca. Di seguito se ne indica una tabella riepilogativa (Tabella 4.3.1. *Elenco società europee quotate sul NYSE*).

Tabella 4.3.1. Elenco società europee quotate sul NYSE

Paese di appartenenza	n. società quotate sul NYSE
Belgio	225
Francia	773
Guerney	14
Italia	10
Principato di Monaco	2
Portogallo	53
Svezia	7
Regno Unito	71
Danimarca	1
Germania	14
Ungheria	1
Jersey	4
Olanda	170
Russia	5
Svizzera	20
Finlandia	1
Grecia	15
Irlanda	6
Lussemburgo	21
Norvegia	1
Spagna	15
Turchia	1
Totale	1.430

Fonte: NYSE, Agosto 2009.

Da queste 1.430 società quotate sul mercato NYSE, sono state escluse le banche, le società finanziarie (svolgenti attività di *equity investments instruments, general financial, asset managers, consumer finance, investment services, mortgage finance, speciality finance, non-equity investment instruments, real estate*) e le società assicurative (svolgenti attività di *life insurance e non-life insurance: full line insurance, insurance brokers, property & casualty insurance, reinsurance*). Il campione, così delineato, è formato da tutte le operazioni di *acquisition* effettuate da n. 143 società ed aventi le seguenti caratteristiche:

- sono le operazioni di M&A nelle quali le società considerate sono le acquiror.
- sono ricomprese nel periodo temporale 01/01/2006 – 31/12/2008.

- sono completate effettivamente (*rumour date, announcement date e completed date*).

Da tale elaborazione sono risultate inizialmente n. 3.733 *deal* a cui sono state tolte n. 179 per le quali non è indicato il *current share value* e n. 1.074 *deal* riferite a società *target* non quotate per le quali non è indicato il *Total Deal Value* di ciascuna operazione. Risulta, pertanto, un campione rappresentato da n. 2.480 *deal* effettuate da 143 società nel periodo corrispondente al triennio 2006-2008.

Per ciascuna società, con riferimento a ciascuna acquisizione effettuata, sono stati rilevati i seguenti valori:

a) *input* di bilancio

Con riguardo agli *input* di bilancio il *database* rende disponibili alcune poste, desumibili dai bilanci di esercizio delle società acquirenti e delle *target*. I bilanci di esercizio delle società acquirenti sono redatti conformemente alla normativa statunitense US.GAAP (*annual report on form 20-F*) mentre i bilanci delle società *target*, a seconda della provenienza geografica sono bilanci in parte redatti secondo i principi US.GAAP ed in parte secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Non è stato possibile per molte società, stante i differenti impianti di bilancio e soprattutto la diversa normativa di ciascun paese di appartenenza, consultare il prospetto di riconciliazione tra la normativa IAS/IFRS e quella statunitense US.GAAP (per le società italiane per esempio vige l'obbligo del prospetto di riconciliazione come previsto dalle Comunicazione Consob n. 27021 del 7 aprile 2000 e n. DME/5015175 del 10 marzo 2005). I dati forniti dal *database* per ciascuna *deal* esaminata sono, pertanto, riassumibili brevemente nell'elenco che segue:

- acquiror turnover
- acquiror EBIT
- acquiror EBITDA
- acquiror profit after and before tax
- acquiror shareholders funds
- target turnover
- target EBIT
- target EBITDA
- target EBITDA (% acquisition)
- target EBIT per share
- target after and before tax
- Total Deal Value at the date of completion (100%)
- Total Equity Deal (% acquisition)

b) *input* di mercato

Con riguardo agli *input* di mercato, il *database* fornisce informazioni riguardanti il mercato azionario dei capitali, individuando tre momenti specifici nei quali sono indicate puntualmente le valutazioni di mercato delle società acquirenti e delle società *target*. In particolare si rileva per ciascuna *deal* oggetto del campione (per entrambe le

imprese coinvolte) la quotazione di mercato della società alla fine del 3° (terzo) mese precedente i primi *rumours* sui mercati finanziari (*acquiror/target stock price 3m. before date of rumours*), alla fine del mese precedente i *rumours* (*acquiror/target 1m. stock price before date of rumours*), la quotazione alla data di perfezionamento dell'operazione di M&A (*acquiror/target stock price date of completion*), la quotazione di mercato alla fine della prima settimana successiva il perfezionamento (*acquiror/target stock price 1w. after date of completion*), la quotazione di mercato alla fine del primo mese successivo il perfezionamento (*acquiror/target 1m. stock price after date of completion*). Gli input di mercato, desumibili dal database sono, pertanto, i seguenti:

- ☑ Target stock price 3 months before rumours (target stock price 3m. before date of rumours).
- ☑ Target stock price 1 month before rumours (target stock price 1m. before date of rumours).
- ☑ Target stock price at the date of completion (target stock price date of completion).
- ☑ Target stock price 1 week after the completion (target stock price date 1w. after date of completion).
- ☑ Target stock price 1 month after the completion (target stock price prior 1m. after date of completion).
- ☑ Acquiror stock price 3 months before rumours (acquiror stock price 3m. before date of rumours).
- ☑ Acquiror stock price 1 month before rumours (stock price acquiror 1m. before date of rumours).
- ☑ Acquiror stock price at the date of completion (stock price acquiror date of completion).
- ☑ Acquiror stock price 1 week after the completion (stock price acquiror 1w. after date of completion).
- ☑ Acquiror stock price 1 month after the completion (stock price acquiror 1m. after date of completion).

c) Altre informazioni rilevate

Il database, così composto da informazioni e dati desumibili dai bilanci di esercizio e dai mercati finanziari per le società partecipanti le differenti aggregazioni, è stato ulteriormente perfezionato inserendo alcuni indicatori che consentono di effettuare confronti e considerazioni di natura contabile e statistica. In particolare, avendo a disposizione la quotazione di mercato della società target alle diverse date precedenti (3 mesi precedenti; 1 mese precedente) e successive (1 settimana successiva; 1 mese successivo) l'operazione di aggregazione ed avendo a disposizione per ciascuna deal la % di aggregazione, si sono determinate le azioni della società target oggetto dell'operazione come rapporto tra la valorizzazione di mercato alla data di perfezionamento e la valorizzazione di borsa alla medesima data temporale. Definito il numero di azioni oggetto dello scambio, si sono determinati i diversi *market deal value* alle differenti date, moltiplicando il numero di azioni così ottenuto e la quotazione di mercato della società target alle differenti date precedenti e successive lo scambio. In tal modo si è pervenuti alle seguenti ulteriori informazioni:

- ☑ Target market value – target 3m. before date of rumours.
- ☑ Target market value – target 1m. before date of rumours.
- ☑ Target market value – target 1w. after the completion.
- ☑ Target market value – target 1m. after the completion.
- ☑ T2-T1: differenziale tra quotazioni post (*1m. after*) e pre (*1m. before*) annuncio delle società *target*.
- ☑ B2-B1: differenziale tra quotazioni post (*1m. after*) e pre (*1m. before*) annuncio delle società *acquiror*.

4.4. Analisi esplorativa del dato empirico

Al fine di meglio comprendere le possibili relazioni tra le variabili di mercato/finanziarie e la variabile (T2-T1) si è utilizzato un modello statistico che prende il nome di *Classification and Regression Trees* (CART). In particolare mediante la regressione ad albero si è cercato di stimare la relazione esistente tra la variabile dipendente (T2-T1) ed alcune variabili indipendenti (di mercato e finanziarie). La regressione ad albero costituisce un albero H a partire da nodo radice effettuando una successione di *splits* in base ai cosiddetti punti di *cut-off*. Nel nostro caso le variabili considerate nella elaborazione, suddivisi in variabili desunte dai bilanci di esercizio o variabili desunte dai mercati finanziari, sono le seguenti (Tabella n. 4.4.1. *Ripartizione delle variabili utilizzate nel modello statistico*):

Tabella n. 4.4.1 *Ripartizione delle variabili utilizzate nel modello statistico*

dati di bilancio	dati finanziari
Acquiror EBITDA	Target stock price 3 m. before to rumours
Acquiror Turnover	Target stock price 1 m. before to rumours
Target EBIT	Target stock price at the date of completion
Target EBIT per share	Target stock price 1 w. after the completion
	Target stock price 1 m. after the completion
	T2-T1: differenziale post/pre quotazioni target
	Acquiror stock price 3 m. before to rumours
	Acquiror stock price 1 m. before to rumours
	Acquiror stock price at the date of completion
	B2-B1: differenziale post/pre quotazioni acquiror
	Deal value
	Deal total target value
	Target market value 3 m. before to rumours
	Target market value 1 m. before to rumours
	Target market value 1 w. after the completion
	Target market value 1 m. after the completion

Fonte: propria elaborazione.

Nella Tavola n. 4.4.2 (*Regressione ad albero su campione di n. 2.480 acquisizioni*) si sono presi in considerazione tutti i raggruppamenti (*majority, minority e share buyback*) formati da n. 2.480 acquisizioni. Il nodo radice è, pertanto, composto da n. 2.480 elementi con una media della variabile dipendente (T2-T1) pari a 0,23. L'albero ha creato un primo split sulla base della variabile (B2-B1) rappresentato da un figlio sinistro ed un figlio destro. In altri termini lo split effettuato garantisce la seguente relazione (Breiman, Friedman, Olshen and Stone, 1984):

$$\text{var}(T2-T1)_{f(dx)} \times \#f(dx) + \text{var}(T2-T1)_{f(sx)} \times \#f(sx) < \text{var}(\text{totale})_{np} \quad (1)$$

Dove nell'equazione (1) $f(dx)$ rappresenta il nodo di destra, $f(sx)$ rappresenta il nodo di sinistra, $\#(\text{nodo})$ rappresenta la numerosità del nodo preso in considerazione e np rappresenta il nodo padre da cui si forma il nodo sinistro e destro.

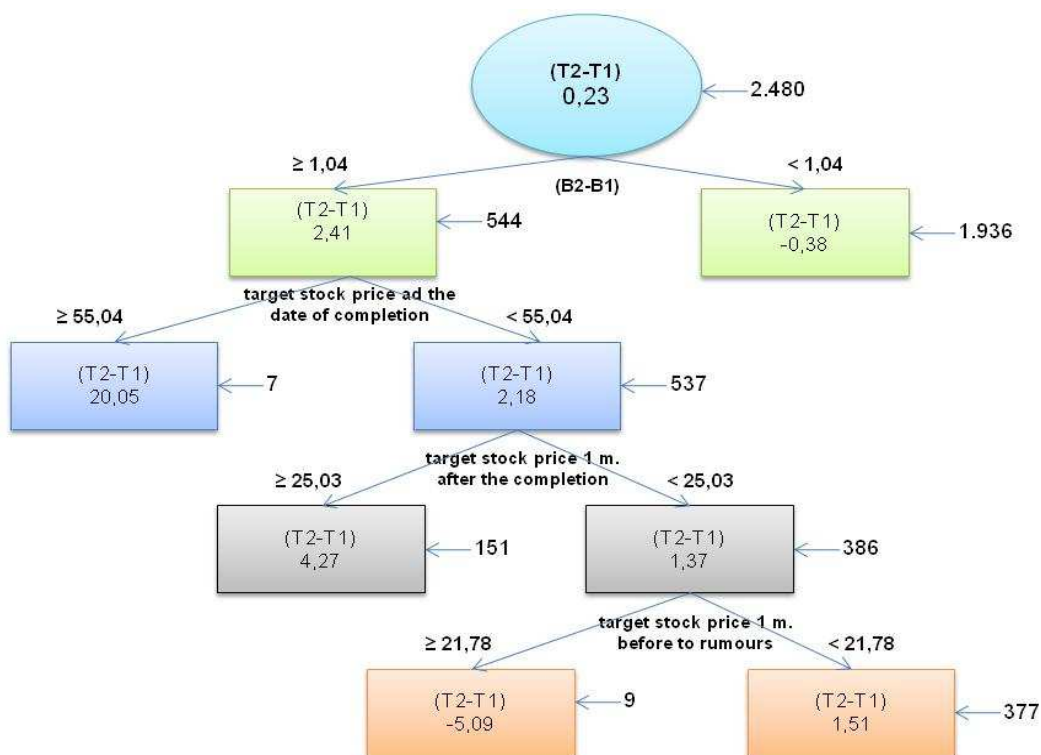
Tra le variabili indipendenti x considerate nella elaborazione, l'albero ha selezionato la variabile (B2-B1) perché, tra tutte, è quella che massimizza la riduzione di varianza, cioè quella che spiega la maggior varianza attraverso lo split. La procedura si ripete fino a quando l'albero non trova più alcuna variabile che diminuisca la varianza del nodo padre. Nel nostro caso, la varianza nella variabile (T2-T1) è spiegata, in prima istanza, dal valore della variabile (B2-B1). La media sulla popolazione considerata (n. 2.480 osservazioni) è di 0,23. Per n. 544 acquisizioni con $(B2-B1) \geq 1,04$ questa media è pari a 2,41. Per n. 1.936 acquisizioni con $(B2-B1) < 1,04$ la media (T2-T1) è pari a -0,38. Per le imprese che hanno $(B2-B1) < 1,04$ la media non è ulteriormente scomponibile. Cioè le altre variabili nel *database* non forniscono nessun ulteriore raggruppamento che diminuisca la varianza spiegata totale. La procedura si conclude scomponendo ulteriormente il figlio sinistro e partendo da un nodo padre di n. 386 acquisizioni, si decompone ulteriormente in un ultimo *split* nel quale per valori della variabile Target stock price 1 m. before to rumours $\geq 21,78$, la media (T2-T1) è pari a -5,09 per 9 acquisizioni, mentre per valori $< 21,78$ tale media risulta pari a 1,51 per 377 acquisizioni.

Si è voluto ulteriormente indagare il modello sviluppando l'albero di regressione escludendo le acquisizioni *buyback*, per verificare le possibili risultanze empiriche "congelando" tale raggruppamento. In tale ipotesi (Tabella 4.4.3. *Regressione ad albero su raggruppamento majority e minority*) partendo da una popolazione di n. 292 acquisizioni (*majority e minority*) si è trovato che la varianza nella (T2-T1) è spiegata dal valore della variabile Target stock price 1 w. after the completion. La media sulla popolazione considerata (292 osservazioni) è di 0,58. Per n. 7 acquisizioni con Target stock price 1 w. after the completion $\geq 27,05$ questa media è pari a 15,07. Per n. 285 acquisizioni con Target stock price 1 w. after the completion $< 27,05$ la media (T2-T1) è pari a 0,21. Il figlio di destra è ulteriormente scomponibile mentre per il figlio di sinistra le altre variabili nel *database* non forniscono nessun ulteriore raggruppamento che diminuisca la varianza spiegata totale.

Volendo mantenere isolato il raggruppamento delle operazioni di *share buyback*, quindi soffermandosi sulla scomposizione delle n. 292 acquisizioni di *majority* e *minority*, si è cercato di dare ulteriori spiegazioni aggiuntive allo *split* di primo livello che suddivide le 292 acquisizioni nei seguenti due raggruppamenti: n. 7 acquisizioni (figlio di sinistra) con un valore della variabile Target stock price 1 w. after the completion $\geq 27,05$ e n. 285 (figlio di destra) con un valore della variabile $< 27,05$.

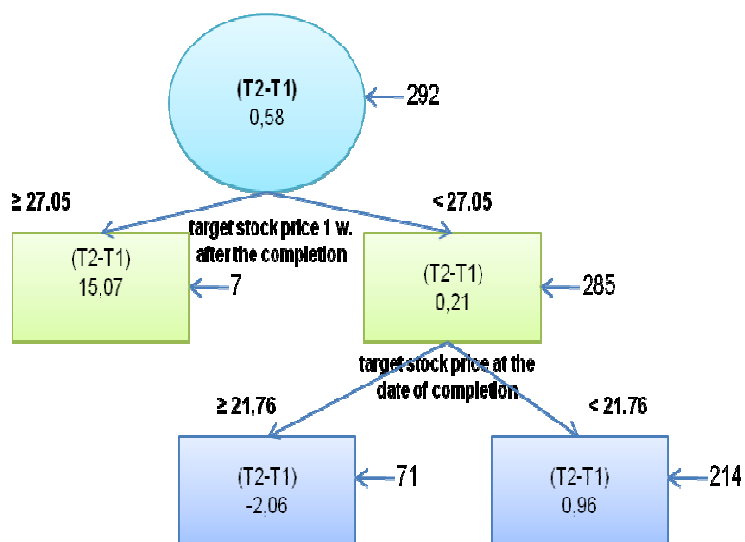
Di seguito (Tabella 4.4.4. *Dettaglio su profilo delle n. 7 anomalie del figlio di sinistra*) si effettua una disamina esplorativa per comprendere informazioni più dettagliate sulle società appartenenti al figlio di sinistra.

Tavola 4.4.2. Regressione ad albero su campione di n. 2.480 acquisizioni



Fonte: propria elaborazione.

Tavola 4.4.3. Regressione ad albero su raggruppamento majority e minority



Fonte: propria elaborazione.

Tabella 4.4.4. *Dettaglio su profilo delle n. 7 anomalie del figlio di sinistra*

Acquiror	Target	Group	Target stock price 1 w. after/€	Acquiror Country	Target Country	Acquiror sector	Target sector
BP PLC.	Siemens AG	minority	27,20	UK	Germany	Petroleum/energy	Elctronic Industry
BP. PLC.	Arcelor Mittal SA	minority	27,15	UK	Luxembourg	Petroleum/energy	Carbon, Steel Industry
Diageo PLC.	Royal Dutch Shell.	minority	55,06	UK	Netherlands	Beverages	Petrochemicals
Reed Elsevier PLC.	Royal Dutch Shell.	minority	34,25	UK	Netherlands	Information	Petrochemicals
Reed Elsevier PLC.	Royal Dutch Shell.	minority	55,06	UK	Netherlands	Information	Petrochemicals
Diageo PLC.	Royal Dutch Shell	majority	678,17	UK	Netherlands	Petroleum/energy	Petrochemicals
BP. PLC.	Royal Dutch Shell	majority	171,00	UK	Netherlands	Petroleum/energy	Petrochemicals

Dalle informazioni traibili dal *database*, si è proceduto ad una disamina esplorativa dei profili delle sette anomalie del figlio di sinistra (Tabella 4.4.3.), le quali spiegano un valore medio di (T2-T1) di 15,07 mediante un valore medio della variabile *Target stock price 1 w. after the completion* $\geq 27,05$. Emerge chiaramente come per tutte le acquisizioni le società acquirenti sono della Gran Bretagna e per la maggioranza delle imprese *target* la medesima è rappresentata dalla stessa società.

4.5. Ipotesi di ricerca

Nella definizione delle ipotesi sono partito dalle seguenti considerazioni:

1) è necessario suddividere le acquisizioni in tre raggruppamenti (*majority*, *minority* e *share buyback*) in modo da creare, in un’ottica aziendale, gruppi omogenei per percentuale di partecipazione o per oggetto dell’acquisto. Come già evidenziato precedentemente il campione è formato da n. 2.480 deals, a sua volta scomposto in tre sotto-raggruppamenti: *majority* (formato da n. 20 acquisizioni), *minority* (formato da n. 272 acquisizioni) e *share buyback* (formato da n. 2.188 acquisizioni).

2) le attese sui mercati finanziari, rappresentate dalle quotazioni di mercato dell’impresa *target* e dell’impresa *acquiror*, sono elementi dipendenti da un insieme di variabili post/pre rispetto alla data dell’*announcement* e del completamento delle operazioni di acquisizione.

Sulla base delle suindicate considerazioni, si formulano, di seguito, le ipotesi di ricerca del presente lavoro empirico:

HP1: La media del differenziale tra le quotazioni ex post ed ex ante delle imprese target (T2-T1) è significativamente diversa tra i diversi raggruppamenti. In particolare:

HP1a: la media (T2-T1) del gruppo majority è significativamente diversa dalla media (T2-T1) del gruppo minority.

HP1b: la media (T2-T1) del gruppo majority è significativamente diversa dalla media (T2-T1) del gruppo share buyback.

HP1c: la media (T2-T1) del gruppo minority è significativamente diversa dalla media (T2-T1) del gruppo share buyback.

HP2: All’interno di ciascun raggruppamento, (T2-T1) dipende linearmente dalle seguenti variabili:

- *Target stock price 3 month before to rumours.*
- *Target market value 1 month before to rumours.*
- *Target stock price at the date of completion.*
- *Target stock price 1 week after the completion.*
- *(B2-B1): differenziale delle quotazioni post-pre della società acquirente.*

HP3: All’interno di ciascun raggruppamento, (T2-T1) dipende linearmente, in modo predittivo, dalle seguenti variabili:

- *Target market value 1 month before to rumours.*
- *Target stock price 3 month before to rumours.*
- *Target stock price at the date of completion.*

4.6. Analisi dei risultati empirici

* * *

Verifica dell'ipotesi H_{p1}

ipotesi da accettare	strumento statistico
<p>HP1: La media del differenziale tra le quotazioni ex post ed ex ante delle imprese target ($T2-T1$) è significativamente diversa tra i diversi raggruppamenti. In particolare:</p> <p>HP1a: la media ($T2-T1$) del gruppo majority è significativamente diversa dalla media ($T2-T1$) del gruppo minority.</p> <p>HP1b: la media ($T2-T1$) del gruppo majority è significativamente diversa dalla media ($T2-T1$) del gruppo share buyback.</p> <p>HP1c: la media ($T2-T1$) del gruppo minority è significativamente diversa dalla media ($T2-T1$) del gruppo share buyback.</p>	TEST.Z

Per la verifica dell'ipotesi 1) si è utilizzato il **TEST.Z**. Data una certa popolazione e dato un certo campione il TEST.Z verifica se i risultati ottenuti dal campione sono in linea con quelli della popolazione in cui il fenomeno osservato si verifica un numero di volte diverso da quella della popolazione presa in esame; esso, restituisce il valore di probabilità a una coda di un test z.

Ipotizzando una determinata media della popolazione μ_0 , TEST.Z restituisce la probabilità che la media campione sia maggiore della media di osservazioni nell'insieme di dati (matrice), ovvero della media campione osservata. Nel nostro caso si è effettuato il TEST.Z per due matrici di valori e si è osservata la probabilità che fosse o meno accettata l'ipotesi nulla per la quale i campioni sono simili.

L'ipotesi nulla è l'ipotesi sottoposta a verifica (H_0) mentre l'ipotesi alternativa (H_1) è l'ipotesi opposta all'ipotesi nulla ed è la conclusione raggiunta quando l'ipotesi nulla non è accettabile. In sintassi:

TEST.Z (matrice T2-T1; matrice T2-T1; μ_0 ;sigma)

dove:

matrice è la matrice o intervallo di dati in base al quale verificare μ_0 .

μ_0 è il valore da verificare.

sigma è la deviazione standard della popolazione (nota). Se questo argomento viene omissso, verrà utilizzata la deviazione standard campione.

Il TEST.Z è stato applicato ai tre raggruppamenti (*majoruty*, *minority* e *share buyback*) e le evidenze empiriche sono di seguito indicate:

HP1a: la media (T2-T1) del gruppo majority è significativamente diversa dalla media (T2-T1) del gruppo minority.

matrici	p-value	Ho accettata	osservazioni	HP1a)
majority/minority	0,004358	No	campioni differenti	accettata

Si sono posti a confronto i dati relativi al differenziale (T2-T1) del gruppo *majority* (avente media pari a 6,92 e deviazione standard pari a 19,11) con medesimo il differenziale del gruppo *minority* (avente media pari a 0,10 e deviazione standard pari a 2,98). L'ipotesi HP1a) è accettata sui dati in quanto i due campioni sono, in termini di media (T2-T1), significativamente diversi. Difatti, il *p-value* pari a 0,004358 spiega che la probabilità che la media (T2-T1) dei due gruppi (*majority* e *minority*) sia simile è pari al 0,4%. In tale ipotesi, in base alla simmetria della distribuzione normale, la $MEDIA(matrice) > \mu_0$ in quanto TEST.Z restituisce un valore inferiore a 0,5.

HP1b: la media (T2-T1) del gruppo majority è significativamente diversa dalla media (T2-T1) del gruppo share buyback.

matrici	p-value	Ho accettata	osservazioni	HP1b)
majority/share buyback	0,008749	No	campioni differenti	accettata

Si sono posti a confronto i dati relativi al differenziale (T2-T1) del gruppo *majority* (avente media pari a 6,92 e deviazione standard pari a 19,11) con il differenziale del gruppo *share buyback* (avente media pari a 0,19 e deviazione standard pari a 2,12). L'ipotesi HP1b) è accettata sui dati in quanto i due campioni sono, in termini di media (T2-T1), significativamente diversi. Difatti, il *p-value* pari a 0,008749 spiega che la probabilità che la media (T2-T1) dei due gruppi (*majority* e *share buyback*) sia simile è pari allo 0,87%. Anche in tale ipotesi, in base alla simmetria della distribuzione normale, la $MEDIA(matrice) > \mu_0$ in quanto TEST.Z restituisce un valore inferiore a 0,5.

HP1c: la media (T2-T1) del gruppo minority è significativamente diversa dalla media (T2-T1) del gruppo share buyback.

matrici	p-value	Ho accettata	osservazioni	HP1c)
minority/share buyback	0,998	Si	campioni simili	non accettata

Si sono posti a confronto i dati relativi al differenziale (T2-T1) del gruppo *minority* (avente media pari a 0,10 e deviazione standard pari a 2,98) con il medesimo differenziale del gruppo *share buyback* (avente media pari a 0,19 e deviazione standard pari a 2,12). L'ipotesi HP1c) non è accettata in quanto i due campioni non sono, in termini di media (T2-T1), significativamente diversi. Viene pertanto accettata l'ipotesi nulla. Difatti, il *p-value* pari a 0,998 spiega che la probabilità che la media (T2-T1) dei

due gruppi (majority e share buyback) sia simile è pari al 99%. In tale ipotesi, in base alla simmetria della distribuzione normale, la $MEDIA(matrice) < \mu_0$ in quanto TEST.Z restituisce un valore superiore a 0,5.

In sintesi si può affermare che il TEST.Z consente di accettare sui dati l'ipotesi HP1a) e b) della differenza delle medie mentre non accetta sui dati l'HP1c).

* * *

Verifica empirica Hp2

ipotesi da accettare	strumento statistico
<p>HP2: All'interno di ciascun raggruppamento (T2-T1) dipende linearmente dalle seguenti variabili:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Target stock price 3 month before to rumours. - Target market value 1 month before to rumours. - Target stock price at the date of completion. - Target stock price 1 week after the completion. - (B2-B1): differenziale delle quotazioni post-pre della società acquirente. 	<p>REGRESSIONE MULTIPLA LINEARE</p>

L'analisi della regressione è una tecnica che esamina la relazione tra una o più variabili esplicative (o indipendenti) e una variabile criterio (o dipendente) con un obiettivo esplicativo e/o predittivo a seconda dello scopo e della metodologia di selezione delle variabili e del modello di riferimento. Lo scopo esplicativo si sostanzia nel comprendere e ponderare gli effetti delle variabili indipendenti sulla variabile dipendente in funzione di un determinato modello teorico. Lo scopo predittivo, invece, individua una combinazione lineare delle variabili indipendenti per predire in modo ottimale il valore assunto dalla variabile dipendente. Il punto di partenza è rappresentato da una matrice che riassume le relazioni lineari tra la variabile dipendente e le variabili indipendenti e tra le variabili indipendenti stesse. Il punto di arrivo è, invece, rappresentato da: a) un insieme di parametri che riassumono la relazione tra la variabile dipendente e le variabili indipendenti, sotto l'ipotesi che la variabile dipendente sia determinata dalle variabili indipendenti e che nell'esame dell'influenza di ogni variabile indipendente sulla dipendente, il valore delle altre variabili indipendenti sia costante; b) una statistica per l'esame della significatività dei parametri ed un valore associato ad ognuno di questi parametri; c) un valore che riassume la proporzione di varianza della variabile dipendente che complessivamente è spiegata dalle variabili indipendenti.

Nel nostro caso si è proceduto a suddividere i campioni in tre raggruppamenti (*majority, minority, share buyback*) secondo le evidenze empiriche riscontrate nella validazione dell'ipotesi HP1. Rispetto a ciascun gruppo, con riferimento alle variabili risultanti dalla regressione ad albero, si è proceduto a verificare l'esistenza di una relazione multipla lineare tra la variabile dipendente (T2-T1) e le variabili indipendenti rappresentate dal *Target stock price 3 month before to rumours, Target market value 1 m. before to rumours, Target stock price at the date of completion, Target stock price 1 w.*

after the completion ed il differenziale delle quotazioni pre-post della società acquirente (B2-B1).

Di seguito le evidenze empiriche rispetto a ciascun gruppo:

a) regressione multipla lineare nel gruppo majority

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato corretto	Errore std. della stima
1	,991 ^a	,982	,976	2,943

a. Stimatori: (Costante), B2-B1, Target stock price 3 m. before to rumours, target market value target 1 m. before to rumours, Target stock price 1 w. after the completion, Target stock price at the date of completion.

Il coefficiente R-quadrato rappresenta la bontà dell’adattamento della regressione lineare stimata ai dati osservati. In altri termini complessivamente il modello spiega il 98% della varianza nella variabile dipendente che nel nostro caso è rappresentata dal differenziale tra le quotazioni *post-pre* delle società *target* nelle acquisizioni effettuate.

ANOVA^b

Modello	Somma dei quadrati	df	Media dei quadrati	F	Sig.
1 Regressione	7178,376	5	1435,675	165,784	,000 ^a
Residuo	129,899	15	8,660		
Totale	7308,275	20			

a. Stimatori: (Costante), B2-B1, Target stock price 3 m. before to rumours, Target market value 1 m. before to rumours, Target stock price 1 w. after the completion, Target stock price at the date of completion.

b. Variabile dipendente: T2-T1

L’ANOVA (*analysis of variance*) presuppone che i gruppi di dati provengano da una popolazione normale, in ipotesi di omoschedasticità (ossia, la varianza dei gruppi è la stessa di quella della popolazione). Il test accetta o rifiuta l’ipotesi nulla che le medie dei gruppi siano uguali tra loro. In questo caso con una significatività nulla (es. Sig = 0,000) si può confermare che la probabilità che si verifichi l’ipotesi alternativa è molto elevata,

per cui si presume che gli stimatori (variabili indipendenti) abbiano una relazione lineare con la variabile dipendente (T2-T1).

Coefficients ^a					
Modello	Coefficients non standardizzati		Coefficients standardizzati	t	Sig.
	B	Errore std.	Beta		
1 (Costante)	-,387	,967		-,401	,694
Target stock price 3 m. before to rumours	,066	,024	,390	2,686	,017
Target market value 1 m. before to rumours	-8,571E-9	,000	-,007	-,159	,876
Target stock price 1 w. after the completion	,012	,045	,095	,268	,792
Target stock price at the date of completion	,067	,048	,513	1,402	,181
B2-B1	-,098	,086	-,055	-1,133	,275

a. Variabile dipendente: T2-T1.

L'analisi dei COEFFICIENTI consente di comprendere quali variabili indipendenti maggiormente confermano la validità del modello che presenta complessivamente un R-quadrato pari al 98%. Ciò a dire che il modello spiega il 98% della varianza nella variabile dipendente. La relazione che lega la variabile dipendente (T2-T1) alle variabili indipendenti nel gruppo delle majority è qui di seguito indicata:

$$(T2-T1) = -0,387 + 0,066 * \text{Target stock price 3 m. before to rumours} - 8,571E-9 * \text{Target market value 1 m. before to rumours} + 0,012 * \text{Target stock price 1 w. after the completion} + 0,067 * \text{Target stock price at the date of completion} - 0,098 * (B2-B1)$$

Pertanto con riferimento al gruppo delle *majority* possiamo accettare l'HP2 sui dati, nel senso che esiste una relazione lineare tra la variabile dipendente (T2-T1) spiegata dalle variabili indicate nell'ipotesi, anche se complessivamente il modello è spiegato quasi unicamente dalla variabile *Target stock price 3 m. before to rumours*.

In particolare:

HP2 gruppo majority	verifica empirica
<i>HP2: All'interno di ciascun raggruppamento (T2-T1) dipende linearmente dalle seguenti variabili:</i>	
- Target stock price 3 month before to rumours.	- relazione lineare (+)
- Target market value 1 month before to rumours.	- relazione lineare (-)
- Target stock price at the date of completion.	- relazione lineare (+)
- Target stock price 1 week after the completion.	- relazione lineare (+)
- (B2-B1): differenziale delle quotazioni pre-post della società acquirente.	- relazione lineare (-)

b) regressione multipla lineare nel gruppo minority

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato corretto	Errore std. della stima
1	,744 ^a	,553	,545	2,01195

a. Stimatori: (Costante), Target market value target 1 m. before to rumours, B2-B1, Target stock price 1 w. after the completion, Target stock price 3 m. before to rumours, Target stock price at the date of completion.

Il coefficiente R-quadrato rappresenta la bontà dell'adattamento della regressione lineare stimata ai dati osservati. Nel gruppo *minority*, il modello spiega il 55% della varianza nella variabile dipendente.

ANOVA^b

Modello	Somma dei quadrati	df	Media dei quadrati	F	Sig.
1 Regressione	1336,517	5	267,303	66,035	,000 ^a
Residuo	1080,797	267	4,048		
Totale	2417,314	272			

a. Stimatori: (Costante), Target market value 1 m. before to rumours, B2-B1, Target stock price 1 w. after the completion, Target stock price 3 m. before to rumours, Target stock price at the date of completion.

b. Variabile dipendente: T2-T1.

Coefficients^a

Modello	Coefficients non standardizzati		Coefficients standardizzati	t	Sig.
	B	Errore std.	Beta		
1 (Costante)	2,073	,403		5,142	,000
B2-B1	,198	,034	,245	5,883	,000
Target stock price 3 m. before to rumours	-,167	,062	-,305	-2,716	,007
Target stock price at the date of completion	-,688	,062	-1,411	-11,077	,000
Target stock price 1 w. after the completion	,735	,049	1,537	15,020	,000
Target market value 1 m. before to rumours	-2,386E-7	,000	-,040	-,948	,344

a. Variabile dipendente: T2-T1.

L'analisi dei COEFFICIENTI consente di comprendere che, nel caso del gruppo *minority*, a differenza del caso precedente, vi sono più di una variabile indipendente che spiega la varianza della variabile dipendente (T2-T1). In particolare abbiamo livelli di significatività interessanti per le variabili (B2-B1), *Target stock price at the date of completion*, *Target stock price 1 w. after the completion*.

La relazione che lega la variabile dipendente (T2-T1) alle variabili indipendenti nel gruppo delle *minority* è qui di seguito indicata:

$$(T2-T1) = 2,073 + 0,198*(B2-B1) - 0,167*Target\ stock\ price\ 3\ m.\ before\ to\ rumours - 0,688*Target\ stock\ price\ at\ the\ date\ of\ completion + 0,735* Target\ stock\ price\ 1\ w.\ after\ the\ completion - 2,386E-7*Target\ market\ value\ 1\ m.\ before\ to\ rumours.$$

Pertanto con riferimento al gruppo delle *minority* possiamo accettare l'HP2 sui dati, nel senso che esiste una relazione lineare tra la variabile dipendente (T2-T1) spiegata principalmente dalle variabili indipendenti (B2-B1), *Target stock price at the date of completion*, *Target stock price 1 w. after the completion*.

In particolare:

HP2 gruppo minority	verifica empirica
<i>HP2: All'interno di ciascun raggruppamento (T2-T1) dipende linearmente dalle seguenti variabili:</i>	
- Target stock price 3 month before to rumours.	- relazione lineare (-)
- Target market value 1 month before to rumours.	- relazione lineare (-)
- Target stock price at the date of completion.	- relazione lineare (-)
- Target stock price 1 week after the completion.	- relazione lineare (+)
- Differenziale delle quotazioni pre-post della società acquirente (B2-B1).	- relazione lineare (+)

c) regressione multipla lineare nel gruppo share buyback

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato corretto	Errore std. della stima
1	,647 ^a	,419	,417	1,62277

a. Stimatori: (Costante), Target stock price 3 m. before to rumours, Target market value 1 m. before to rumours, Target stock price 1 w. after the completion, Target stock price at the date of completion.

Il coefficiente R-quadrato rappresenta la bontà dell'adattamento della regressione lineare stimata ai dati osservati. Nel gruppo *share buyback*, il modello spiega il 42% della varianza nella variabile dipendente.

ANOVA^b

Modello	Somma dei quadrati	df	Media dei quadrati	F	Sig.
1 Regressione	4139,401	4	1034,850	392,975	,000 ^a
Residuo	5751,294	2184	2,633		
Totale	9890,695	2188			

a. Stimatori: (Costante), Target stock price 3 m. before to rumours, target market value 1 m. before to rumours, Target stock price 1 w. after the completion, Target stock price at the date of completion.

b. Variabile dipendente: T2-T1.

Modello		Coefficienti ^a				
		Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati		
		B	Errore std.	Beta	t	Sig.
1	(Costante)	-,530	,063		-8,459	,000
	Target stock price at the date of completion	-1,587	,061	-8,679	-26,022	,000
	Target stock price 1 w. after the completion	1,953	,060	10,680	32,313	,000
	Target market value 1 m. before to rumours	2,838E-8	,000	,034	2,059	,040
	Target stock price 3 m. before to rumours	-,328	,014	-1,862	-23,235	,000

a. Variabile dipendente: T2-T1.

L'analisi dei COEFFICIENTI consente di comprendere che, nel caso del gruppo *share buyback*, a differenza del caso precedente, vi sono più di una variabile indipendente che spiega la varianza della variabile dipendente (T2-T1). Nel modello non è stata inserita la variabile (B2-B1) in quanto trattandosi dell'acquisto di azioni proprie i differenziali (T2-T1) e (B2-B1) coincidevano.

Nel raggruppamento *share buyback* si ritrovano p-value statisticamente significativi per le variabili indipendenti Target stock price at the date of completion, Target stock price 1 w. after the completion, Target stock price 3 m. before to rumours. La relazione che lega la variabile dipendente (T2-T1) alle variabili indipendenti nel gruppo delle *share buyback* è qui di seguito indicata:

$$(T2-T1) = -0,530 - 1,587* \text{Target stock price at the date of completion} + 1,953*\text{Target stock price 1 w. after the completion} + 2.838E-8*\text{Target market value 1 m. before to rumours} - 0,328* \text{Target stock price 3 m. before to rumours}$$

Pertanto con riferimento al gruppo delle *share buyback* possiamo accettare l'HP2 sui dati, nel senso che esiste una relazione lineare tra la variabile dipendente (T2-T1) spiegata principalmente dalle variabili indipendenti *Target stock price at the date of completion*, *Target stock price 1 w. after the completion*, *Target stock price 3 m. before to rumours*.

In particolare:

HP2 gruppo share buyback	verifica empirica
<i>HP2: All'interno di ciascun raggruppamento (T2-T1) dipende linearmente dalle seguenti variabili:</i>	
- Target stock price 3 month before to rumours.	- relazione lineare (-)
- Target market value 1 month before to rumours.	- relazione lineare (+)
- Target stock price at the date of completion.	- relazione lineare (+)
- Target stock price 1 week after the completion.	- relazione lineare (-)
- Differenziale delle quotazioni pre-post della società acquirente (B2-B1).	

In sintesi le relazioni multiple lineari, in termini di significatività statistica (Sig.), tra la variabile dipendente (T2-T1) e quelle indipendenti per ciascun raggruppamento sono qui di seguito indicate:

Variabili indipendenti	Majority	Minority	Share buyback
(B2-B1)	0,275	0,000(***)	
Target stock price 3 m. before rumours	0,017(.)	0,007(*)	0,000(***)
Target stock price at the date of completion	0,181	0,000(***)	0,000(***)
Target stock price 1 w. after the completion	0,792	0,000(***)	0,000(***)
Target market value 1 m. before to rumours	0,876	0,344	0,040(.)
R-quadrato	0,982	0,553	0,419
Intercetta	-,387	2,073	-,530

Variabile dipendente: T2-T1. I gradi di significatività sono i seguenti: (***) per Sig. =0,000, (**) per 0,001≥Sig.>0,000, (*) per 0,01≥Sig.>0,001, (.) per 0,05≥Sig.>0,01.

* * *

Verifica empirica Hp3

ipotesi da accettare	strumento statistico
<i>HP3: All'interno di ciascun raggruppamento (T2-T1) dipende linearmente, in modo predittivo, dalle seguenti variabili:</i>	REGRESSIONE MULTIPLA LINEARE
- Target market value 1 month before to rumours.	MODELLO PREDITTIVO
- Target stock price 3 month before to rumours.	
- Target stock price at the date of completion.	

L'analisi della regressione con scopi predittivi, come già richiamato precedentemente, ha quale obiettivo principale quello di cercare una relazione lineare tra una variabile dipendente e una o più variabili cosiddette predittive. In altri termini, ciò significa che la variabile dipendente può essere determinata sulla base dei predittori,

senza conoscerne il valore a priori. Il potere predittivo del modello si misura in termini di errore commesso fra l'osservazione (*ex post*) della variabile dipendente e quanto predetto dal modello. Nel nostro caso la variabile dipendente è rappresentata dalla differenza tra le quotazioni *ex post* ed *ex ante* delle imprese *target* (T2-T1) e le variabili indipendenti *ex ante* sono rappresentate dalle quotazioni di mercato delle società *target* nel momento del completamento dell'operazione di acquisizione ed in due momenti precedenti (1 mese e 3 mesi precedenti i *rumours*). In particolare si vuole verificare la presenza di una relazione lineare predittiva tra (T2-T1) e le variabili *Target market value 1 month before to rumours*, *Target stock price 3 month before to rumours* e *Target stock price at the date of completion*. La selezione di tali variabili indipendenti è stata ragionata in base alle risultanza delle regressioni albero. Nella validazione della presente ipotesi si è proceduto a suddividere i campioni in tre raggruppamenti (*majority*, *minority*, *share buyback*) secondo le evidenze empiriche riscontrate nella validazione dell'ipotesi HP1.

a) regressione multipla lineare predittiva nel gruppo majority

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato corretto	Errore std. della stima
1	,990 ^a	,980	,977	2,909

a. Stimatori: (Costante), target market value 1 m. before to rumours, Target stock price at the date of completion, Target stock price 3 m. before to rumours.

Il coefficiente **R-quadrato** rappresenta la bontà dell'adattamento della regressione lineare stimata ai dati osservati. Nel gruppo *majority*, il modello spiega il **98% della varianza** nella variabile dipendente che è rappresentata dal differenziale tra le quotazioni *post-pre* delle società *target* nelle acquisizioni effettuate (T2-T1).

ANOVA^b

Modello	Somma dei quadrati	df	Media dei quadrati	F	Sig.
1 Regressione	7164,406	3	2388,135	282,189	,000 ^a
Residuo	143,869	17	8,463		
Totale	7308,275	20			

a. Stimatori: (Costante), Target market value 1 m. before to rumours, Target stock price at the date of completion, Target stock price 3 m. before to rumours.

b. Variabile dipendente: T2-T1.

Coefficients^a

Modello	Coefficients non standardizzati		Coefficients standardizzati	t	Sig.
	B	Errore std.	Beta		
1 (Costante)	-,987	,749		-1,317	,205
Target stock price at the date of completion	,089	,016	,685	5,430	,000
Target stock price 3 m. before to rumours	,052	,021	,310	2,454	,025
Target market value 1 m. before to rumours	3,363E-8	,000	,028	,820	,423

a. Variabile dipendente: T2-T1.

L'analisi dei COEFFICIENTI consente di comprendere che, nel caso del gruppo *majority*, vi sono principalmente due variabili predittive che spiegano la varianza della variabile dipendente (T2-T1). Difatti, in corrispondenza della variabile *Target stock price at the date of completion* (Sig.=0,000) e della variabile *Target stock price 3 m. before to rumours* (Sig.=0,025) si riscontrano *p-value* statisticamente significativi.

La relazione predittiva che lega la variabile dipendente (T2-T1) alle variabili indipendenti nel gruppo *majority* è qui di seguito indicata:

$$(T2-T1) = -0,392 + 0,326 * \text{Target stock price at the date of completion} - 0,291 * \text{Target stock price 3 m. before to rumours} + 3,623E-8 * \text{Target market value before to rumours}$$

Pertanto, con riferimento al gruppo delle *majority*, possiamo accettare l'HP3 sui dati, nel senso che esiste una relazione lineare predittiva tra la variabile dipendente (T2-T1) spiegata principalmente dalle variabili indipendenti predittive *Target stock price at the date of completion*, *Target stock price 3 m. before to rumours* e *Target market value before to rumours*.

In particolare:

HP3 gruppo majority	verifica empirica
<p>HP3: All'interno di ciascun raggruppamento (T2-T1) dipende linearmente, in modo predittivo, dalle seguenti variabili:</p>	
- Target market value 1 month before to rumours.	- relazione lineare predittiva (+)
- Target stock price 3 month before to rumours.	- relazione lineare predittiva (-)
- Target stock price at the date of completion.	- relazione lineare predittiva (+)

b) regressione multipla lineare predittiva nel gruppo minority

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato corretto	Errore std. della stima
1	,349 ^a	,122	,112	2,80940

a. Stimatori: (Costante), Target market value 1 m. before to rumours, Target stock price at the date of completion, Target stock price 3 m. before to rumours.

Il coefficiente R-quadrato in tale raggruppamento presenta un valore poco rappresentativo. Difatti, nel gruppo *minority*, il modello spiega il 12% della varianza nella variabile dipendente che è rappresentata dal differenziale tra le quotazioni *pre-post* delle società *target* nelle acquisizioni effettuate (T2-T1).

ANOVA^b

Modello	Somma dei quadrati	df	Media dei quadrati	F	Sig.
1 Regressione	294,173	3	98,058	12,424	,000 ^a
Residuo	2123,141	269	7,893		
Totale	2417,314	272			

a. Stimatori: (Costante), Target market value 1 m. before to rumours, Target stock price at the date of completion, Target stock price 3 m. before to rumours.

b. Variabile dipendente: T2-T1

Coefficienti^a

Modello	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati	t	Sig.
	B	Errore std.	Beta		
1 (Costante)	3,101	,553		5,607	,000
Target stock price at the date of completion	-,162	,073	-,333	-2,218	,027
Target stock price 3 m. before to rumours	,027	,082	,049	,324	,747
Target market value 1 m. before to rumours	-8,810E-7	,000	-,148	-2,543	,012

a. Variabile dipendente: T2-T1.

L'analisi dei COEFFICIENTI consente di comprendere che, nel caso del gruppo *minority*, vi sono principalmente due variabili predittive che spiegano la varianza della variabile dipendente (T2-T1). Difatti, in corrispondenza della variabile Target stock price at the date of completion (Sig.=0,027) e della variabile Target market value 1 m. before to rumours (Sig.=0,012) si riscontrano *p-value* statisticamente significativi. La relazione predittiva che lega la variabile dipendente (T2-T1) alle variabili indipendenti nel gruppo *majority* è qui di seguito indicata:

$$(T2-T1) = 3,101 - 0,162 * \text{Target stock price at the date of completion} + 0,027 * \text{Target stock price 3 m. before to rumours} - 8,810E-7 * \text{Target market value before to rumours}$$

Pertanto, con riferimento al gruppo delle *minority*, possiamo accettare l'HP3 sui dati, nel senso che esiste una relazione lineare predittiva tra la variabile dipendente (T2-T1) spiegata principalmente dalle variabili indipendenti predittive *Target stock price at the date of completion* e *Target market value 1 m. before to rumours*.

In particolare:

HP3 gruppo minority	verifica empirica
HP3: All'interno di ciascun raggruppamento (T2-T1) dipende linearmente, in modo predittivo, dalle seguenti variabili:	
- Target market value 1 month before to rumours.	- relazione lineare predittiva (-)
- Target stock price 3 month before to rumours.	- relazione lineare predittiva (+)
- Target stock price at the date of completion.	- relazione lineare predittiva (-)

c) regressione multipla lineare predittiva nel gruppo share buyback

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato corretto	Errore std. della stima
1	,375 ^a	,141	,139	1,97246

a. Stimatori: (Costante), Target market value 1 m. before to rumours, Target stock price 3 m. before to rumours, Target stock price at the date of completion.

Il coefficiente R-quadrato in tale raggruppamento presenta un valore poco rappresentativo. Difatti, nel gruppo *share buyback*, il modello spiega il 14% della varianza nella variabile dipendente che è rappresentata dal differenziale tra le quotazioni *pre-post* delle società *target* nelle acquisizioni effettuate (T2-T1).

ANOVA^b

Modello	Somma dei quadrati	df	Media dei quadrati	F	Sig.
1 Regressione	1389,776	3	463,259	119,072	,000 ^a
Residuo	8500,920	2185	3,891		
Totale	9890,695	2188			

a. Stimatori: (Costante), Target market value 1 m. before to rumours, Target stock price 3 m. before to rumours, Target stock price at the date of completion.

b. Variabile dipendente: T2-T1.

Coefficienti^a

Modello	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati	t	Sig.
	B	Errore std.	Beta		
1 (Costante)	-,392	,076		-5,160	,000
Target stock price at the date of completion	,326	,018	1,784	18,342	,000
Target stock price 3 m. before to rumours	-,291	,017	-1,652	-17,014	,000
Target market value 1 m. before to rumours	3,623E-8	,000	,043	2,163	,031

L'analisi dei COEFFICIENTI consente di comprendere che, nel caso del gruppo *share buyback*, tutte le variabile predittive hanno un valore di *p-value* statisticamente significativo.

Difatti in corrispondenza della variabile *Target stock price at the date of completion* si ottiene un Sig.=0,000, in corrispondenza della variabile *Target sotck price 3 m. before to rumours* si ottiene un Sig.=0,000 mentre in corrispondenza del *Target market value 1 m. before to rumours* si rileva un Sig.=0,031. La relazione predittiva che lega la variabile dipendente (T2-T1) alle variabili indipendenti nel gruppo *share buyback* è qui di seguito indicata:

$$(T2-T1) = -0,392 + 0,326 * \text{Target stock price at the date of completion} - 0,291 * \text{Target stock price 3 m. before to rumours} + 3,623E-8 * \text{Target market value before to rumours}$$

Pertanto, con riferimento al gruppo delle *share buyback*, possiamo accettare HP3 sui dati, nel senso che esiste una relazione lineare predittiva tra la variabile dipendente (T2-T1) spiegata da tutte le variabili indipendenti predittive.

In particolare:

HP3 gruppo share buyback	verifica empirica
<i>HP3: All'interno di ciascun raggruppamento (T2-T1) dipende linearmente, in modo predittivo, dalle seguenti variabili:</i>	
- <i>Target market value 1 month before to rumours.</i>	- <i>relazione lineare predittiva (+)</i>
- <i>Target stock price 3 month before to rumours.</i>	- <i>relazione lineare predittiva (-)</i>
- <i>Target stock price at the date of completion.</i>	- <i>relazione lineare predittiva (+)</i>

In sintesi le relazioni multiple lineari predittive, in termini di significatività statistica (Sig.), tra la variabile dipendente (T2-T1) e quelle indipendenti per ciascun raggruppamento sono qui di seguito indicate:

Variabili indipendenti	Majority	Minority	Share buyback
Target stock price at the date of completion	0,000(***)	0,027(.)	0,000(***)
Target stock price 3 m. before to rumours	0,025(.)	0,747	0,000(***)
Target market value 1 m. before to rumours	0,423	0,012(.)	0,031(.)
R-quadrato	0,98	0,122	0,141
Intercetta	-,987	3,101	-,392

Variabile dipendente: T2-T1.

I gradi di significatività sono i seguenti: (***) per Sig. =0,000, (**) per 0,001≥Sig.>0,000, (*) per 0,01≥Sig.>0,001, (.) per 0,05≥Sig.>0,01.

4.7. Conclusioni sull'analisi empirica

La letteratura e la dottrina anglosassone in materia di profittabilità delle operazioni di M&A ha posto a confronto sia valori contabili, traibili dai bilanci di esercizio, sia variabili desunte dai mercati finanziari. Il presente lavoro empirico, collocandosi all'interno di quest'ultimo filone di ricerca, ha cercato di verificare l'esistenza di possibili relazioni tra la variabile indipendente (T2-T1) che rappresenta il differenziale di prezzo delle quotazioni delle società *target* e una serie di variabili dipendenti legate a valori finanziari e a valori contabili di bilancio. Stante le risultanze statistiche evidenziate si possono trarre alcune conclusioni, di seguito indicate:

a) dall'analisi preliminare del **TEST.Z** per la suddivisione del campione inizialmente composto da n. 2.480 *deal*, si può constatare che, in termini di media di ciascuna matrice rispetto al campione complessivamente composto, i tre sotto raggruppamenti sono differenti. In sintesi si può affermare che il TEST.Z consente di accettare sui dati l'ipotesi HP1 a) e b) della differenza delle medie mentre accetta l'ipotesi nulla nel sotto-raggruppamento del *share buyback* rispetto a quello *minority*.

b) dall'analisi empirica del dato, mediante lo strumento statistico CART, si può affermare che in termini di media le variabili di bilancio e di natura finanziaria indipendenti x (si rinvia alla Tabella 4.4.1.) considerate nel modello spiegano in termini di massimizzazione della riduzione di varianza la variabile dipendente (T2-T1). In particolare, nella regressione ad albero sul campione complessivo di n. 2.480 *deal* si evince che la varianza della variabile (T2-T1) è spiegata in prima istanza dal valore della variabile ($B2-B1$) e successivamente dal valore della variabile *Target stock price at the date of completion*. In altri termini il differenziale *post-pre* tra le quotazione dell'acquirente ed il valore dell'impresa *target* desunto dal mercato finanziario alla data di completamento dell'operazione spiegano, in media, la varianza del differenziale *post-pre* delle società *target*. Effettuando, invece, l'indagine solo con riferimento al gruppo *majority* e *minority* le variabili cambiano. Difatti, volendo "isolare" il raggruppamento *share buyback* si può affermare che la media sulla popolazione considerata (n. 292 acquisizioni) è spiegata, in termini di massimizzazione della riduzione della varianza dalla variabile *Target stock price 1 week after the completion* e dalla variabile *Target stock price at the date of completion*. Inoltre, da una disamina esplorativa sulle 7 anomalie riscontrate nel figlio sinistro del primo *split*, emerge come in tutte le acquisizioni le società acquirenti sono dello stesso paese (Gran Bretagna) e la maggioranza delle acquisite sono rappresentate dalla medesima impresa.

c) dall'analisi statistica mediante la tecnica della regressione multivariata si è dimostrato che esistono delle relazioni lineari tra la variabile dipendente (T2-T1) e le variabili indipendenti x . In particolare, si può affermare che nella regressione multipla lineare si sono accettate sui dati le ipotesi di ricerca per cui esiste una relazione lineare tra il differenziale *post-pre* delle società *target*, per ciascun raggruppamento, e le variabili *Target stock price 3 month before to rumours*, *Target market value 1 month before to rumours*, *Target stock price at the date of completion*, *Target stock price 1 week after the completion* ed il differenziale delle quotazioni *pre-post* della società acquirente ($B2-B1$).

Anche nell'analisi predittiva si è verificato che, confrontando la variabile dipendente (T2-T1) con le variabili indipendenti predittive (precedenti la data dell'*announcement*) esiste una relazione lineare tra il differenziale *post-pre* delle società target, per ciascun raggruppamento, e le variabili predittive *Target market value 1 month before to rumours*, *Target stock price 3 month before to rumours*, *Target stock price at the date of completion*.

La tabella di seguito elaborata sintetizza le evidenze empiriche riscontrate (Tabella 4.7.1. Sintesi delle risultanze empiriche):

4.7.1. Sintesi delle risultanze empiriche

Variabili indipendenti	Majority	Minority	Share buyback
REGRESSIONE NON PREDITTIVA			
(B2-B1)	0,275	0,000(***)	
Target stock price 3 m. before rumours	0,017(.)	0,007(*)	0,000(***)
Target stock price at the date of completion	0,181	0,000(***)	0,000(***)
Target stock price 1 w. after the completion	0,792	0,000(***)	0,000(***)
Target market value 1 m. before to rumours	0,876	0,344	0,040(.)
R-quadrato	0,982	0,553	0,419
Intercetta	-,387	2,073	-,530
REGRESSIONE PREDITTIVA			
Target stock price at the date of completion	0,000(***)	0,027(.)	0,000(***)
Target stock price 3 m. before to rumours	0,025(.)	0,747	0,000(***)
Target market value 1 m. before to rumours	0,423	0,012(.)	0,031(.)
R-quadrato	0,98	0,122	0,141
Intercetta	-,987	3,101	-,392

Variabile dipendente: T2-T1.

I gradi di significatività sono i seguenti: (***) per Sig. =0,000, (**) per 0,001≥Sig.>0,000, (*) per 0,01≥Sig.>0,001, (.) per 0,05≥Sig.>0,01.

Considerazioni Conclusive

L'obiettivo principale del presente lavoro di ricerca è quello di mettere in evidenza le differenze e le attuali criticità nella valorizzazione e successiva contabilizzazione del *goodwill* nel lungo percorso di convergenza e armonizzazione tra i principi contabili internazionali IAS/IFRS e statunitensi US.GAAP. E' stato, inoltre, elaborato un lavoro empirico, a supporto della parte teorica, avente ad oggetto la profittabilità e le *performance* economico finanziarie nelle operazioni di acquisizione.

La posta patrimoniale dell'avviamento nei bilanci delle imprese è un valore che nasce da una o più operazioni di aggregazione nelle quali l'impresa ha partecipato in qualità di acquirente-investitrice. La dottrina economico aziendale accoglie in tale valore un insieme di risorse immateriali che non sono valorizzabili durante la gestione ordinaria dell'impresa ma che emergono contabilmente in presenza di operazioni di *business combination*.

Il presente lavoro pone, quindi, attenzione al cosiddetto *patrimonio allargato* cioè a quel patrimonio non più configurabile a valori contabili di libro ma rappresentativo sia di risorse immateriali specifiche (identificabili, misurabili e separabili) sia di risorse immateriali generiche che ne determinano la quantificazione.

In altri termini, l'avviamento rappresenta quel *transfer* che consente di rendere valorizzabili una serie di condizioni immateriali, espressione sia di risorse che non hanno titolo per essere classificate tra le immobilizzazioni immateriali o costi ad utilità pluriennale sia di maggior valori che acquisiscono i beni materiali o immateriali avvinti in un sistema orientato al conseguimento di redditi (Guatri, 1989).

Le criticità e l'importanza di tale posta patrimoniale sono peraltro confermate a livello internazionale dal processo di convergenza ed armonizzazione iniziato dal FASB e dallo IASB con riguardo alle *business combination*. L'introduzione del principio IFRS 3R, in vigore dal 1° luglio 2009 (o 1° gennaio 2010 per bilanci coincidenti con l'anno solare) e dello Statement FAS 141R, in vigore dal 15 dicembre 2008, ha rappresentato un momento di fondamentale importanza nell'ottica di garantire un più elevato livello di qualità dell'informativa economico-finanziaria resa disponibile da ciascuna impresa nei propri bilanci, con riferimento alle operazioni di aggregazione nelle quali è coinvolta.

L'analisi condotta dal punto di vista teorico dottrinale permette di giungere ad alcune osservazioni conclusive in parte legate alla trattazione teorica ed in parte legate al lavoro empirico svolto. Con riferimento alla parte teorica è possibile trarre alcune osservazioni riguardanti i cambiamenti critici che si ritrovano lungo il difficile percorso di convergenza tra IASB e FASB.

Una prima considerazione riguarda, difatti, il passaggio dall'ammortamento sistematico dell'avviamento all'*impairment test* per la verifica di eventuali perdite di valore. Con tale modifica, accettata sia dal FASB che dallo IASB, la qualità dell'informazione viene parametrata alla possibilità di conoscere i risultati e le attese future sull'investimento effettuato (benefici economici futuri). In altri termini, il *goodwill* viene monitorato in base al grado di incertezza nella valorizzazione delle risorse generiche immateriali. Difatti, mediante l'ammortamento basato su differenti piani

sistematici si procedeva sempre e soltanto ad una riduzione di valore, in modo indipendente rispetto al legame tra il valore inizialmente iscritto ed il grado di attese soddisfatte in termini di sinergie potenziali verificatesi dopo l'aggregazione. Con l'*impairment test*, invece, che impone periodiche verifiche di valore, si determina un ammontare dell'avviamento capace di rappresentare, mediante rettifiche, eventuali sinergie potenziali erroneamente valutate in sede di prima iscrizione e successivamente eliminate mediante l'iscrizione di perdite di valore.

Una seconda considerazione riguarda la quantificazione dei flussi di cassa a base del calcolo del *fair value*. Applicando l'*impairment test* è possibile considerare un valore dell'avviamento maggiormente collegato al mercato ed alle sinergie potenziali ma permangono ampi spazi di discrezionalità nella costruzione dei flussi di cassa. Pertanto, se da un lato si vuole garantire un valore maggiormente attendibile a livello di informativa di bilancio, dall'altro è doveroso ricordare come quel valore sia influenzato dalla dimensione qualitativa dell'avviamento cioè dalle ipotesi e dai ragionamenti sottesi alla determinazione dei flussi di cassa. Difatti, da un lato emergono aspetti soggettivi legati alla determinazione di quali flussi attualizzare, che potrebbero essere intesi sia un'ottica *asset side* basata sui *free cash flow from operation* (FCFO unlevered) ed attualizzati ad un tasso che rappresenti il rendimento opportunità per tutti i conferenti di capitali (costo medio ponderato del capitale, WACC) sia in un'ottica *equity side* basata sui *free cash flow to equity* (FCFE levered) ed attualizzati ad un tasso opportunità espressivo di rendimenti alternativi in capitale azionario di imprese comparabili (costo del capitale proprio, Ke). Quindi se da un lato otteniamo un valore di *fair value* presumibilmente più attendibile e maggiormente legato alla volatilità dei mercati finanziari, dall'altro quello stesso valore presuppone scelte soggettive legate alla fase di attualizzazione (WACC o Ke) di determinati flussi di cassa (FCFO o FCFE).

Un'ultima considerazione riguarda l'*acquisition method* quale unico metodo contabile per le *business combination*, accettato sia dai principi IAS/IFRS sia dai principi US.GAAP. In precedenza, infatti, alcune tipologie di aggregazioni davano ampi spazi di scelta e molte imprese adottavano il *pooling of interest method* per evitare la rivalutazione delle attività e delle passività, per mantenere i valori di libro a costo storico e per evitare l'utilizzo del *fair value* quale principio di valutazione. Tutto ciò era spiegabile in presenza di forte incertezza nelle valutazioni in quanto erano possibili importanti riduzioni di valore con conseguente impatto negativo sugli utili realizzati. Ci si concentra, pertanto, sul *business* acquisito facendo coincidere il costo dell'aggregazione al *fair value* della contropartita corrisposta dall'acquirente. Come evidenziato nel punto precedente, l'adozione di un metodo basato da un lato sulla quantificazione del *goodwill* a valori correnti e dall'altro garantendo una verifica annuale del valore inizialmente iscritto migliora la qualità dell'informazione fornita dall'impresa acquirente nel senso di esprimere un valore al netto di eventuali errori commessi in sede di iscrizione iniziale del *goodwill*, rappresentati da eventuali benefici economici futuri considerati nel conteggio iniziale e non verificatesi successivamente.

Le imprese vivono in una cosiddetta *knowledge economy* che attribuisce molta importanza agli intangibili. Il *goodwill* rappresenta, quale elemento intangibile, un insieme di benefici economici futuri, considerati all'interno del suo valore e che necessitano di una periodica verifica al fine di misurare un valore dell'avviamento sempre più rappresentativo dei mercati finanziari e delle capacità dell'impresa di realizzare quanto atteso. Il lungo percorso di convergenza al modello statunitense ha comportato incisive innovazioni nei paesi con sistemi profondamente diversi da quelli di origine anglosassone.

La valorizzazione, la contabilizzazione, la natura e le componenti del *goodwill* saranno oggetto di continui controversi dibattiti negli anni a venire in quanto gli sforzi dello IASB e del FASB sono stati determinanti ma non ancora sufficienti a garantire una accettata definizione del *goodwill* in tutti i suoi aspetti contabili e finanziari.

A conclusione del presente lavoro, con riferimento alla parte empirica, è opportuno, in un'ottica di possibili approfondimenti futuri, esporre i due principali limiti incontrati.

Un primo limite è rappresentato dal campione di riferimento. Il campione, come già enunciato, si compone di tutte le società europee non finanziarie quotate nella borsa NYSE. La scelta è stata fatta in quanto essendo oggetto della ricerca le operazioni di acquisizione, si è pensato di concentrarsi sul mercato statunitense in quanto, a tale riguardo, presenta senza dubbio una esperienza storica maggiore rispetto ai mercati europei regolamentati. Con tale consapevolezza sarebbe interessante effettuare le medesime indagini empiriche su mercati di borsa differenti (Milano, Londra, ecc.) per comprenderne al meglio eventuali riflessi economico aziendali.

Un secondo limite è rappresentato dagli strumenti statistici utilizzati. L'indagine del dato empirico è stata effettuata mediante una tecnica CART prevalentemente esplorativa e non attraverso test di ipotesi. L'analisi della regressione multivariata predittiva e non predittiva, pur rappresentando una tecnica basata su ipotesi accettate o non accettate sui dati, presenta delle limitazioni su tre ordini di questioni: a) la scelta della performance aziendale è stata trattata nell'ottica finanziaria verificando se le quotazioni di mercato post/pre delle imprese fossero differenti a seconda dell'*announcement* dell'operazione sui mercati regolamentati. In tal senso si potrebbe misurare il concetto di profittabilità e di *performance* economico finanziaria utilizzando differenti poste o indici di bilancio, combinando sia aspetti contabili sia aspetti finanziari; b) la scelta delle variabili esplicative si è basata su quanto era desumibile dal *database* con alcune integrazioni. Si potrebbe, in tal senso, ampliare la base esplicativa delle variabili indipendenti utilizzando *rating* finanziari periodici o interviste qualitative ai *manager*; c) la rappresentazione causale tra la variabile dipendente e le variabili indipendenti è stata ipotizzata lineare. A tal proposito, l'indagine potrebbe essere svolta implementando la ricerca con modelli stocastici o probabilistici.

Bibliografia

- Airoldi G., Brunetti G., Coda V. (2005), Corso di Economia Aziendale, Società Editrice il Mulino, Bologna.
- Altman E.I. (1991), Operazioni di ristrutturazione del passivo aziendale e valori del capitale, *Finanza, Marketing e Produzione*, N. 1.
- Amaduzzi A. (1966), L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni, Utet, Torino.
- Amaduzzi A. (2005), Gli intangibili nei principi contabili statunitensi e negli IAS/IFRS, Giuffrè Editore, Milano.
- Amodeo D. (1992), Ragioneria generale delle imprese, ristampa, Giannini Editore, Napoli.
- Anand J., Delios A. (2002), Absolute and relative resources as determinants of international acquisitions, *Strategic Management Journal*, N. 23.
- Andersen O. (1997), Internationalization and market entry mode: a review of theories and conceptual frame work, *Management International Review*, Vol. 37, N. 2.
- Andersson U., Johanson J., Vahlne J.E. (1997), Organic acquisitions in the internationalisation process of the business firm, *Management International Review*, Vol. 37, N.2
- Andrade G. et al (2001), New evidences and perspectives on mergers, *Journal of Economics Perspectives*, Vol. 15, N. 2.
- Andrei P. (2004), Valori storici e correnti nel bilancio di esercizio, Giuffrè Editore, Milano.
- Andrei P. (2006), a cura di, L'adozione degli IAS/IFRS in Italia: impatti contabili e profili gestionali, Giappichelli Editore, Torino.
- Andrei P. (2006), a cura di, L'adozione degli IAS/IFRS in Italia: concentrazioni aziendali e bilancio consolidato, Giappichelli Editore, Torino.
- Andrei P., Azzali S., Bisaschi A., Fellegara A.M. (1999), Le aggregazioni di impresa, Giuffrè Editore, Milano.
- Andrews C., Flamer J. et al. (2009), SFAS 141(R): Global Convergence and Massive Changes in M&A Accounting, *Journal of Business & Economics Research*, Vol. 7, N. 4.
- Angiola N. (1997), L'avviamento negativo. Problematiche economiche e contabili. Giappichelli Editore, Torino.
- Angiola N. (1997), Prezzo di acquisizione, effetto sinergico e valore di avviamento: rilievo economici e contabili, *Rivista dei Dottori Commercialisti*, N. 2, 1997.
- Anthony R.N., Reese J.S., Hertenstein R.H. (1995), Accounting. Text and Cases, Irwin, Homewood, Illinois.
- Appleyard, A.R. (1980), 'Takeovers: accounting policy, financial policy and the case against accounting measures of performance', *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 7: 541-554.
- Ardemani E. (1958), L'avviamento dell'impresa, Marzorati, Milano.
- Astley W. G., Fombrun C.J. (1983), Collective strategy: social ecology of organizational environments, *Academy of Management Review*, Vol. 8, N.4.
- Azzali S. (2002), Le differenze tra i principi contabili italiani e internazionali nella procedura di consolidamento, in Azzali S. (a cura di), Il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali. Problemi applicativi, soluzioni operative, potenzialità informative, *Il Sole 24 Ore*, Milano.

- Azzali S. (2002), Il reddito e il capitale di gruppo. Valore e sua determinazione nei gruppi aziendali, Giuffrè Editore, Milano.
- Ball, R., Kothari, S.P., Robin, A. (2000), The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, N. 29: 1-51.
- Ballwieser, W. (1996), Accounting treatments for goodwill and other intangible assets in Germany, *Accounting Education*, Vol. 11, N. 2.
- Barkema H.G., Vermeulen F. (1998), International expansion through start-up or acquisition: a learning perspective. *Academy of Management Journal*, Vol. 41.
- Barth, M., Clinch G. (1996), International accounting differences and their relation to share prices: Evidence from UK, Australian, and Canadian firms, *Contemporary Accounting Research*, Vol.13, N. 1.
- Basu S. (1997), The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, N. 1.
- Basu S. (2001), Discussion of on the asymmetric recognition of good and bad news in France, Germany and the United Kingdom. *Journal of Business Finance and Accounting*, 28(9/10), 1333-1349.
- Bauer R. (2005), IFRS 3: le regole per le operazioni straordinarie, in *Amministrazione e Finanza* n. 11/2005.
- Bensadon D. (2002), La consolidation des comptes chez Pechiney 1960-1985, Mémoire de DEA 124, CREFIGE, University Paris Dauphine.
- Berle (1932), For whom are corporate managers trustees?, *Harvard Law Review*, Vol. 45, N. 8.
- Bertini U. (1990), Il Sistema d'Azienda, Schema di Analisi, Studi di Economia e Politica Aziendale, G. Giappichelli Editore, Torino.
- Besta F. (1922), La Ragioneria, ristampa della II ed. riveduta ed ampliata col concorso dei Proff. Vittorio Alfieri, Carlo Ghidiglia, Pietro Rigobon, Vallardi Milano.
- Bhide A. (1993), Reversing Corporate Diversification, in *The New Corporate Finance, Where Theory meets Practice*, ed. D.H. Chew Jr., McGraw Hill.
- Bianchi Martini S. (1996), Interpretazione del concetto di avviamento. Analisi dei principali orientamenti della dottrina italiana, Giuffrè Editore, Milano.
- Bithell R.A. (1882), *A Counting House Dictionary*, George Routledge & Sons, London.
- Bliss J. H. (1924), *Intangible fixed investments*, Ronald Press, New York.
- Blume M., Friend I. (1975), The Asset structure of individual Portfolios and some implications for Utility Function, *The Journal of Finance*, Vol. 30, N. 2.
- Boulding Kenneth E. (1956), General System Theory – The Skeleton of Science, *Management Science*, Vol. 2, N. 3.
- Bradley M., Desai A., Kim E.H. (1988), Synergetic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, N. 1.
- Bradley M., Sundaram A. (2006), Acquisitions and performance: A re-assessment of the evidence, Working Paper, Duke University.
- Brealey R., Myers S., Sandri S. (1993), *Principi di Finanza Aziendale*, McGraw Hill, Milano.
- Breiman L., Friedman H., Olshen R.A., Stone C.J. (1984), *Classification and Regression Trees*, Wadsworth International Group. Belmont, California.
- Bresser R.K.F., Harl J.E. (1986), Collective Strategy: Vice or Virtue?, *Academy of Management Review*, Vol. 11: 408-427.

- Brouthers K.D. (2002), "Institutional Culture and Transaction Cost Influences on Entry Mode Choice and Performance, *Journal of International Business Studies*, Vol. 33, N. 2.
- Brouthers K.D., Brouthers L.E. (2000), Acquisition or greenfield start-up? Institutional, cultural and transaction cost influences, *Strategic Management Journal*, Vol. 21, N.1.
- Bryer R.A. (1995), A political economy of SSAP22: accounting for goodwill, *British Accounting Review*, Vol. 27, N. 4.
- Cabral L.M., J. Mata (2003), On the evolution of the firm size distribution: Facts and theory, *American Economic Review*, Vol. 93, N. 4.
- Cafferata R. (1984), Teoria dell'organizzazione, Franco Angeli Editore, Milano.
- Cameron K.S., Kim M.U., Whetten D.A. (1987), Organizational dysfunctions of decline, *Academy of Management Journal*, Vol. 30, N.1.
- Cameron K.S., Kim M.U., Whetten D.A. (1987), Organizational effects of decline and turbulence, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 32, N.2.
- Caprio L. (1989), Le decisioni di investimento nei mercati dei capitali. I modelli media-varianza, Utet, Torino.
- Cattaneo M. (1999), Manuale di Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna.
- Catturi G. (1989), Teorie contabili e scenari economico aziendali, Cedam. Padova.
- Cavaliere E., Ranalli F. (1999), Economia Aziendale, Vol. II *aree funzionali e governo d'impresa*, G. Giappichelli Editore, Torino.
- Ceccherelli A. (1964), Problemi di economia aziendale, Cursi Editore, Pisa.
- Cecchi M. (2005), Economia dei Gruppi e delle Aggregazioni Aziendali, Franco Angeli Editore, Milano.
- Cerboni G. (1886), La Ragioneria Scientifica, Vol. I: *I prolegomeni*, Loescher, Roma.
- Cerboni G. (1894), La Ragioneria scientifica e le sue relazioni con le discipline amministrative e sociali, Vol. II: *Il Metodo*, Loescher, Roma.
- Ceriani G. (1990), Il trasferimento dell'impresa in economia aziendale, Cedam, Padova.
- Chandler A.D. (1977), *The Visible Hand: Managerial Revolution in American Business*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Chandler A.D. (1990), *Scale and Scope. The Dynamics of Industrial Capitalism*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Charpentier, J. (1906), *Etude juridique sur le bilan dans les sociétés par actions*. Dissertation. Paris.
- Chen M.L., Chen R.D. (2006), Economic Entity Theory: Non- controlling interests and Goodwill Valuation, *Journal of Finance and Accountancy*, Vol. 1, N. 9.
- Chiacchierini C., Perrone V., Perrini F, 2008, i-Valuation, intangibili, competitività e valutazione d'impresa, Egea, Milano.
- Child J. (1973), Predicting and understanding organizational structure, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 18, N. 2.
- CNC (1982), *Plan comptable général (general accounting plan)*, Imprimerie National (Conseil National de la comptabilité), Paris.
- Coase R.H. (1937). The Nature of the Firm, *Economica*, Vol. 4, N. 16.
- Coda V. (1990), Il problema della valutazione della strategia, in *Economia e Management*, Vol. 12, gennaio.
- Coda V., Mottura P. (1985), Le determinati del valore economico di una azienda di credito; la formula imprenditoriale, la redditività, gli aspetti strategici, in AA.VV., *La Valutazione delle banche*, Iceb, Milano.

- Colombo G. (1999), Fusioni, Acquisizioni e Scorpori. Economia delle concentrazioni aziendali, Egea Editore, Milano.
- Commons J.R. (1934), Institutional Economics, University of Winsconsin Press.
- Consorti A. (1994), Il successo d'azienda. Schema d'analisi, Giappichelli Editore, Torino.
- Copeland T., Koller T., Murrin J. (2000), Valuation, measuring and managing the value of companies, John Wiley and Sons.
- Corno F. (1996), Patrimonio intangibile e governo dell'impresa, Egea, Milano.
- Coultard F. (2000), Merger but not an acquisition, *Journal Circuite World*, Vol. 26. N. 4.
- Croci E. (2007) Corporate Raiders, Performance and Governance in Europe, *European Financial Management* Vol. 13, N. 5.
- D'Amico (1999), Profili del processo evolutivo negli studi di economia aziendale, Giappichelli Editore, Torino.
- D'Amico E. (1993), Capitale economico e flussi finanziari: la ricerca del tasso di sconto in condizioni di rischio, *Rivista Bancaria*, N. 31.
- D'Amico E. (1995), La valutazione delle banche. Modelli per la determinazione del rischio, del tasso di sconto e del valore del capitale economico., Giappichelli, Torino.
- Damodaran A. (1991), Corporate Finance: Theory and Practice, John Wiley and Sons.
- Davis P.S., Desai A.B., Francis J.D., (2000). Mode of international entry: an isomorphism perspective, *Journal of International Business Studies*, Vol. 31, N.2.
- DeAngelo H., Masulis R.W. (1980), Leverage and Dividend Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation, *Journal of Finance*, Vol. 35, N. 2.
- Delaporte J.B. (1808), Commentaires sur le code de commerce. Tome 1, Demonville, Paris.
- Delios A., Beamish, P.W. (1999), Ownership strategy of Japanese firms: transactional, institutional, and experience influence, *Strategic Management Journal*, Vol. 20, N.10.
- Dickinson A. L. (1917), Accounting practice and procedure, Ronald Press, New York.
- Dodd E.M.J. (1932), For whom are corporate managers trustees?, *Harvard Law Review*, Vol. 45, N.7.
- Dodd P. (1980), Merger proposal, management discretion and stockholder wealth, *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, N. 2.
- Dodd P., Ruback R. (1977), Tender offers and stockholders returns: an empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, N. 3.
- Dunne T., Hughes A. (1994), Age, Growth and Survival: UK Companies in the 1980's, *Journal of Industrial Economics*, Vol. 42, N. 2.
- Dunne T., Roberts M., Samuelson L. (1989), The Growth and Failure of U.S. Manufacturing Plants, *Quarterly Journal of Economics*, 104, N.4.
- Duplessis (1903), Prescriptions comptables dans les actes des sociétés par actions. *Revue des Sociétés*: 236-244 and 287-295.
- Eckbo B.E. (1983), Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11: 241-272.
- Eckbo B.E., Langohr H. (1989), Information disclosure, method of payment, and takeover premiums: Public and private tender offers in France, *Journal of Financial Economics*, Vol. 24: 363-403.
- Eminente G., Cherubini S. (1981), Marketing in Italia, Franco Angeli Editore, Milano.

- Ernst&Young, La contabilizzazione dell'avviamento nelle aggregazioni aziendali: il principio IFRS 3, in *Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio*, n. 10/2006, Egea, Milano.
- Fama E.F., Fisher L., Jensen M.C., Roll R. (1969), The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review*, Vol. 1: 1-21.
- Fama E.F., Jensen M.C. (1983-a), Agency Problems and Residual Claims, *Journal of Law and Economics* Vol. 26, N. 2.
- Fama E.F., Jensen M.C. (1983-b), Organizational Forms and Investment Decisions, Rochester, NY: Graduate School of Management, University of Rochester. Managerial Economics Research Center working paper, Vol. 83, N. 3.
- Ferrero G. (1966), La valutazione economica del capitale d'impresa, Giuffrè Editore, Milano.
- Ferrero G. (1987), *Impresa e Management*, seconda edizione, Giuffrè Editore, Milano.
- Financial Accounting Standard Board (FASB), 2001. Statement of Financial Accounting Standards No. 142, Goodwill and Other Intangible Assets, Norwalk, CT: FASB.
- Financial Accounting Standard Board (FASB), 2005. Exposure Draft, Consolidated Financial Statements, Including Accounting and Reporting Non-controlling Interests in Subsidiaries – a Replacement of ARB No. 51, Norwalk, CT: FASB.
- Financial Accounting Standard Board (FASB), 2005. Exposure Draft, Business Combinations - a Replacement of FASB Statement No.141, Norwalk, CT: FASB.
- Financial Accounting Standard Board (FASB), 2007. Statement of Financial Accounting Standards No. 141R, Business Combinations, Norwalk, CT: FASB.
- Financial Accounting Standard Board (FASB), 2007. Statement of Financial Accounting Standards No. 141 Revised, Business Combinations, Norwalk, CT: FASB.
- Financial Accounting Standard Board (FASB), 2007. Statement of Financial Accounting Standards No. 160, Noncontrolling Interest in Consolidated Financial Statements, an Amendment of ARB No. 51, Norwalk, CT: FASB.
- Fischer I. (1986), *Appreciation and Interest*, Mac Millan, New York.
- Fontana F. (1981), *Il sistema organizzativo aziendale*, Franco Angeli Editore, Milano.
- Franceschi L.F. (2007), *La cessione d'azienda. Profili economico aziendale e procedurali*, Cedam, Padova.
- Franks J., Harris R., Titman S. (1991), The postmerger share-price performance of acquiring firms, *Journal of Financial Economics*, Vol. 29, N. 1.
- Frattoni G. (1984), Il valore di acquisizione delle aziende in funzionamento, *Rivista dei Dottori Commercialisti*.
- Freeman R. E. (1984), *Strategic management: a stakeholder approach*, Boston: Pitman.
- Friedman M. (1962), *Capitalism and Freedom*, University of Chicago Press, Chicago.
- Fruhan W. (1979), *Financial Strategy: Studies in the Creation, Transfer and Destruction of Shareholder Value*, Irwin, Homewood, Illinois.
- Garrison R.H., Noreen E.W., Rewer P.C. (2008), *Programmazione e Controllo*, seconda edizione tradotta, McGraw-Hill, Milano.
- Giannessi E. (1960), *Le aziende di produzione originaria*, Vol. I: *Le aziende agricole*, Corsi, Pisa.
- Giannessi E. (1971), *I Precursori*, Corsi, Pisa.

- Giner B., Rees W. (2001), On the asymmetric recognition of good and bad news in France, Germany and the United Kingdom. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 28, N. 9-10.
- Giunta F. (2008), *Economia Aziendale*, Casa Editrice Dott. Antonio Milani (Cedam), Padova.
- Golbe D.L., White L.J. (1987), A Time Series Analysis of Mergers and Acquisitions in the US Economy, in Auerbach, A.J. (ed.), *Corporate Takeovers*, Chicago: University of Chicago Press, 265-305.
- Gozzi A. (1990), Uno schema aggiornato per la valutazione strategica, *Finanza, Marketing e Produzione*, N. 4.
- Grandis F.G. (1994), *La valutazione delle aziende nella dottrina e nella pratica tedesca*, Edizioni Kappa, Roma.
- Guatri L. (1957), *L'avviamento d'impresa. Un modello quantitativo per l'analisi e la misurazione del fenomeno*, Giuffrè, Milano.
- Guatri L. (1987), *La valutazione delle aziende*, III edizione, Giuffrè Editore, Milano.
- Guatri L. (1989), Il differenziale fantasma: beni immateriali nella determinazione del reddito e nella valutazione delle imprese, *Finanza, Marketing e Produzione*, N. 2.
- Guatri L. (1992), Le varie concezioni del valore del capitale: necessità di eliminare alcune confusioni metodologiche, *Finanza marketing e produzione*, N.2.
- Guatri L. (2003), La svolta epocale nella contabilizzazione degli intangibili, *Rivista La valutazione delle aziende*, n. 27.
- Guatri L., Bini M. (2001), Impairment, il valore potenziale controllabile, *Università Bocconi Editore*, N. 1.
- Guatri L., Bini M. (2004), Impairment, i tassi nella valutazione delle cash generating units, *Università Bocconi Editore*, N. 4.
- Guatri L., Bini M. (2005), Effetto IAS anticipati sui gruppi, articolo edito da *Il Sole 24 Ore*, 3 novembre 2005.
- Guatri L., Bini M. (2005), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, *Università Bocconi Editore*, Milano.
- Hamada R.S. (1969), Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporate Finance, *Journal of Finance*, Vol. 24, N. 1.
- Harzing A.W. (2002). Acquisitions versus greenfield investments: international strategy and management of entry modes, *Strategic Management Journal*, Vol. 23, N.3.
- Haspeslagh P.C., Jemison D. (1992), *La gestione delle acquisizioni*, Etas Editore, Milano.
- Haspeslagh P.C., Jemison D.B. (1987), *Acquisizioni: miti e realtà*, *L'Impresa*, N.3.
- Hatfield H. R. (1918), *Modern accounting: Its principles and some of its problems*, Appleton and Company, New York.
- Hatfield H. R. (1927), *Accounting: Its principles and problems*, Appleton and Company, New York.
- Hennart J.F., Park Y.R., (1993), Greenfield versus acquisition: the strategy of Japanese investors in the United States, *Management Science*, Vol. 39, N.9.
- Hennart J.F., Reddy, S., (1997), The choice between mergers/acquisitions and joint venture: the case of Japanese investors in the United States, *Strategic Management Journal*, Vol. 18: 1-12.

- Hennart J.F., Slangen A.H.R., (2008), Do multinationals really prefer to enter culturally distant countries through greenfield rather than through acquisitions? The role of parent experience and subsidiary autonomy, *Journal of International Business Studies*, Vol.39, N. 3.
- Henning S.L., Shaw W.H. (2003), Is the Selection of the Amortization Period for Goodwill a Strategic Choice?, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 20, N. 4.
- Henry D., (2002), Mergers: why most big deals don't pay off, *Business Week*, Vol. 14: 60-68.
- Hexter R.M. (1968), How to sell your company, *Harvard Business Review*.
- Hitt M.A., Harrison, J.S., Ireland, R.D. (2001-a), Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders. Oxford Univ. Press, New York.
- Hitt M.A., Ireland, R.D., Camp, S.M., Sexton, D.L. (2001-b), Strategic entrepreneurship: entrepreneurial strategies for creating wealth, *Strategic Management Journal*, Vol. 22, N. 6-7.
- Hoarau C. (2006), "Convergence IFRS-US Gaap : vers une hybridation des modes de normalisation", *Revue Sciences de Gestion ISMEA*, ISEOR éditeur, n° 54, pp. 39-51.
- Hofstede G., (1980). Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values. Sage, Beverly Hills, CA.
- Hogarty T.F., Gort M., (1970), New Evidence on Mergers, *Journal of Law & Economics*, University of Chicago Press, Vol. 13, N. 1.
- House R., Javidan, M., Hanges, P., Dorfman, P. (2002). Understanding cultures and implicit leadership theories across the globe: an introduction to project globe, *Journal of World Business*, Vol. 37, N. 1.
- International Accounting Standard Board (2004) , IAS 36.
- International Accounting Standard Board (2004) , IFRS 3.
- International Accounting Standard Board (2008) , IFRS 3R.
- International Organisation of Securities Commissions, (1988), Resolution No. 12: Resolution on Harmonization of Accounting and Auditing Standards, November.
- International Organisation of Securities Commissions, (2000), Resolution No 44: Resolution on Harmonization of Accounting and Auditing Standards, May.
- International Organisation of Securities Commissions, (2005), Statement on The Development and Use Of International Financial Reporting Standards In 2005, February.
- Jacqemin A. (1989), La nuova economia industriale, Il Mulino, Bologna.
- Jennings R., Robinson J., Thompson II R.B., Duvall L. (1996), The relation between accounting goodwill numbers and equity values, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 23, N. 4.
- Jensen M. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, N. 2.
- Jensen M., Meckling W.H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3. N. 4.
- Jensen, M., Ruback R.S. (1983), The market for corporate control: The scientific evidence, *Journal of Financial Economics* Vol. 11: 5-50.
- John K., Acharya V.V., Sudaram R.K. (2008), Cross Country Variations in Capital-Structure: The role of Bankruptcy Codes, Working Paper, Stern Leonard Business School, New York University.

- Johnson L.T., Petrone K.R. (1998), Commentary: is goodwill an asset?, *Accounting Horizons*, Vol. 12, N. 3.
- Keenan M., Lawrence J.W. (1982), *Merger and acquisition: Current problems in prospective*, Heath Lexington, MA.
- Kogut B., Singh H. (1988), The effect of national culture on the choice of entry mode, *Journal of International Business Studies*, Vol. 19.
- Kumar K., Rajan R.G., Zingales L. (1999), "What determines firm size?", NBER, N. 7208.
- La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1997), Legal determinants of external finance, *The Journal of Finance*, Vol. 52, N. 3.
- Lander G.H., Reinstein A. (2003), Models to Measure Goodwill Impairment, *Journal of International Advances in Economic Research*, Vol. 9, N. 3.
- Lazonick W., O'Sullivan M. (2000), Maximising shareholder value: A new ideology for corporate governance, *Economy and Society*, Vol. 29, N. 1.
- Leake P.D. (1914), Goodwill: its value and how to value it, *The Accountant*, January 81-90.
- Lee T.A. (1971), Goodwill – Further attempts to capture the will-o'-the-wisp", *Accounting and Business Research*, Vol. 24, N. 93.
- Letza S., Sun X., Kirkbride J. (2004), Shareholding versus stakeholding: a critical review of corporate governance, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12, N. 3.
- Loughran T., Vijh A.M. (1997), Do long term shareholders benefit from corporate acquisitions?, *Journal of Finance*, Vol. 52, N. 5.
- Macrì D.M. (1992), Strategie acquisitive e creazione di valore, *Finanza, Marketing e Produzione*, N. 2.
- Magnin, P. (1912), De l'amortissement des immobilisations dans le bilan des sociétés anonymes. *Annales de droit commercial*, Vol. 26: 419-458.
- Marcello R., Ivone M., Loia A.M. (2007), *I gruppi e il consolidamento dei bilanci*, Esselibri Simone, Napoli.
- Markham J.W. (1955), Survey of the evidence and findings on mergers, *Business Concentration and price policy*, NBER.
- Martynova M., Renneborg L. (2006), The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the 5th Takeover Wave, *ECGI - Finance Working Paper N. 135*.
- Masini C. (1970), *Lavoro e risparmio*, Utet, Torino.
- Massa G. (1898), *Ragioneria Teoretica*, Luigi Gelmetti Editore, Milano.
- Massari M. (1984), *Il valore "di mercato" delle aziende. Approfondimenti teorici e modelli di stima*, Giuffrè Editore, Milano.
- Massari M. (1998), *Finanza Aziendale Valutazione*, McGraw-Hill Libri Italia, Milano.
- McCarthy M. G., Schneider K.D. (1995), Market perceptions of goodwill: Some empirical evidence. *Accounting and Business Research*, Vol. 26, N. 1.
- Miglietta A. (1991), *Le valutazioni nelle operazioni di fusione*, Etas Libri, Milano.
- Migliori S. (2007), *L'avviamento nell'evoluzione degli standards contabili internazionali*, G. Giappichelli Editore, Torino.
- Modigliani F., Miller M. (1958), The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment, *American Economic Review*, Vol. 48, N. 3.
- Molinier M.J. (1846). *Traité de droit commercial ou explication méthodique des dispositions du code de commerce*. Tome 1, Jourbert, Paris.

- Mongiello M. (2009), *International Financing Reporting*, Ventus Publishing ApS, www.bookboon.com
- Mooniz M. (1951), *The Entity Theory of Consolidated Statements*, The Foundation Press, Brooklyn.
- Myers S., Majluf N. (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* Vol. 13, N. 2.
- Nakos G., Brouthers K.D., (2002), Entry mode choice of SMEs in Central and Eastern Europe, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 27 (Fall).
- Newburry W., Zeira Y., (1997), Generic differences between equity international joint venture (EIJVs), international acquisitions (IAS), and international greenfield investments (IGIs): implications for parent companies. *Journal of World Business*, Vol. 32, N. 2.
- Nobes C., Norton J. (1997), Effects on alternative goodwill treatments on merger premia: A comment, *Journal of International Financial Management & Accounting*, Vol. 8, N. 2.
- Onida P. (1940), *Il bilancio di esercizio nelle imprese*, Giuffrè Editore, Milano.
- Onida P. (1971), *Economia d'azienda*, Utet Editore, Torino.
- Onida P. (1974), Natura e limiti della politica di bilancio, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, N. 6/1974.
- Pahler A.J., Mori J.E. (1981), *Advanced accounting. Concepts and Practice*, New York, Harcourt Brace Jovanovich.
- Palumbo R. (2005), *Approcci prospettivo retrospettivo e prudenziale nella elaborazione dei paradigmi contabili*, Giappichelli Editore, Torino.
- Pan Y., Tse D.K. (2000). The hierarchical model of market entry modes, *Journal of International Business Studies*, Vol. 31.
- Paolone G. (2004), *Il bilancio di esercizio. Funzione informativa, principi, criteri di valutazione*, Giappichelli, Torino.
- Paton W. A., Stevenson R. A. (1922), *Principles of accounting*, MacMillan Company, New York.
- Pennarola F. (1995), *Economia e organizzazione delle attività terziarie*, Etas Libri, Milano.
- Perotta R. (2006), *L'applicazione dei principi contabili internazionali alle business combination, confronto con la disciplina interna*, Giuffrè Editore, Milano.
- Pfeffer J., Salancik R. (1978), *The external control of organizations: A resource dependence perspective*, Harper & Row Publisher (New York).
- Pfeffer J., Aldrich H.E. (1976), *Enviroments of organizations*, in Inkeles, A. (Eds), *Annual Review of Sociology*, Palo Alto, CA, Vol. 2.
- Pizzo M. (2006), *Il Fair Value*, in Andrei P. (2006), (a cura di), *L'adozione degli IAS/IFRS in Italia: impatti contabili e profili gestionali*, Giappichelli Editore, Torino.
- Porter M.E. (1987), *Dal vantaggio competitivo alla strategia aziendale*, *Harvard Espansione*, N. 37.
- Porter, M.E. (1991), *Towards a dynamic theory of strategy*, *Strategic Management Journal*, Vol. 12, N.2.
- Pozza L. (1999), *Le risorse immateriali: profili di rilievo nelle determinazioni quantitative d'azienda*, Egea, Milano.

- Pozza L. (2000), Risorse immateriali e bilancio di esercizio: criteri di rilevazione e categorie logiche, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, gennaio – febbraio.
- Rappaport A. (1979), Strategic Analysis for more profitable Acquisitions, *Harvard Business Review*, July-August.
- Rappaport A. (1986), *Creating Shareholder Value*, The Free Press, New York.
- Ravenscroft D.J., Scherer F.M. (1989), The Profitability of Mergers, *Journal of Industrial Economics*, Vol. 7, N.1.
- Reid S.R. (1968), *Mergers, Managers and the Economy*. McGraw Hill, New York.
- Richard J. (2005-a), The concept of fair value in French and German accounting regulations from 1673 to 1914 and its consequences for the interpretation of the stages of development of capitalist accounting. *Critical Perspectives on Accounting*, Vol. 16, N. 6.
- Richard J. (2005-b), Simon H.V., Schmalenbach E., Schmidt F., Les trois "s" de la pensée comptable allemande, In *Les grands auteurs en comptabilité*, Ed. Colasse, B., EMS, Paris.
- Rizzato F. (2008), Goodwill e IAS/IFRS nei bilanci dei gruppi quotati europei, un'analisi empirica, Egea, Milano.
- Robson K. (1993), Accounting Policy making and interests: Accounting for research and development, *Critical perspective on Accounting*, Vol. 4, N. 1.
- Rossi G. (1882), L'ente economico-amministrativo, *Stabilimento tipo-litografico degli Artigianelli*, Vol. I e II, Reggio Emilia.
- Rossi G. (1906), Sulla tassabilità del prezzo di avviamento delle imprese e del sovrapprezzo delle società commerciali e industriali, *Società Tipografica*, Modena.
- Salvioli G. (2005), *Le operazioni di gestione straordinaria: aggiornato con la riforma IRES e con l'IFRS*, Giuffrè Editore, Milano.
- Schwert G.W. (1996), Markup pricing in mergers and acquisitions, *Journal of Finance Economics*, Vol. 41, N. 2.
- Scott R.W. (1995), *Istituzioni e organizzazioni*, Il Mulino, Bologna.
- Scott R.W. (1985), *Le organizzazioni*, Il Mulino, Bologna. (original edition: *Organizations. Rational, Natural and Open Syste*s, Prentice –Hall, 1981).
- Scott. R.W., Mayer J.W. (1983), The organization of societal sectors. In Scott. R.W., Mayer J.W., *Organizational Enviroments: ritual and rationality*, Beverly Hills, CA.
- Shimizu K., Hitt M.A., Vaidyanath D., Pisano V. (2004), Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: a review of current research and recommendations for the future, *Journal of International Management*, Vol. 10.
- Spacek L. (1964), The treatment of goodwill in the corporate balance-sheet, *The Journal of Accountancy*: 35.
- Steiner P.O. (1985), *Merger: Motives, effects, policies*, University of Michigan Press, Ann Arbor.
- Sulaiman L., 1984, Literature review on accounting for goodwill, *Accamadia Journal of School of Accounting MARA*, Institute of Technology
- Thompson J.D. (1967), *Organizations in Action*, McGraw-Hill, New York, NY.
- Thorelli H.B. (1986), Networks: Between markets and hierarchies, *Strategic Management Journal*, Vol. 7.

- Tweede D., Blanket J. (1989), Brands, goodwill and the balance sheet, *Accountancy*, Vol. 103, N. 1145.
- Union Européenne des Experts Comptables Economiques e Financiers (1963), La valutazione delle aziende, Etas – Compass, Milano
- Vianello V. (1930), Istituzioni di Ragioneria Generale, Dante Alighieri Editore, Milano.
- Viel J., Bredt O., Renard M. (1991), La valutazione delle aziende e delle parti d'azienda, Etas Libri, Milano.
- Viganò A. (1997), a cura di, Elementi di ragioneria internazionale, Collana Biblioteca dell'Economia Aziendale, Egea, Milano.
- Viganò A., Provasoli A. (1995), a cura di, Processi di formazione dei principi contabili in alcuni paesi europei. Italia – Francia - Regno Unito - Germania, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli.
- Viganò E. (1965), La natura del valore economico del capitale delle imprese e le sue applicazioni, Giannini Editore, Napoli.
- Villa F. (1870), Elementi di Amministrazione e Contabilità, Tipografia in Ditta Eredi Bizzoni, Pavia.
- Von Strombeck J. (1878), Grundkapital, Grundvermögen und Bilanz der AG, insbesondere der Eisenbahngesellschaften. In *Archiv für Theorie und Praxis des allgemeinen deutschen Handelsrechts*, Vol. 37-38.
- Williamson O.E. (1975), *Markets and hierarchies: Analysis and antitrust implications*, New York, Free Press.
- Williamson O.E. (1985), *The economic institution of capitalism*, New York, Free Press.
- Williamson O.E. (1991), *Comparative economic organization: The analysis of discrete structural alternatives*, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 36.
- Wilson, B.D. (1980), The propensity of multinational companies to expand through acquisitions. *Journal of International Business Studies*, Vol. 11.
- Yang, J.M. (1927), Goodwill and Other Intangibles, Their Significance and Treatment in Accounts, Ronald Press, New York.
- Zaheer S., (1995), Overcoming the liability of foreignness, *Academy of Management Journal*, Vol. 38.
- Zanda G., Lacchini M., Onersti T. (2005), La valutazione delle aziende, V edizione riveduta, Giappichelli Editore, Torino.
- Zappa G. (1920), Le determinazioni del reddito nelle imprese commerciali. I valori di conto in relazione alla formazione dei bilanci, Anonima Libreria Italiana, Roma.
- Zappa G. (1927), Le valutazioni di bilancio con particolare riguardo ai bilanci delle società per azioni, Istituto editoriale scientifico, Milano.
- Zappa G. (1950), Il Reddito di Impresa, Giuffrè Editore, Milano.
- Zappa G. (1956), Le produzioni nell'economia delle imprese, Tomo primo, Giuffrè Editore, Milano.
- Zeff. S.A., Dharan B.G. (1994), Readings and Notes on Financial Accounting, 4th edition, McGraw Hill, Maidenhead.
- Zeff. S.A. (2002), The Prospect of 'Political' Lobbying on Proposed Standards at the International and Country Levels: A Challenge to the IASB, *Accounting Horizons*, Vol. 16, N. 1.
- Zeff S.A. (2005), The Entity Theory of Recording Goodwill in Business Combinations: Old Stuff, *CPA Journal*, October N. 1.

Bibliografia

- Zeff. S.A. (2006), Political Lobbying on Accounting Standards – National and International Experience in: Nobes, C., Parker, R. (Eds.), *Comparative International Accounting*, 9th edition, FT Prentice Hall, Harlow, Essex. UK.
- Zeff. S.A. (2007), ‘Some Obstacles to Global Financial Reporting Comparability and Convergence at a High Level of Quality’, *The British Accounting Review*, Vol. 39, N. 4.