

Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Revisione, deontologia e tecnica professionale

***Le dinamiche dell'earnings management nel mercato
italiano***

RELATORE

Prof. Mechelli Alessandro

CANDIDATO

Angelo Riccardo

CORRELATORE

Prof. Musaio Alessandro

ANNO ACCADEMICO 2015/2016

Indice

Le dinamiche dell'earnings management nel mercato italiano

CAPITOLO I

Il Bilancio e l'informazione aziendale nella dottrina italiana

- 1.1. Scopi e modalità della comunicazione aziendale
- 1.2. Le informazioni obbligatorie e quelle volontarie. Non financial informations
- 1.3. L'informazione economico-finanziaria: il Bilancio di esercizio
- 1.4. La comunicazione al mercato delle società quotate.
Gli amministratori indipendenti
- 1.5. L'informazione di bilancio nella dottrina aziendalistica italiana
- 1.6. L'impression management e Earnings management, contenuti ed obiettivi perseguiti

CAPITOLO II

Detecting earning management: metodi statistici e contabili

- 2.1 L'Earnings quality
- 2.2. Le politiche di Bilancio
- 2.3 Tecniche contabili di earning management
- 2.4 L'analisi dei flussi di cassa come indizio di frodi contabili
- 2.5 Impairment test ed earning management
- 2.6 Detecting earning management: metodi statistici e contabili
- 2.6.1 Stime contabili e ratio analysis
- 2.7 Il superamento della ratio analysis
- 2.8 Il caso Parmalat

CAPITOLO III

La relazione tra earnings management e IPO Underpricing: evidenze dal mercato italiano

- 3.1 L'IPO underpricing
- 3.2 Sviluppo delle ipotesi
- 3.3 Campione di analisi
- 3.4 Il modello
 - 3.4.1 Variabile esplicativa
 - 3.4.2 Variabili di controllo
- 3.5 Risultati dell'analisi
 - 3.5.1 Analisi descrittiva
 - 3.5.2 Analisi delle regressioni

Introduzione

Le società forniscono continuamente informazioni all'ampia compagine di *stakeholders*, portatori d'interesse, che a vario titolo si relazionano con essa. Tali soggetti, infatti, hanno l'esigenza di conoscere gli equilibri aziendali nelle loro diverse forme, sia economico-finanziarie che commerciali, strategiche, amministrative.

Strumento principe della comunicazione aziendale è, da sempre, il Bilancio di Esercizio che, seppur nel corso degli anni abbia subito mutamenti e trasformazioni che ne hanno modificato la forma e la presentazione, non ha mai perso la sua centralità. Per la sua redazione sono necessari atti e valutazioni necessari per determinare sia il risultato economico che il patrimonio di funzionamento. E sono proprio le poste valutative, quelle che meglio si prestano al cosiddetto *earnings management*, quella particolare manipolazione che i redattori di bilancio attuano allo scopo di regolare i risultati economici e finanziari, creando illusorie aspettative nei diversi *stakeholders*.

Vi sono alcuni momenti nella vita delle società ove i manager hanno particolare interesse a mettere in atto tali politiche di manipolazione. Tale studio si focalizza sulle IPOs, che da sempre costituisce un evento cruciale e di transizione nella vita di una società poiché le sue azioni vengono per la prima quotate sui mercati regolamentati. Nonostante il tema dell'IPO appare ormai consolidato in letteratura, il focus è stato solo raramente incentrato su l'effetto che l'*earnings management* ha sul successo di una quotazione.

Il lavoro ha approcciato il tema in oggetto trattando, dapprima, le modalità di erogazione delle informazioni aziendali, fino ai contenuti del Bilancio e la dottrina relativa. In questa fase sono state evidenziati i contributi degli studiosi italiani, in merito alla natura del Bilancio e alla sua interpretazione. Sono state riportate le principali teorie della dottrina italiana, evidenziandone il loro

sviluppo, fino a giungere alla concezione moderna che si ha del Bilancio: un prospetto che offre una valutazione dell'aziendale nella sua accezione di sistema.

Successivamente, si è approfondito il tema dell'earnings management, descrivendone modalità di attuazione e i modelli internazionali impiegati per valutarne l'esistenza e l'entità. Dapprima, sono state illustrate le modalità contabili di manipolazione degli utili, analizzando le registrazioni strumentali degli accadimenti aziendali per poi focalizzarsi sui principali modelli volti a quantificarne l'impatto sul bilancio. Si è quindi descritto brevemente i fatti che hanno caratterizzato uno dei più importanti scandali italiani ove significativo è stato il ricorso alle manipolazioni di bilancio: il caso "Parmalat"

Conclude l'elaborato, l'analisi empirica svolta su un campione di IPO italiane tra il 2000 ed il 2013 ove si è esplorata la relazione esistente tra il maggior costo indiretto legato all'IPO, l'underpricing, e l'earnings management. Nonostante entrambe le tematiche, singolarmente, siano centrali nei dibattiti in letteratura, il focus è stato solo raramente incentrato su l'effetto che le politiche di bilancio hanno sul successo di una quotazione. L'ipotesi, oggetto di analisi statistica, è che la maggior incertezza legata alla determinazione del valore delle Società che manipolano i loro utili, si ripercuota sul costo dell'IPO, aumentando il differenziale tra il prezzo di trading del giorno successivo la quotazione e il prezzo di offerta.

CAPITOLO I

IL BILANCIO E L'INFORMAZIONE AZIENDALE NELLA DOTTRINA ITALIANA

Introduzione

Il capitolo che segue descrive il ruolo che ha l'informazione in ambito aziendale, riferendolo alle sue diverse accezioni. In tal senso si descrive il fine del Bilancio di esercizio e le sue mutazioni legate all'evoluzione della dottrina aziendale italiana.

Una parte rilevante del capitolo è proprio dedicata alla dottrina italiana che è stata protagonista di un acceso ed appassionante confronto sulla natura del Bilancio che ha fatto emergere interessanti punti di vista in merito al senso dell'azienda e dell'informazione da rendere.

L'attribuzione della natura 'sistemica' dell'azienda e delle sue attività, ha definitivamente stabilito che anche il Bilancio debba contenere la capacità di rendicontare le sinergie aziendali.

L'informazione offerta da un'azienda ha vari destinatari tra i quali prevale la compagine degli stakeholders, portatori d'interesse, che a vario titolo si relazionano con essa. Gli azionisti, le banche, i finanziatori, i creditori, i fornitori, i clienti ecc., hanno l'esigenza di conoscere gli equilibri aziendali nelle loro diverse forme, sia economico-finanziarie che commerciali, strategiche, amministrative. A tale scopo l'informazione che si offre all'esterno deve essere completa e veritiera. Il capitolo descrive dapprima, gli scopi e le modalità, in cui si realizza la comunicazione tra l'azienda e l'esterno, soffermandosi sulla diversa rilevanza delle informazioni fornite volontariamente e quelle che sono dovuta.

Il capitolo descrive lo scopo ed il contenuto del Bilancio di esercizio, soffermandosi sugli sviluppi normativi che lo hanno riguardato e sulle specificità richieste alle società quotate in Borsa.

In questa parte ci si sofferma sull'introduzione degli amministratori indipendenti, garanti dell'obiettività.

Sul tema, il capitolo anticipa il fenomeno che verrà trattato nel capitolo successivo, dell'earnings management, definendone gli scopi e le occasioni in cui si manifesta.

1.1. Scopi e modalità della comunicazione aziendale.

La comunicazione aziendale, al pari di quella che avviene tra le persone, ha ad oggetto le informazioni detenute che si intendono condividere.

Nella Teoria Generale dei Sistemi si sottolinea l'esistenza di *"una stretta similitudine che nei processi di cambiamento si può utilizzare tra le organizzazioni aziendali e gli esseri umani, sia nei percorsi di crescita, sia nel perseguimento di obiettivi di miglioramento della propria posizione economica e nel raggiungimento di uno stato (globale, e non solo per forza economico) di benessere"*.¹

La comunicazione posta in essere da un'azienda può riguardare vari aspetti, che hanno in comune il fine di interloquire con i portatori di interesse (stakeholders). Tali aspetti possono riguardare sia elementi aventi natura economico-finanziaria sia altri, che corrispondono a mere espressioni d'intenti o di stati, si pensi alle strategie perseguite o agli obiettivi raggiunti.

¹ VON BERTALANFFY L., 1968, General System Theory. Development, Applications, George Braziller, New York, trad. it. Teoria Generale dei Sistemi, Oscar Saggi Mondadori, 2004.

La comunicazione aziendale, in termini generali, coinvolge la cosiddetta *corporate identity*, l'identità aziendale, andando a delinearne gli aspetti che la contraddistinguono. L'identità aziendale corrisponde alla percezione che si ha di un'azienda, e a partire dagli anni '70 la sua nozione si diffonde in ambito economico, sancendo la nascita di vere e proprie scuole di pensiero che ne accorpano i contenuti teorici. I risultati di tali studi sono i seguenti²:

- *Graphic Design Paradigm*,
- *Total Corporate Communication Paradigm*,
- *Interdisciplinary Paradigm*.

Si tratta di tre teorie che evidenziano, ciascuna, una sfaccettatura particolare dell'identità aziendale, tre ottiche differenti ma, complementari.

- Il *Graphic Design Paradigm* è la prima raccolta teorica, all'interno della quale si afferma il concetto di identità aziendale. La teoria si sviluppa agli inizi degli anni '70 a partire dagli studi di Balmer e, il termine "graphic," rimanda alla considerazione dell'identità come circoscritta ai soli elementi visivi, ovvero a tutta la simbologia attraverso la quale l'azienda si identifica presso i propri pubblici e si distingue dalla concorrenza: dal logo, al nome, al packaging, ai colori distintivi del marchio.

- Il *Total Corporate Communication Paradigm*, è una corrente di pensiero che segue lo sviluppo della precedente teoria, nascendo intorno agli anni '80. Essa amplia il concetto sviluppato, grazie agli studi di Bernstein, Birkigt e Stadler.

Tale modello, i cui presupposti si articolano a partire da studi di marketing di matrice anglosassone, non si limita agli elementi visivi, ma ingloba gli stessi in una politica di comunicazione unitaria, ritenendo che il concetto di identità debba

² RAMPINI F., 1990, *La comunicazione aziendale*, EtasLibri

necessariamente abbracciare l'intera realtà dell'impresa³

- *L'Interdisciplinary Paradigm* o approccio interdisciplinare fa, infine, corrispondere al concetto di Corporate identity, l'insieme di simboli, messaggi e comportamenti attraverso i quali l'identità dell'azienda si rivolge ai pubblici esterni. Tale approccio esalta, dunque, le relazioni esterne.

Libaert conferma quanto già riportato da Van Riel⁴:

*"L'identità di un'impresa rimanda a ciò che gli è intrinsecamente proprio, la sua natura interna, garantendogli elementi di distinzione rispetto agli altri attori sul mercato e favorendo l'identificazione con i suoi pubblici"*⁵.

Antonoff, invece, introduce il concetto di "*portrayal*" (rappresentazione) sostenendo che : "*Corporate identity is the sum of all methods of portrayal which the company uses to present itself to employees, customers, providers of capital, and the public. According to organizational units, Corporate Identity is the sum of all the typical an harmonised methods of portrayal of design, culture and communication*"⁶.

L'analisi svolta ci conduce a proporre uno schema relativo alla questione della "*Corporate identity*" facendo riferimento ad alcuni aspetti inconfutabili:

- l'identità certifica *l'esistenza* di un'azienda;
- la presenza di un'identità la rende unica ed inimitabile;
- l'identità le permette all'azienda di *comunicare* ed esprimere i propri valori;
- garantisce l'*identificazione* dell'ente con il pubblico;
- consente all'azienda di *distinguersi* dai competitors.

³ VON BERTALANFFY L., 1968, General System Theory. Development, Applications, George Braziller, New York, trad. it. Teoria Generale dei Sistemi, op.cit.

⁴ RAMPINI F., 1990, *La comunicazione aziendale*, op. cit.

⁵<http://lofficinadellacomunicazione.blogspot.com/2008/06/immagine-e-reputazione-aziendale-tra.html>

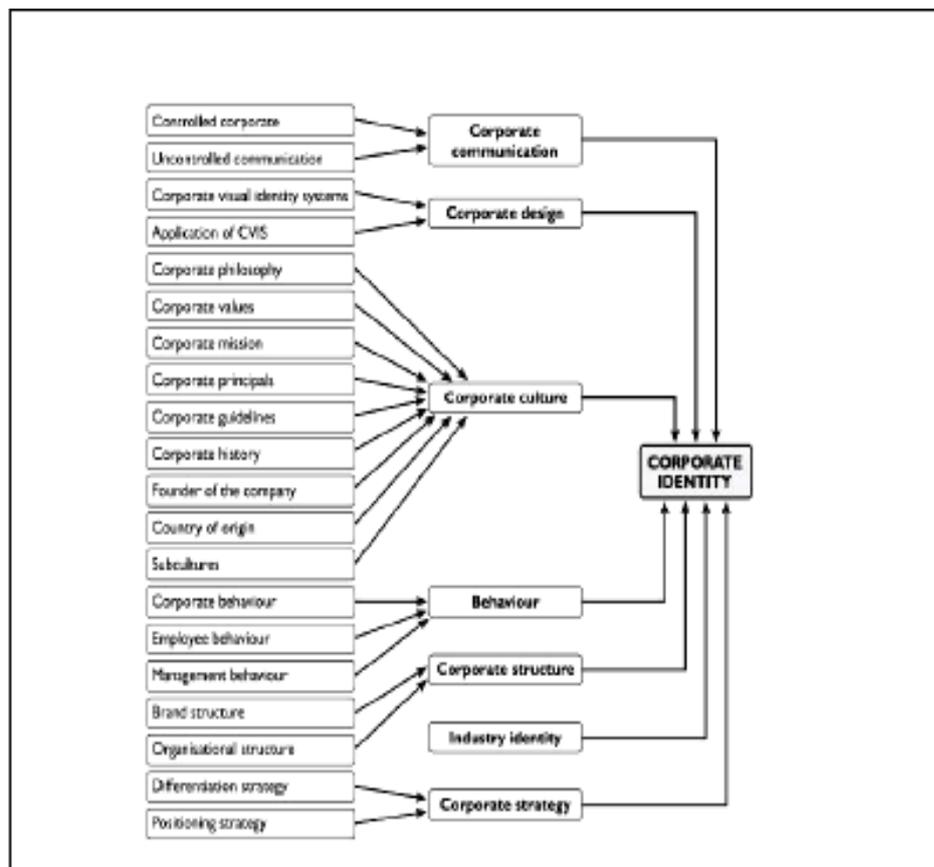
⁶ BARNI S., 2004, *La comunicazione d'impresa. Come prepararsi ad attuare una comunicazione di successo*, Franco Angeli, Milano

Il punto di vista di Melewar, evidenzia, invece, sette punti chiave inerenti la Corporate identity⁷:

1. Il *corporate design* (visual identity),
2. Il *behaviour*, la cultura che sintetizza concetti fondamentali quali mission, vision, le guidelines, la filosofia aziendale e la storia.

Tale teoria induce ad introdurre nuove accezioni del concetto identitario: la *corporate strategy*, *l'industry identity*, *la corporate structure* e *la corporate communication* che include sia la comunicazione programmata sia la comunicazione che fuoriesce dal controllo strategico dell'azienda.

Fig. 1: Il punto di vista di Malewar



Fonte: MELEWAR T.C., *Facets of Corporate Identity, Communication and Reputation*(2008)

⁷ MELEWAR T.C., 2008, *Facets of Corporate Identity, Communication and Reputation*, Routledge Taylor & Francis Group, New York

I vantaggi di una Corporate identity forte e ben strutturata, spiega Malewar, risultano rilevanti per il business aziendale sotto vari punti di vista:

- *ne aumenta la motivazione degli impiegati,*
- *migliora l'immagine e la reputazione,*
- *determina basi solide per il riconoscimento,*
- *genera fiducia tra i diversi pubblici di riferimento,*
- *permette di rendere "vicine" le Corporation in cui è divisa l'azienda,*
- *fornisce le basi per una relazione duratura con i clienti/consumatori.*

Birkigt e Stadler, considerano l'aspetto comportamentale (behaviour) uno dei principali mezzi di espressione dell'identità.

Esso si manifesta attraverso le azioni compiute dall'azienda. L'identità non può prescindere dall'aspetto comunicativo (*communication*) che, invece, riguarda le attività comunicative poste in essere dall'azienda, i suoi messaggi verbali e visivi, e non va confuso con il comportamento che, invece, inerisce le sole azioni poste in essere.

L'aspetto simbolico (*symbolism*), infine, rimanda al solo concetto di *Visual Identity*.

Per poter funzionare a dovere i tre aspetti devono convivere armonicamente, dando un senso di coesione reale e percepita e portando in auge la personalità aziendale ovvero "*the manifestation of the company's self-perception*".

In stretta relazione con l'immagine, secondo i due autori la corporate image

non è altro che una proiezione della corporate identity⁸.

Essa si elabora tramite un'informativa resa dalle aziende che può essere giustificata ed analizzata in diversi modi, a seconda della matrice cui essa si ispira⁹. L'Economia dell'informazione, la Teoria dell'agenzia, l'Economia finanziaria, dal lato macroeconomico, ma anche, l'approccio giuridico o quello economico aziendale, mostrano una forte diversificazione nell'acquisizione del concetto in esame.

Di seguito, un'elaborazione figurativa che mostra tali differenze:

Figura 2: rilevanza dell' informativa societaria per disciplina

⁸ <http://sistemicomplexi.humnet.unipi.it/lezioni1.htm>

⁹ RAMPINI F., 1990, *La comunicazione aziendale*, op. cit.

	Oggetto d'indagine	Prospettiva d'indagine	Funzione dell'informativa societaria
Studi di matrice economica			
<i>Economia dell'informazione</i>	Informativa societaria	Impatto sul processo decisionale di individui razionali operanti in condizioni di incertezza	Revisione delle probabilità soggettive
<i>Teoria dell'agenzia</i>	Informativa societaria	Processo di contrattazione tra individui, riconducibile al rapporto Principale-Agente	Mantenimento della relazione contrattuale
<i>Economia finanziaria</i>	Informativa societaria	Efficiente funzionamento dei mercati mobiliari	Riduzione del gap tra prezzo di mercato e valore reale dell'azienda
Studi di matrice giuridica	Informativa societaria	Analisi degli interessi tutelati con la regolamentazione	Assunzione delle decisioni economiche in modo consapevole
Approccio economico-aziendale	Comunicazione economico-finanziaria	Centralità del ruolo dell'azienda nel processo di produzione e diffusione delle informazioni	Diffusione e creazione del valore

Fonte: RAMPINI F., 1990, *La comunicazione aziendale*, EtasLibri

La comunicazione posta in essere da un'azienda può, dunque, avere ad oggetto più aspetti:

- la *comunicazione aziendale di natura commerciale*, che si identifica con quella rivolta a clienti finali con lo scopo di pubblicizzare i propri prodotti;
- la *comunicazione di natura istituzionale*, rivolta ad un pubblico eterogeneo (interno all'azienda ed esterno ad essa) ed avente l'obiettivo di ottenere maggiore consenso e fiducia;

- la *comunicazione di tipo gestionale*, che si rivolge a soggetti coinvolti nella gestione dell'impresa con lo scopo di accrescerne la coordinazione e la collaborazione;
- la *comunicazione economico – finanziaria*, rivolta a tutti gli interlocutori - o solo ad alcuni di essi- con lo scopo sia di assolvere gli obblighi informativi, sia di soddisfare esigenze informative ulteriori espresse dai vari soggetti portatori di interesse.

La comunicazione economica è diversa da quella finanziaria¹⁰.

E' *economica* quella comunicazione caratterizzata da contenuti attinenti la situazione e le prospettive di natura patrimoniale, reddituale e finanziaria mentre è *finanziaria* quella comunicazione relativa all'approvvigionamento di capitali. Il contenuto di questa tipologia comunicativa è legato agli interlocutori a cui si rivolge.

La comunicazione economico-finanziaria, deve soddisfare le esigenze informative di interlocutori eterogenei, in primis, gli *azionisti*, che, in qualità di conferenti il capitale sono interessati alla valutazione della *capacità di creazione di valore* dell'azienda.

Le informazioni aziendali a cui sono attenti, sono tutte quelle che permettono di conoscere la strategia realizzata, i risultati raggiunti, gli obiettivi del management.

I Clienti ed i fornitori sono, invece interessati alla solidità dell'azienda e, per conseguenza, a tutti gli indicatori che ad essa rimandano, quali quelli di natura economico-finanziaria.

Le esigenze informative dei *collaboratori dell'azienda* riguarderanno quegli aspetti che consentono sia di soppesare l'assetto reddituale, patrimoniale e

¹⁰ BERTINETTI G., 1996, *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Egea, Milano

finanziario ma che permettano altresì di valutare la dinamica e la composizione dell'organico che evidenzia progressività professionali eventuali.

Infine, va posto particolare riguardo agli obiettivi informativi destinati agli *istituti di credito*, in qualità di fruitori delle risorse finanziarie che volgono la loro attenzione all'effettivo merito creditizio della società. I dati cui questi ultimi mostrano interesse concernono l'analisi del bilancio e la conoscenza della posizione occupata dall'azienda nel mercato.

In particolare essi vorranno disporre delle informazioni necessarie per valutare la sostenibilità finanziaria di eventuali strategie che l'azienda ha intenzione di adottare¹¹.

1.2 Le informazioni obbligatorie e quelle volontarie. Non financial informations

Le aziende differiscono tra loro per una molteplicità di ragioni. Alcune aziende si caratterizzano per il coinvolgimento di una moltitudine di persone, e ciò accade sia perché esse rappresentano ed attraggono interessi molto diffusi, sia perché raccolgono i propri capitali sul mercato in maniera capillare e continua. Per i motivi espressi, queste società, sono tenute a fornire informazioni complete e devono essere capaci di rendicontare circa le criticità eventuali. Può accadere, tuttavia, che le aziende avvertano l'esigenza di fornire ulteriori informazioni al pubblico cui si rivolgono, ciò anche per richieste avanzate in tal senso.

Per questo motivo l'informativa che si rende può venire classificata in due categorie¹²:

¹¹ MAZZOLA P., 2003, *Il piano industriale: progettare e comunicare le strategie d'impresa*, Università Bocconi Editore, Milano

¹² RAMPINI F., 1990, *La comunicazione aziendale*, op.cit.

- *Comunicazione obbligatoria (o mandatory disclosure)*, le cui caratteristiche e modalità di trasmissione vengono stabilite da precise norme;

- *Comunicazione volontaria (o voluntary disclosure)*, attraverso la quale le aziende possono ampliare la propria base informativa, illustrando aspetti specifici dell'attività aziendale *non financial*, oppure precisando informazioni già evidenziate attraverso la comunicazione obbligatoria, al fine di ridurre le condizioni di incertezza dei diversi operatori cui ci si rivolge.

Per quanto concerne la mandatory disclosure, essa rimanda sia a contenuti che a “modalità di trasmissione” che risultano prestabilite.

Questo tipo di comunicazione è divenuta, negli anni, sempre più globale e capillare. Tale è stato l'effetto della crescente diffusione della proprietà del capitale produttivo, a livello mondiale, e, altresì, a causa dei numerosi, recenti, crolli finanziari.

A tal proposito, i Paesi Occidentali hanno deciso di adottare norme comuni a tutela della moralizzazione e della trasparenza (Sarbanes-Oxley, Direttiva Comunitaria sul market abuse, Basilea 2 e 3, IFRS/IAS).

In Italia è in vigore, da Gennaio 2006 la legge sulla tutela del risparmio e dal 2007 il codice di autodisciplina della Borse, a cui tutte le società quotate debbono attenersi.

In ambito bancario, il Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS), il 16 dicembre 2010 ha dettato nuove regole sull'adeguatezza patrimoniale e di liquidità, delineando maggiori vincoli per le comunicazioni obbligatorie.¹³

Basilea III ha, in sostanza reso più severa la disciplina dettata da Basilea II, ma ha, altresì, introdotto regole nuove, fra cui le principali sono quelle relative ai

¹³ Tratto da: Basel III – A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, December 2010, rev June 2011

requisiti di liquidità e sul leverage, richiedendo comunicazioni specifiche e ratios finanziari.

Dalle analisi svolte a Basilea III era emerso che, la severità della crisi finanziaria aveva portato le banche ad incrementare il proprio rischio senza una proporzionale crescita del livello di capitalizzazione.

Inoltre, il capitale si mostrava non adeguato rispetto alla capacità di assorbimento delle eventuali perdite.

Gli indici di Basilea II volti a misurare la copertura dei rischi erano stati basati su criteri di calcolo dei coefficienti di ponderazione che sottovalutano i rischi degli impieghi di natura finanziaria.

In modo particolare risultavano sottovalutate le esposizioni del “trading book”¹⁴, comprese quelle derivanti dalle cartolarizzazioni.

L’ipotesi posta alla base era scorretta. Essa si basava sulla circostanza (errata) che considerava che le attività sui cui erano ancorati tali titoli fossero prontamente liquide¹⁵.

Le sottovalutazioni di Basilea II hanno provocato molte distorsioni.

La principale è consistita nello *shadow banking* (sistema bancario ombra) che rappresenta il sistema delle istituzioni che hanno svolto attività creditizia, al pari delle banche, senza, però, essere regolamentate¹⁶.

Questo sistema include i Siv (i veicoli di investimento strutturati), i conduit (veicoli finanziari extra-bilancio), i fondi monetari, le assicurazioni mono-

¹⁴ Solitamente riferito a titoli o comunque a strumenti finanziari in genere, identifica la parte di tale portafoglio destinato all’attività di negoziazione.

¹⁵ La fragilità di questa ipotesi è stata dimostrata dalla crisi: un’aliquota rilevante delle perdite subite dalle banche e dagli altri intermediari è derivata proprio dalle attività di mercato

¹⁶ A ciò si aggiunga che, in Basilea II non si teneva conto del rischio di “reintermediazione” delle esposizioni fuori bilancio, ovvero del rischio che queste operazioni si trasformino in attivi di bassa qualità in situazioni di stress dei mercati.

ramo, le banche di investimento, gli hedge fund e altri istituti finanziari non bancari.

La comunicazione obbligatoria è stata, così, estesa anche a questi ultimi ed afferisce a tutte quelle informazioni sui risultati economici ottenuti, o su eventuali fatti e/o accadimenti che possano modificare la combinazione rischio/rendimento dell'attività finanziaria. La comunicazione obbligatoria è prevista anche in caso di avvio di operazioni di finanza straordinaria (fusioni, scissioni, acquisizioni o cessioni).

A seconda del ramo in cui opera un'azienda è stato previsto il ricorso ad una comunicazione obbligatoria diversa. La normativa di riferimento della comunicazione obbligatoria è la seguente:

- TUF – Testo Unico della Finanza - (Dlgs. 58/98, modificato da d.lgs 164 del 17 settembre 2007 e dal dlgs 104/2010)
- Regolamento attuativo CONSOB (n.11520/98 e successive modifiche)
- Direttiva CEE 80/390 e 2004/39
- Codice civile

Le comunicazioni obbligatorie sono previste anche dagli standard contabili adottati.

Nel percorso di armonizzazione contabile internazionale, sta prendendo sempre più piede la diffusione dei principi dell'IFRS ed in particolare quelli legati all'informativa contenuti nel *Practice Statement Management Commentary*.

Quest'ultimo, pur identificando le linee guida per la predisposizione, permette a ciascuna entità di adattare il *narrative report* alla specificità del *business*, includendo aspetti normativi ed economici della singola giurisdizione, consentendo una forma e un contenuto necessari per soddisfare gli specifici fabbisogni informativi, nel rispetto dei principi e delle caratteristiche qualitative predefinite.

La comunicazione obbligatoria si presenta in varie modalità che differiscono a seconda dei contenuti stabiliti e delle occasioni che la determinano. Per le aziende quotate in borsa, è possibile, in tale ottica, distinguere una¹⁷:

- *Comunicazione iniziale*, che ha prettamente contenuto giuridico e si identifica con quella fornita dalle aziende nel momento della loro quotazione o inizio attività;
- *Comunicazione periodica*, che riguarda dati di natura contabile;
- *Comunicazione episodica*, che inerisce fatti di natura straordinaria che risultano portatori di trasformazioni nella struttura o nel valore di un'impresa.

Mentre la *comunicazione iniziale* non è altro che un prospetto informativo, teso a fornire le indicazioni volte ad identificare l'azienda, l'*informativa periodica*, sottintende che l'attività sia in itinere.

Per quanto attiene alla comunicazione *episodica* essa, fa riferimento a tutte le informazioni di natura privilegiata che, inerendo dati altamente sensibili, è necessario che vengano comunicati ai mercati.

Ad esempio, gli articoli 114 e 115 del Testo Unico della Finanza stabiliscono di fornire al mercato tutte le informazioni in grado di influire sul prezzo delle attività finanziarie.

¹⁷ RAMPINI F., 1990, *La comunicazione aziendale*, op. cit.

Tali informazioni sono considerate *price sensitive* e “comprendono gli annunci che le società quotate e i soggetti che le controllano devono diffondere in presenza di un’*informativa privilegiata*, cioè di una notizia non di pubblico dominio che riguarda la società quotata o il relativo gruppo e che un investitore ragionevole utilizzerebbe ai fini delle proprie decisioni di investimento in quanto idonea ad incidere sensibilmente sul prezzo degli strumenti finanziari”¹⁸.

La comunicazione obbligatoria, non sempre contiene le informazioni che si desidera trasmettere.

Così, se l’obiettivo aziendale è di attrarre risorse, essa dovrà garantire una quantità e qualità di informazioni opportunamente finalizzate alla creazione di un’immagine aziendale solida.

La possibilità di colmare il gap informativo è fornita dalle *comunicazioni volontarie*, che non sono sottoposte ad alcuna formalità.

La comunicazione finanziaria volontaria riguarda quelle informazioni diffuse non soggette a obblighi di rendicontazione e di certificazione, siano esse quantitative (espresse a valori o meno) o qualitative, e può essere resa indipendentemente dal canale attraverso cui avviene (bilanci, comunicati stampa, sito internet, ecc.).

L’*informativa volontaria* si distingue in:

Informativa volontaria pura, che scaturisce da iniziative discrezionali;

Informativa volontaria condizionata, che fa riferimento alla necessità di provvedere a spiegare alcuni eventi aziendali rilevanti;

¹⁸ [www.borsaitaliana .it](http://www.borsaitaliana.it)

Informativa volontaria di completamento, che funge da chiarimento di dati già forniti¹⁹.

Grazie alla possibilità di aggiungere delle informazioni volontarie, il management, spesso, completa l'informazione contabile contenuta nel Bilancio con documenti “narrativi” volti a chiarire le informazioni.

*Mazzola*²⁰ propone un elenco delle principali aree in cui è possibile integrare la comunicazione con una informazione volontaria:

- *la divulgazione di informazioni di tipo previsionali (forward looking information);*
- *la descrizione della strategia aziendale, dei risultati conseguiti e di quelli che ci si aspetta di conseguire;*
- *una maggiore descrizione delle informazioni di dettaglio sull'assetto economico-aziendale;*
- *la descrizione del patrimonio intangibile dell'impresa e delle performance socio-ambientali.*

Particolarmente condivise sono le informazioni di tipo previsionale (forward looking information), ovvero quelle che riguardano il futuro dell'azienda²¹.

I benefici della diffusione di informazioni volontarie sono essenzialmente rappresentati dalla maggiore attrazione dei potenziali investitori che, avendo accesso ad un'informazione più ampia, riducono l'incertezza. La conoscenza dell'emittente, ingenerando fiducia, facilita parimenti l'attrazione dei titoli azionari sui mercati finanziari.

¹⁹ BOZZOLAN S., 2005, *Trasparenza informativa e mercato finanziario*, MacGraw-Hill, Milano

²⁰ MAZZOLA P., 2007, *La comunicazione economica*, in Favotto F. (a cura di), *Economia aziendale: Modelli, misure e casi*, McGraw-Hill, Milano, II edizione,

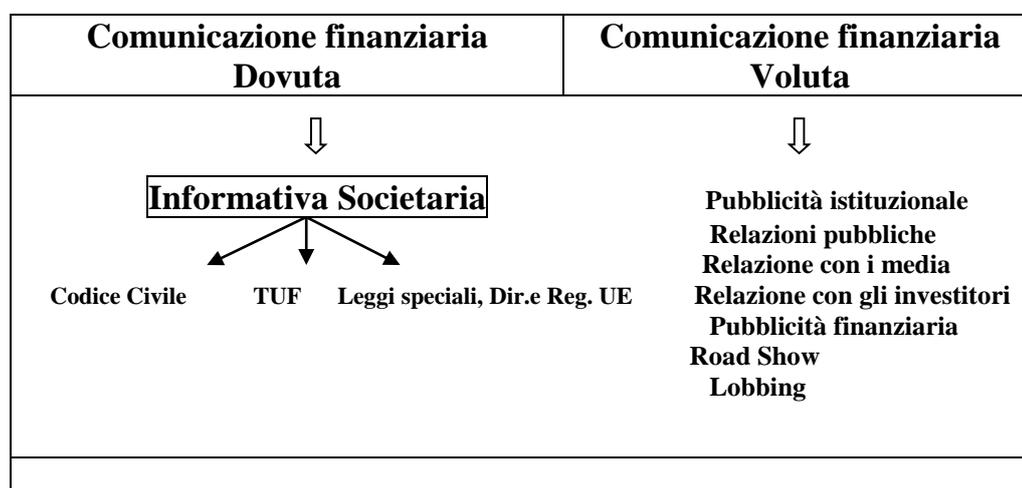
²¹ La comunicazione volontaria assume quindi una rilevanza tale da venire considerata indispensabile per creare e mantenere una forte credibilità strategico reddituale e socio-ambientale nonché una credibilità informativa (Bozzolan, 2005).

A ciò va aggiunto la possibile riduzione nel costo del capitale e la conquista di attenzione da parte degli analisti finanziari²².

Deterrenti alla diffusione di informazioni volontarie sono, invece, i costi associati alla comunicazione, quali quelli connessi alle attività di rilevazione, elaborazione e diffusione della documentazione aggiuntiva.

Per quanto attiene alle fonti/strumenti delle comunicazioni obbligatorie, e non, volendo focalizzare l'attenzione sulle società che coinvolgono interessi diffusi, e che sono quotate, la Figura seguente ne descrive i riferimenti:

Fig.3. : comunicazione obbligatoria e volontaria - fonti e strumenti



Fonte: elaborazione personale

Si ricordi che il TUF ha accolto tutte le altre fonti che regolano le società quotate. Perché l'informativa volontaria risulti efficiente, deve realizzare lo scopo che si prefigge.

²² BERETTA S. (a cura di), 2007, *No news, bad news: perchè e come comunicare informazioni economico finanziarie su base volontaria*, Egea, Milano

L' ASB (Accounting Standard Board), nel 1999, ha pubblicato il protocollo cui riferirsi per la realizzazione di un'efficace comunicazione finanziaria:

- *materialità* (principio guida): rappresentazione significativa di tutti gli elementi che possono influenzare le decisioni degli investitori;
- *rilevanza*: capacità di influenzare le decisioni fornendo, in tempo, informazioni dal valore predittivo o confermativo;
- *affidabilità*: rappresentazione fedele, neutrale, libera da errori materiali, completa e prudente;
- *comparabilità*: possibilità di supportare significativi confronti temporali (consistenza) e spaziali (*disclosure*);
- *comprensibilità*: rappresentazione correttamente interpretabile dagli utilizzatori avendo aggregato e classificato opportunamente gli eventi interessati.

In termini generali, un mercato perfettamente efficiente in relazione alla sua creazione, diffusione e utilizzo delle informazioni è quello in cui i prezzi delle attività finanziarie riflettono ogni informazione disponibile indistintamente per tutti gli operatori. Non si deve sostenere alcun costo per procurarsele²³.

Ciò implica che l'efficienza del mercato richiede che un'informazione postuli il medesimo rapporto rischio/rendimento per ogni operatore.

Nei mercati basati sulla detenzione di un'efficienza in forma semi-forte o debole si può determinare, spesso, la presenza di *asimmetrie informative*.

Esse nascono dalla differente capacità degli operatori di ottenere e/o elaborare le informazioni. Le asimmetrie nascono poiché esistono investitori che detengono informazioni privilegiate, e, altri, che non ne hanno.

²³ BOZZOLAN S., 2005, *Trasparenza informativa e mercato finanziario. Modelli e comportamenti di comunicazione volontaria*, op.cit.

In un mercato così caratterizzato, la comunicazione finanziaria riveste un ruolo fondamentale per gli operatori che devono scegliere tra le varie opportunità di investimento. Le asimmetrie informative tra soggetti interni ed investitori esterni possono essere controllate e ridotte attraverso la regolamentazione del mercato.

In particolare, la regolamentazione del mercato permette di ottenere i seguenti vantaggi²⁴:

- Introdurre principi e regole contabili validi in tutti i Paesi;
- Fornire agli intermediari finanziari gli strumenti idonei alla diffusione ed elaborazione delle informazioni;
- Fornire incentivi al management affinché produca una maggiore quantità di informazioni.

La principale comunicazione obbligatoria, a contenuto economico-finanziario è fatta tramite il Bilancio di esercizio.

1.3 L'informazione economico-finanziaria: il Bilancio di esercizio

Il bilancio di esercizio è il documento con cui vengono rappresentate la situazione patrimoniale e finanziaria dell'impresa e il risultato economico dell'esercizio.

Per la sua redazione sono necessari atti e valutazioni (inventari e scritture di assestamento) necessari per determinare sia il risultato economico che il patrimonio di funzionamento. Il bilancio d'esercizio, secondo l'art. 2423 c.c., si compone di tre parti tra loro connesse che costituiscono un unicum, e che sono: lo Stato Patrimoniale, il Conto Economico e la Nota Integrativa.

²⁴ Ibidem

Lo *Stato patrimoniale* evidenzia il patrimonio esistente a fine periodo amministrativo. Esso si ottiene grazie a processi valutativi e raccoglie una sezione ‘ATTIVO’ in cui vengono iscritti:

Immobilizzazioni,
Attivo circolante
Ratei e risconti attivi.

Si tratta di valori classificati a seconda della loro destinazione ed espressi per valori al netto dei fondi ammortamento e svalutazione.

Nel ‘PASSIVO’ sono raccolte le voci del:

Patrimonio netto,
Fondi rischi ed oneri,
TFR,
Debiti e
Ratei e risconti passivi.

Il *Conto economico*, rimanda al processo di formazione del risultato economico d’esercizio. I vari componenti relativi al reddito d’esercizio vengono raccolti in tre aree:

1. *Area della produzione*, in cui appaiono i costi e ricavi relativi alla gestione caratteristica;
2. *Area della gestione finanziaria*, che rimanda alla raccolta dei componenti finanziari (interessi ed oneri connessi alle fonti di finanziamento). I ricavi ed i costi vengono registrati al netto di abbuoni e ribassi;
3. *Area della gestione straordinaria*, che accoglie i valori che sono estranei all’attività ordinaria (plus e minusvalenze derivanti da operazioni o eventi che hanno un effetto rilevante sulla struttura

aziendale [come la cessione di rami aziendali o la vendita di beni strumentali ai fini di una ristrutturazione], vendita di beni non strumentali e così via).

La *Nota integrativa*, con funzione esplicativa dei precedenti prospetti ed ha un linguaggio discorsivo. Nella nota si spiegano i criteri di valutazione applicati per redigere le precedenti sezioni.

Il Bilancio di esercizio delle società di capitali è soggetto all'obbligo di pubblicazione risultando, in tal modo, lo strumento principale di comunicazione dei risultati conseguiti²⁵.

Il Bilancio di esercizio è il documento che racchiude il maggior numero di informazioni relative ad un'azienda.

La sua rilevanza risiede nella circostanza che lo vede essere idoneo a rappresentare il quadro generale della situazione dell'azienda, anche attraverso un confronto tra le previsioni comunicate ed i risultati realmente raggiunti.

La conoscenza e la comunicazione delle informazioni aziendali rivestono importanza fondamentale nel sistema economico, coinvolgendo variegati stakeholders (gli azionisti, i risparmiatori, i creditori, le banche ecc.), da cui l'importanza che esso sia "veritiero".

Il termine veritiero assume una portata particolare essendo la determinazione del patrimonio e del reddito influenzata da valori stimati e congetturati.

In tal senso, il significato diviene legato all'esigenza di adottare corretti principi contabili idonei ad assolvere alla sua peculiare funzione informativa.

²⁵ A differenza di quanto accade per le società di capitali, la legge non prescrive una forma obbligatoria per la redazione del bilancio d'esercizio delle imprese individuali e delle società di persone, nè chiede che esso sia soggetto a pubblicazione. In queste imprese il bilancio svolge una funzione conoscitiva interna; i terzi non ne vengono a conoscenza, fatta eccezione per gli uffici fiscali e per le banche. Nelle aziende individuali e nelle società di persone inoltre il bilancio non prevede la Nota integrativa, ma solo lo Stato patrimoniale e il Conto economico.

I principi contabili posti a fondamento della redazione del Bilancio di esercizio stabiliscono²⁶:

quali fatti amministrativi occorre registrare in contabilità;

- *quali risorse ed obbligazioni devono essere esposte in bilancio;*
- *quali criteri di valutazione adottare per misurare i componenti del bilancio;*
- *quali informazioni il bilancio occorre esporre, e in che modalità.*

In particolare, i principi contabili generali che devono essere osservati nel redigere il bilancio d'esercizio sono i seguenti:

1. *utilità del bilancio e completezza dell'informazione ;*
2. *chiarezza il bilancio;*
3. *prudenza ;*
4. *periodicità il bilancio d'esercizio;*
5. *comparabilità (che prevede che i fatti di gestione simili debbano essere contabilizzati in bilancio con gli stessi criteri);*
6. *omogeneità, ovvero l'unicità dell'unità di moneta nella quale i vari componenti attivi e passivi del patrimonio d'impresa devono essere espressi;*
7. *continuità, ovvero la continuità o costanza di applicazione dei criteri di valutazione nel tempo;*
8. *competenza, che impegna a compiere le rilevazioni, imputandole all'esercizio al quale tali operazioni si riferiscono (e non a quello in cui si concretizzano i relativi incassi e pagamenti);*
9. *costo come criterio base (occorre cioè che le valutazioni di bilancio dell'impresa in funzionamento si basino sui costi sostenuti).*

²⁶ www.oic.it

L'aderenza tra i contenuti di bilancio e le prescrizioni stabilite è assicurata dalla Corporate Governance, ovvero dai responsabili aziendali. Tuttavia, poiché potrebbero esistere interessi a mostrare traguardi diversi da quelli realmente perseguiti, il legislatore ha indicato disposizioni in cui stabilisce le modalità con cui occorre riportare i dati, prevedendo, tra l'altro, o la figura degli amministratori non esecutivi con obblighi di vigilanza, che, laddove sono dotati di particolari requisiti, prendono il nome di amministratori indipendenti.

1.4 La comunicazione al mercato delle società quotate. Gli amministratori indipendenti

Le società quotate in Borsa sono tenute a fornire una quantità di informazioni in virtù dell'esposizione al rischio a cui sottopone gli investitori.

L'avvio della quotazione in Borsa è, per le aziende, una fase fondamentale nel ciclo di vita e di crescita.

Essa rappresenta la soluzione più idonea per ampliare la raccolta di liquidità ed è una vera e propria decisione strategica, dato che, attraverso essa, si realizza una "vendita" dei diritti proprietari aziendali.

Le fasi propedeutiche alla quotazione dell'azienda nel mercato finanziario sono due:

- la sollecitazione all'investimento;

- la quotazione del titolo su un mercato regolamentato.

Il Testo Unico della Finanza definisce la sollecitazione all'investimento come "ogni offerta, invito o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolta al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari"²⁷.

²⁷ Testo Unico della Finanza, art. 1, comma 1, lett. t.

In questa fase l'azienda è tenuta a fornire informazioni dettagliate ed esaustive rilevanti per anticipare le prospettive del titolo in termini di rischio e rendimento. Essa è, altresì, chiamata a chiarire la propria struttura patrimoniale, economica e finanziaria.

Tali rendicontazioni sono rappresentate in un documento chiamato *Prospetto informativo*, di cui è richiesta l'approvazione della *Consob* che ne verifica l'attendibilità²⁸.

La fase successiva, che conduce all'ammissione a quotazione, richiede che l'azienda presenti richiesta di quotabilità alla *Società di gestione del mercato*, (Borsa Italiana s.p.a. per l'Italia).

*La Consob, con proprio regolamento, individua gli adempimenti informativi delle società di gestione nei propri confronti, nonché, avendo riguardo alla trasparenza, all'ordinato svolgimento delle negoziazioni e alla tutela degli investitori e in conformità alle disposizioni della direttiva 2004/39/CE, i requisiti generali di organizzazione delle società di gestione dei mercati regolamentati*²⁹.

Il TUF stabilisce che solo Borsa Italiana può decidere in merito all'*ammissione*, l'*esclusione* e la *sospensione* degli strumenti finanziari (art. 64, comma 1, lett. c).

E' possibile procedere ad esclusione, ad esempio, qualora si intravedano squilibri nella struttura finanziaria dell'azienda tali da inficiare la stabilità, oppure vi sia poca chiarezza e attendibilità nei piani previsionali.

²⁸ La Consob, istituita con la legge n. 216 del 7 giugno 1974, è un'autorità amministrativa indipendente, dotata di personalità giuridica e piena autonomia, la cui attività è rivolta alla tutela degli investitori, nonché all'efficienza, la trasparenza e lo sviluppo del mercato mobiliare italiano.

²⁹ Comma inserito dall'art. 11 del d.lgs. n. 164 del 17.9.2007. Vedi regolamento Consob n. 16191 del 29.10.2007 (pubblicato nel S.O. n. 222 alla G.U. n. 255 del 2.11.2007).

Nel caso in cui uno strumento finanziario risulti negoziato nei mercati regolamentati di cui all'articolo 67, comma 1 TUF, la *Consob* può:

- a) *rende pubbliche le decisioni assunte e ne informa le autorità competenti degli Stati membri dei mercati regolamentati nei quali lo strumento finanziario oggetto della decisione è ammesso a negoziazione;*
- b) *informa le autorità competenti degli altri Stati membri della decisione di sospensione o esclusione di uno strumento finanziario dalle negoziazioni, sulla base della comunicazione ricevuta dalla società di gestione ai sensi del comma 1, lettera c)*³⁰.

Gli obblighi informativi previsti da Borsa Italiana per essere ammessi alla quotazione sono:

- La pubblicazione dei bilanci anche consolidati degli ultimi tre esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo comprensivo di un giudizio della società di revisione sulla conformità del bilancio;
- Per le società che hanno subito nel corso dell'esercizio precedente modifiche sostanziali della struttura patrimoniale è richiesta la presentazione dei documenti contabili afferenti con la relazione della società di revisione;
- L'azienda deve dimostrare di possedere autonomia gestionale idonea alla generazione di ricavi; ipotesi di situazioni ostative devono essere rese note prima della quotazione.

Il collocamento del titolo sul mercato comporta una nuova interazione comunicativa.

La società di gestione del mercato, supportata dai diversi organi di controllo tra cui la *Consob*, operano, da questo momento nella direzione della vigilanza degli scambi.

³⁰ Comma inserito dall'art. 11 del d.lgs. n. 164 del 17.9.2007.

La conseguenza più immediata dell'aumento degli stakeholders è la necessità di fornire informazioni aggiuntive rispetto a quelle fornite da aziende che non sono quotate.

Così si esprime Mazzola: *“I vari soggetti richiedono un'informazione tempestiva, privilegiata ed esaustiva che permetta loro una giusta interpretazione dei fatti aziendali per poter poi esprimere il proprio parere attraverso l'influenza sul prezzo dei titoli quotati”*³¹.

Periodicamente, queste società sono tenute a informare gli stakeholders, dei risultati della gestione.

In tal senso il Codice Civile stabilisce che le aziende quotate nel mercato finanziario debbano presentare³²:

- *Il bilancio, l'elenco dei soci e dei titolari di diritto su azioni e il verbale dell'assemblea;*
- *Il bilancio consolidato, se previsto;*
- *le relazioni prodotte dalla società di revisione;*
- *copia dei bilanci relativi alle attività delle società controllate;*
- *il prospetto riepilogativo dei dati essenziali delle società collegate;*
- *la relazione sulla gestione.*

La CICA³³, nel 2001, ha formulato le linee guida per la redazione della Relazione sulla gestione.

Per permettere agli utilizzatori di leggere l'azienda “through the eyes of management”, si dovrebbe³⁴:

³¹ MAZZOLA P., 2007, *La comunicazione economica*, in Favotto F. (a cura di), *Economia aziendale: Modelli, misure e casi*, McGraw-Hill, Milano, II edizione,

³² BOZZOLAN S., 2005, *Trasparenza informativa e mercato finanziario. Modelli e comportamenti di comunicazione volontaria*, op.cit.

³³ Coordinamento Italiano Case ed Alloggi

³⁴ ONADO M., 2004, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Il Mulino, Bologna

- *integrare e arricchire i contenuti dei prospetti finanziari;*
- *presentare un orientamento al futuro;*
- *focalizzarsi sulle determinanti a lungo termine del valore;*
- *integrare le prospettive a breve e a lungo termine;*
- *presentare informazioni rilevanti e significative per i fabbisogni decisionali dei destinatari del report;*
- *rispettare i principi di affidabilità, comparabilità, consistenza, rilevanza e comprensibilità.*

Le linee guida elaborate in uno studio della Banca Mondiale, del 1994, forniscono i seguenti suggerimenti per una corretta redazione della Relazione sulla gestione:

Lo studio propone il seguente schema di reporting:

- *financial information (profit and profitability measures);*
- *operating data and performance measurements that management uses to manage the company (quality, productivity, key resources, etc.)*
- *management's analysis of financial and non financial data;*
- *forward-looking information (opportunities and risks, management's plan, comparison of actual business performance with previously disclosed opportunities and risks, and management's plans);*
- *information about management and shareholder (directors, management remuneration, major shareholders, etc.);*
- *company background (broad objectives and strategy, scope and description of business and properties, impact of industry structure on the company).*

Volendo identificare gli elementi principali che impattano sul livello di qualità dell'informazione societaria esterna, possono essere ricordati i seguenti:

- le prescrizioni dei principi contabili in tema di bilancio e di informativa istituzionale;
- le caratteristiche e le richieste dei destinatari dell'informazione;
- le caratteristiche dei sistemi di corporate governance.

Per assicurarli, nel 1999 su iniziativa di Borsa italiana spa, venne istituito il 'Comitato per la Corporate Governance delle società quotate' che redasse un Codice (Codice Preda³⁵), che propose l'inserimento, nelle società quotate, della figura di Amministratori indipendenti.

Il Codice contiene un'autodisciplina ed è del tutto volontario e, in un certo senso, andò a colmare la lacuna lasciata dal Testo Unico della Finanza del 1998³⁶ che, nell'ottica di riorganizzare la Corporate Governance delle società quotate, aveva attribuito ampio potere al Collegio sindacale, piuttosto che al Consiglio di amministrazione.

La figura dell'Amministratore indipendente è stata prevista anche dal D.lgs 6/2003, riforma del diritto societario, che ha previsto, nelle società di tipo monistico, prive del collegio sindacale, la figura dell'amministratore indipendente, con funzioni di controllo di gestione.

La legge per la tutela del risparmio (L. 262/2005), ha definitivamente sancito l'obbligatorietà della figura degli amministratori indipendenti (art.147-ter, co 4): *“in aggiunta a quanto disposto al comma 3, qualora il consiglio di amministrazione sia composto da più di sette membri, almeno uno di essi deve possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art.148, co 3.”*

³⁵ Dal nome del proponente, Stefano Preda.

³⁶ Cd. 'Legge Draghi'

La funzione degli amministratori indipendenti è quella di controllare la gestione e le scelte compiute dagli altri amministratori. La funzione di controllo, riguarda le attività interne e consiste nel:

- valutare la condizione e l'adeguatezza dei controlli;
- promuovere l'introduzione di nuove forme di controllo;
- salvaguardare il patrimonio aziendale.

Il loro ruolo non si risolve unicamente nel monitoraggio descritto potendo, essi, in qualità di amministratori, partecipare anche alla definizione delle strategie aziendali, analizzando ed intervenendo nella loro predisposizione³⁷.

I requisiti che gli amministratori indipendenti devono possedere sono legati alla necessità di garantire una posizione di autonomia, in tale ottica:

- non deve essere parente o affine di dipendenti, amministratori o azionista di controllo;
- non deve fornire o aver fornito alla società o ad un'affiliata alcun servizio o prodotto;
- non deve ricoprire altre cariche che lo pongono in conflitto di interessi con la società.

Oltre alla loro autonomia rispetto alla gestione, vengono richiesti anche requisiti professionali che li rendano in grado di garantire la corretta vigilanza.

È proprio la centralità del ruolo decisionale degli amministratori e il loro rapporto con gli azionisti a far emergere la rilevanza degli amministratori indipendenti: questi ultimi, non essendo esecutivi ed essendo caratterizzati da determinati requisiti di indipendenza e di autonomia decisionale, dovrebbero

³⁷ DI DONATO F., (2012), *Gli amministratori indipendenti*. Corporate Governance, earnings management. LUISS University Press

essere in grado di sostenere l'approvazione di decisioni che tutelino tutte le categorie di investitori indistintamente³⁸.

Essi sono chiamati altresì a garantire che, quanto riportato in Bilancio corrisponda alla rappresentazione veritiera della gestione, costituendo, in tal senso, una risposta ai vari dubbi espressi a tal proposito dalla dottrina aziendalistica.

1.5 L'informazione di bilancio nella dottrina aziendalistica italiana

L'evoluzione negli anni del contenuto e dello schema del Bilancio di esercizio ne esprime la sua natura variabile o, meglio, la continua rivisitazione della sua funzione.

Nel 1961 A. Ceccherelli scriveva: *‘Non si può trattare del bilancio ... senza premettere alcuni chiarimenti sui molteplici significati ... che derivano dalle forme nelle quali si raccolgono e si espongono i risultati delle sintesi contabili, ... dalle molteplici necessità in ordine alle quali i bilanci vengono redatti, e alle varie funzioni che ad essi vengono assegnate*³⁹.

Come anticipato, l'evoluzione del contenuto del termine 'bilancio' è strettamente collegata al mutamento che, nel tempo, si è voluto dare alle sue finalità.

L'obiettivo principale del Bilancio aziendale è una diretta conseguenza delle modalità della sua formazione, che sono esclusivamente contabili. Esso è, infatti, il resoconto contabile della gestione.

A tal proposito, A. Ceccherelli scriveva:

³⁸ Ibidem

³⁹ CECCHERELLI A., (1968), *Il linguaggio dei bilanci*, Le Monnier, Firenze

‘Il significato originario della parola bilancio deve senza dubbio ricercarsi nel procedimento di saldo dei conti, connesso con quello di chiusura dei conti stessi’⁴⁰.

La dottrina citata abbraccia quella antecedente la scuola di di Fabio Besta che descriveva il bilancio nella sola accezione di rendiconto, non riconoscendogli la funzione di ‘sistema di valori’ con cui rappresentare il processo formativo della ricchezza e la sua evoluzione.

Emanuele Pisani, a tal proposito, così scriveva:

Questo prospetto ha lo scopo di farci conoscere lo stato economico al principio della gestione, le modificazioni subite nel corso di essa a causa di perdite e di profitti avuti, lo Stato economico finale, che di conseguenza ne risulta⁴¹. Se ne raccomandava, tra l’altro, la stesura chiara e persuasiva.

Fabio Besta comprese che tali prospettive mostravano che la valutazione di fine periodo della ricchezza appariva trascurata.

Con lui i rendiconti vennero suddivisi ‘*in rendiconti veri e propri e in bilanci o conti consuntivi*’⁴².

Il rilievo delle valutazioni è comune ad entrambi i bilanci ma Besta definì rendiconto quel bilancio che gli amministratori presentano ai soli soci riuniti in assemblea.

La sua scuola approfondì la distinzione tra aziende ‘autonome’ e ‘dipendenti’, rilevando come, nelle aziende dipendenti, chi amministra non gode del diritto di proprietà su quanto gestisce, per cui occorre che egli giustifichi tutti i suoi atti. Inoltre, esistendo anche il bilancio di previsione, avente natura

⁴⁰ ibidem

⁴¹ PISANI E., *Rendiconto dei fatti amministrativi per bilanci sintetico-analitici. Applicazione ad un’azienda agraria*, (1880), Tipografia Piccitto & Antoci, Ragusa (Modica)

⁴² BESTA F., *La Ragioneria*, Vol. III, seconda edizione, Vallardi, Milano, 1922

prospettica, la rendicontazione funzione del Bilancio in oggetto serve anche a garantire che non sia stata oltrepassata la soglia della discrezionalità concessa.

Besta specificò che la principale funzione del Bilancio è di: *‘mostrare quali sono i reali elementi patrimoniali che riuniti insieme costituiscono il patrimonio dell’impresa (capitale sociale e fondi di riserva, se ve n’hanno) in quella misura a cui esso deve ascendere, e dall’altra quale è il montante del dividendo che spetta agli azionisti o ai soci’*⁴³.

Riguardo alle norme e alle prescrizioni riguardanti le ‘stime’ necessarie per redigere i bilanci, egli riconobbe che esse hanno la funzione di limitare l’arbitrio degli amministratori, riconoscendo che non potrà mai prescindere dal fine che il bilancio persegue e dalle particolari condizioni dell’azienda.

V. Alfieri, facente parte della sua scuola, commentava che *‘la sincerità e la buona fede sono talvolta le sole regole che possono riuscire efficaci e tutte le teorie che si potrebbero proporre sarebbero senza alcuna utilità in presenza di amministratori poco scrupolosi’*⁴⁴.

Come anticipato, il ricorso alla valutazione, che rappresenta il fondamento per la rilevazione dei valori di sintesi, rinvenibili nel prospetto di bilancio, ha portato ad una sua ulteriore definizione.

Secondo A. Amaduzzi il Bilancio è un *sistema di simboli che vanno interpretati*⁴⁵.

Tale definizione apre le porte alla prospettiva che vede il Bilancio non un risultato matematico bensì la conseguenza di un’interpretazione che lo può rendere surrettiziamente legato a scopi e finalità che si vogliono raggiungere.

⁴³ ibidem

⁴⁴ ALFIERI V., *Ragioneria generale*, (1921), quarta edizione, Società Editrice Dante Alighieri, Città di Castello

⁴⁵ AMADUZZI A., *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell’impresa (1949)*, in «Studi di Economia Aziendale», Edizioni Kappa, Roma, 1995

Il Bilancio si deve considerare un sistema di valori. In realtà è P. Onida lo studioso a cui riferire la paternità dell'accezione 'sistema di valori'. Lo studioso affermo infatti che:

“Il rendiconto generale d’esercizio, nelle imprese – comunemente detto “bilancio” – è un sistema di valori formalmente costituito di due parti: lo “stato attivo e passivo” o “Stato patrimoniale” o “Inventario patrimoniale” e il conto generale di Profitti e perdite”⁴⁶.

In tal senso, il bilancio, che contiene le sintesi quantitativo-monetary delle operazioni poste in essere nel corso dell'esercizio, risente delle valutazioni delle stesse che possono anche portare a profonde differenziazioni contenutistiche.

A tal proposito, Gino Zappa osservava:

‘Quando si ammette che alla voce valore debba contabilmente attribuirsi significato diverso, secondo specialmente il mutare dello scopo che si vuol raggiungere con la determinazione dei componenti del capitale, non solo si riconosce che uno stesso insieme di elementi può razionalmente essere valutato in diverse misure ma anche che, col mutare dell'accennato scopo, mutano talora gli stessi componenti patrimoniali che costituiscono oggetto di valutazione’⁴⁷.

Il reddito di esercizio, che si evince come conseguenza delle rilevazioni contabili risentirà, nel suo ammontare, di tali valutazioni che presentano perimetri di discrezionalità.

Anche Onida evidenziò come la valutazione del patrimonio fosse strumentale rispetto alla determinazione del reddito di esercizio e, quindi, come la scelta

⁴⁶ ONIDA P., *Bilancio d'esercizio nelle imprese*

⁴⁷ ZAPPA G., *Il reddito di impresa*, Giuffrè, Milano, 1950

dei criteri valutativi influenzasse, indirettamente, anche la distribuzione finale degli utili.

Va da sé che, se la natura di bilancio è da considerarsi un ‘sistema di valori’ laddove si dovesse fare ricorso a valutazioni analitico-distinte, non contestualizzate nell’insieme considerato, se ne dovrà dedurre una violazione della sua funzione.

Se il criterio di lettura del Bilancio è atomistico, ovvero basato su singole voci, tra di loro separate, esso risulterà essere incompatibile con l’obiettivo di determinare il reddito d’esercizio attuale come base per stabilire gli utili futuri.

Riconoscere al bilancio la natura di ‘sistema di valori’, gli attribuisce una particolare vocazione, quella di determinare il corretto reddito distribuibile, denotando che il esso assume sia il portato di rendiconto degli amministratori ai soci, che quello di *“un documento di amministrazione economica, nel quale convergono vari gruppi e specie di interessi che possono fra loro collimare, come possono essere in opposizione gli uni agli altri”*⁴⁸ oltre che *“strumento di informazione che si rivolga all’esterno dell’impresa come messaggio rivolto a diffondere le notizie dell’andamento della gestione di quella”*⁴⁹.

Nel tempo, la considerazione che vede il bilancio assumere rilevanza per una variegata pluralità di soggetti, tutti portatori di interessi, ha prodotto l’esigenza di disporre di informazioni particolareggiate, necessarie a soddisfare istanze settarie. I dati contabili, in altri termini, sono risultati insufficienti.

In merito, la dottrina ha fortemente dibattuto circa l’opportunità o meno di scomporre le dinamiche che hanno condotto alla determinazione del risultato economico e del capitale di funzionamento.

⁴⁸ AMADUZZI A., *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell’impresa (1949)*, cit.

⁴⁹ AMODEO D., *Ragioneria generale delle imprese*, Giannini, Napoli, 1983

Tra i primi autori ad avere evidenziato la ‘funzione informativa’ del bilancio emerge L. De Minico che notò come, oltre alle notizie relative alle singole poste di bilancio, si fosse diffuso l’interesse a conoscere altri aspetti dell’attività aziendale, quali la capacità reddituale futura, l’attitudine dell’impresa a far fronte alle uscite future, le iniziative in essere, gli obiettivi futuri, ecc⁵⁰.

Il bilancio diviene uno strumento idoneo alla formulazione di giudizi sulla continuità aziendale, e la sua valenza diviene quella di informare *circa lo “stato” dell’impresa societaria e il suo “andamento”*⁵¹, richiedendo informazioni supplementari.

A tal proposito Aldo Amaduzzi constatava:

*“Il bilancio dice quanto il suo compilatore, in rispondenza agli interessi semplici o combinati che lo ispirano, gli fa dire. Tuttavia il bilancio non dice nulla o dice male quando viene dettato da gruppi di interessi che fra loro non sono conciliabili nell’unica data soluzione di bilancio”*⁵².

N. Rossi differenziò il bilancio nelle sue due prospettive di rendiconto interno di gestione, e di bilancio pubblico, rivolgentesi cioè a terzi.

Secondo N. Rossi *“Si potrebbe di volta in volta attribuire al bilancio pubblico quel fine che, in determinate circostanze si può supporre come preminente rispetto ad ogni altro, tanto da far pensare che i criteri formativi siano in prevalenza orientati al suo conseguimento: così, in taluni casi, si potrebbe riconoscergli lo scopo fiscale, in altri, quello di attuare una politica di*

⁵⁰ DE MINICO L., *Lezioni di Ragioneria. I fondamenti economici della rilevazione del reddito*, Pironti, Napoli, 1946.

⁵¹ AMODEO D., *Il bilancio della società per azioni come strumento di informazione*, in «Rivista dei Dottori Commercialisti», 1970

⁵² AMADUZZI A., *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell’impresa* (1949), op. cit.

conguaglio dei redditi e, infine, in altri ancora, quello di appianare le vie di accesso a preordinate forme di finanziamento”⁵³.

Il bilancio di esercizio esterno è volto a soddisfare le esigenze informative di numerose categorie di soggetti, portatori di interesse e, quindi, non può mai risultare un documento astratto avente, cioè, una sua articolazione predefinita, valida in ogni occasione esistendo un sistema di fini posti alla base della redazione di tale documento.

La dottrina aziendalistica italiana è così approdata ad una conclusione condivisa che vede il Bilancio essere uno strumento complesso avente finalità di rendicontazione e di statuizione dei risultati conseguiti, fungendo da ‘base’ per una serie di valutazioni.

L’esistenza della discrezionalità, a cui è dato ricorrere nelle operazioni di valutazione non ha, tuttavia, trovato una soluzione definitiva lasciando l’opportunità di raggiungere dei risultati ‘voluti’ che violano il principio di veridicità informativa.

1.6 L’impression management e l’Earning management: aspetti contenutistici ed obiettivi perseguiti

Come si è anticipato, il bilancio rappresenta la fonte principale da cui attingere informazioni circa l’andamento economico, finanziario e patrimoniale dell’impresa.

L’informazione in oggetto ha due valenze: una interna, costituendo uno degli strumenti di informazione a disposizione dell’imprenditore e dei manager, e una esterna, consentendo a tutti gli *stakeholders* interessati alle dinamiche aziendali di potersene avvalere.

In questa ultima accezione, l’obiettivo del Bilancio è di fornire informazioni economico-finanziarie che si rivelino utili per gli investitori, i finanziatori e gli

⁵³ ROSSI N., *Il bilancio d’impresa*, Utet, Torino, 1969.

altri creditori che devono assumere decisioni in qualità di fornitori di capitale.

Poiché gli *stakeholders* prendono le proprie decisioni sulla base delle informazioni contenute in bilancio, gli amministratori possono scegliere di manipolare i valori o di alterare i processi valutativi per soddisfarne le attese.

Il management aziendale, chiamato a rappresentare all'esterno le dinamiche economico-finanziarie dell'impresa, ricorre, spesso a strumenti che possono renderla poco veritiera.

L'*impression management* (IM) è il termine impiegato per indicare la pratica di ricorrere a rappresentazioni non veritiere, falsate, degli accadimenti ricorrendo, ad esempio, a slogan, figure o grafici, surrettizi⁵⁴.

L'*earning management* (EM) è, invece, il termine usato per indicare le forme di manipolazione di bilancio d'esercizio, rese possibili ricorrendo alla discrezionalità valutativa e tese a soddisfare scopi ben precisi.

L'IM si serve delle formalità delle rappresentazioni concesse per esprimere condizioni o risultati raggiunti come, ad esempio, i grafici impiegati per esprimere i trend.

La Fig che segue confronta due andamenti di performance e, come è evidente, non adotta un sistema di assi cartesiani che parte dall'origine.

L'adozione di 80, come valore minimo sulle ordinate determina, come conseguenza, che i trend rappresentati risultino amplificati.

Se il sistema di assi avesse adottato lo zero sulle ordinate, la rappresentazione grafica sarebbe risultata attutita.

Questo è un esempio di IM, avvenuto tramite l'adozione di un grafico.

⁵⁴ DI DONATO F., 2012, *Gli amministratori indipendenti*. Corporate Governance, earnings management. Op. cit.

Casi simili possono riguardare il confronto tra istogrammi relativi a traguardi raggiunti in vari anni, di cui si scelgono i trend più opportuni in modo da favorire un confronto che induca a considerazioni conclusive volute.

Fig.4: Performance di Telecom Argentina



Fonte: R. Cimini - The selective misrepresentation of financial information due to earning management

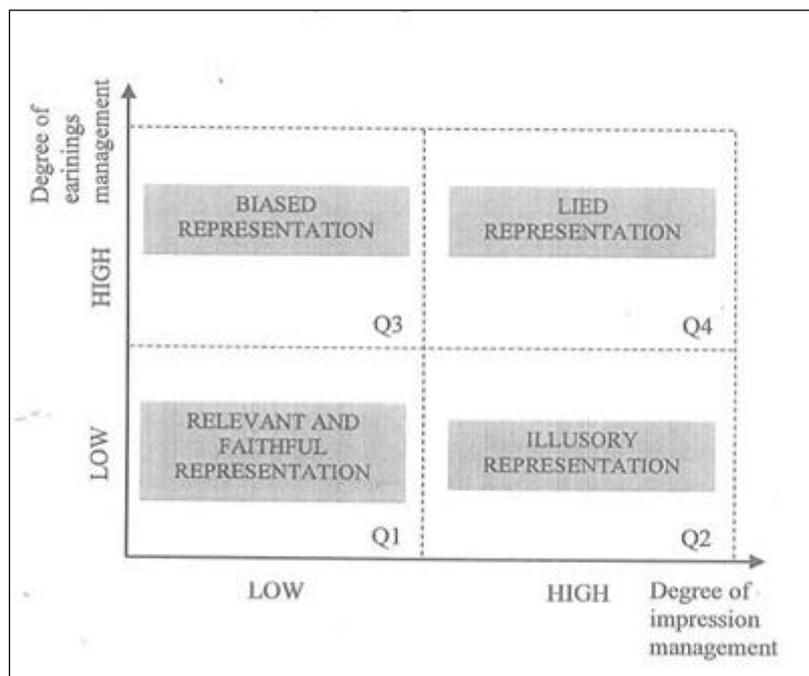
L'EM, che verrà approfondito nel capitolo successivo, invece, non è manipolazione formale ma materiale, ben più grave, sebbene avente il medesimo fine di veicolare le considerazioni degli stakeholders verso risultati diversi da quelli realmente realizzati.

L'impression management e *l'earning management* possono convivere oppure

no, sancendo una falsificazione della gestione più o meno intensa⁵⁵.

La Fig che segue indica i diversi gradi di Impressing ed earning management che, combinati tra di loro, producono rappresentazioni dotate di veridicità più o meno intensa.

Fig..5: Matrice Impressing e Earning management



Fonte:R. Cimini-The selective misrepresentation of financial information due to earning management

L'area Q1 è associata ad un basso ricorso all' IM ed all'EM.

Le rappresentazioni fornite dal management, ed i report aziendali, aderiscono al vero e non si rilevano conflitti tra gli interessi interni e quelli degli stakeholders. Si tratta di quelle situazioni in cui né la forma usata, né le valutazioni quantitative appaiono abusate dal management. In questo caso sia

⁵⁵ CIMINI R.,2015, *The selective misrepresentation of financial information due to earnings management*, Giappichelli ed., Torino

le raccomandazioni che le norme legali hanno espresso pienamente la propria funzione di creare aderenza tra l'eseguito ed il rendicontato⁵⁶.

A livello microeconomico esiste una perfetta rendicontazione della Corporate Governance a tutti i portatori di interesse.

In genere a garantire questo risultato, oltre alla generale coerenza gestionale è la presenza di un auditing efficiente, di protocolli gestionali adatti e/o di amministratori indipendenti.

L'area Q2 associa una bassa presenza di EM ad una elevata di IM. Il risultato finale è una "*illusory representation*", in cui la forma delle rappresentazioni appare falsata.

In questi casi la percezione esterna non è accurata e rischia di far commettere errori di valutazione da parte degli esterni.

Tuttavia, l'assenza di manipolazioni di bilancio, rende la situazione meno grave rispetto a quella rappresentata dall'area Q3.

L'area Q3 rimanda a una situazione in cui esiste un elevato ricorso all'EM ma non se ne fornisce evidenza nella rappresentazione formale.

In questa situazione esiste conflitto tra insiders e outsiders, essendo stata operata una manipolazione nei numeri, ovvero nei risultati conseguiti tuttavia, essa non è stata nascosta nelle rappresentazioni formali.

L'area Q4 indica una situazione in cui esistono falsità e simulazioni sia nelle rappresentazioni formali che numeriche.

Essa esprime il massimo livello di conflitto tra interessi interni ed esterni.

La rendicontazione fornita agli stakeholders è stata basata su un'induzione

⁵⁶ CIMINI R., 2015, *The selective misrepresentation of financial information due to earnings management*, Giappichelli, op. cit

deliberata a reportare fatti inesistenti.

Si è dinanzi al massimo grado di falsificazione ed abuso della discrezionalità concessa.

L' *earning management* è reso possibile da due fattori: l'uso distorto della discrezionalità concessa nel processo di redazione del bilancio e la presenza di asimmetrie informative nel mercato dei capitali⁵⁷.

Il primo fattore è collegato alla circostanza per la quale la vita di un'impresa viene suddivisa in tanti singoli esercizi che possono alterare la sua natura unitaria mentre, il secondo è dovuto alla naturale impossibilità di conoscere dall'esterno in maniera perfetta le condizioni operative di un'impresa⁵⁸.

La conseguenza di ciò è che, il reddito dell'esercizio, e il capitale di funzionamento, non risulteranno grandezze oggettive ma il risultato di manipolazione dei dati contabili tramite il ricorso a valutazioni soggettive.

Le poste che compongono il bilancio d'esercizio sono rappresentate sia da valori oggettivi, frutto di transazioni con terzi, ed espressi in moneta, che da valori soggettivi, che risultano essere oggetto di stime.

D'altro canto, i principi contabili che regolamentano i valori del bilancio non possono essere eccessivamente rigidi a causa della varietà degli accadimenti che caratterizzano la realtà aziendale, tuttavia, se l'impiego della discrezionalità è strumentale al raggiungimento di fini, essa assume un'accezione negativa.

La disponibilità d'informazioni di buona qualità costituisce un presupposto fondamentale per assicurare il corretto funzionamento del mercato dei capitali, ed un ruolo particolarmente importante è rivestito dall'informativa di bilancio. Si

⁵⁷ CIMINI R.,2015, The selective misrepresentation of financial information due to earnings management, op. cit.

⁵⁸ Alcuni soggetti direttamente coinvolti nella gestione, come ad esempio gli amministratori, dispongono di un'informazione completa mentre altri soggetti esterni, come banche, clienti e fornitori, sono costretti a basarsi su informazioni pubbliche e passate, in particolare sul bilancio, per prendere le proprie decisioni

può approssimare la qualità dell'informativa di bilancio alla qualità del reddito esistendo una forte correlazione tra bassa qualità degli *earnings* ed asimmetria informativa.

Di essa ci occuperemo nel prossimo capitolo.

CAPITOLO II

DETECTING EARNING MANAGEMENT: METODI STATISTICI E CONTABILI

Introduzione

Il capitolo affronta il tema della manipolazione di Bilancio.

La prima parte è dedicata al concetto di utile, risultato della gestione aziendale, e ai suoi diversi gradi di attendibilità.

L'utile deve avere una configurazione chiara e possedere dei requisiti che ne garantiscano l'autenticità e la capacità di riformarsi nel tempo, in tal senso, verrà descritto il rischio associato alle 'valutazioni' concesse dal legislatore in ambito di chiusura di Bilancio.

Il capitolo prosegue analizzando gli accruals, la loro determinazione, e le varie forme in cui si presentano.

Gli accruals sono strumentali rispetto alle politiche di bilancio che permettono di raggiungere scopi precisi, voluti, e che vengono poste in essere in determinati momenti, in particolar modo nei frangenti che vedono le aziende affrontare 'operazioni straordinarie'.

In tale ottica, il capitolo descrive le principali politiche di bilancio e, successivamente, delinea le registrazioni contabili che producono i risultati 'forzati' che si vogliono rappresentare.

Il tema centrale del capitolo è quello di illustrare i principali metodi di rilevazione della presenza di earnings management proposti dagli studiosi.

Dei numerosi modelli prodotti negli anni, verranno descritti i più famosi:

Healy Model, De Angelo Model, Mc Nicholson e Wilson, Jones Model e Modified Jones Model, Modello di Basu, la ratio analysis e Leuz, Dechow e Dichev, Kothari.

Il caso Parmalat, che contiene molti esempi di earnings management, chiude il capitolo.

2.1 L'Earnings quality

L' *earnings quality* è un termine coniato per indicare un reddito di qualità, affidabile, frutto di una gestione su cui è possibile contare, anche in termini di mantenimento di una certa redditività futura⁵⁹.

Gli strumenti idonei a risalire alla qualità del reddito sono sia le analisi del bilancio, che i modelli studiati appositamente per la valutazione dei diversi profili della gestione dell'impresa.

Gli *earnings* sono considerati di qualità anche in relazione all'utilità decisionale che assumono per i destinatari del bilancio.

Nonostante le diverse accezioni tecnicamente, il grado di qualità degli earnings risiede nelle sue proprietà temporali, nel tipo di relazione tra reddito, flussi di cassa e *accrual*, nonché nell'attinenza ai principi contabili.

Sostenibilità, prevedibilità e variabilità, sono le principali proprietà temporali del reddito: se gli earnings si presentano persistenti e prevedibili, vengono considerati di elevata qualità⁶⁰. Con il termine prevedibilità ci si riferisce alla capacità del reddito di consentire di poter valutare i flussi prospettici.

⁵⁹ BENEISH, M.D. 1999, 'The Detection Of Earnings Manipulation', Financial Analysts Journal, vol. 55 (Settembre/Ottobre)

⁶⁰ BENEISH, M.D. 1999, 'The Detection Of Earnings Manipulation', Financial Analysts Journal, vol. 55 (Settembre/Ottobre)

La variabilità è, invece, un aspetto collegato inversamente alla qualità del reddito.

Come si è detto, una seconda definizione di *earnings quality* è data dalla relazione esistente tra reddito, flussi di cassa e *accrual*.

Questi ultimi sono componenti di reddito che non si sono ancora trasformati in flussi di cassa e che si prestano ad essere manipolate in misura maggiore delle altre poste di Bilancio.

Da un punto di vista formale:

$$\text{Accruals} = (\Delta\text{AC} - \Delta\text{Cassa}) - (\Delta\text{PC} - \Delta\text{PCF}) - \text{D\&A}$$

Dove AC sono le attività correnti, Cassa ricomprende tutte le disponibilità liquide, PC sono le passività correnti, PCF sono le passività correnti finanziarie (debiti finanziari a breve termine e debiti tributari), D&A, deprezzamenti ed ammortamenti.

Mentre i flussi di cassa, espressioni di entrate o di uscite, si mostrano più certi e, pertanto, non facilmente alterabili, gli accrual sono voci soggette a valutazioni e, pertanto, suscettibili di manipolazioni. Da ciò deriva che maggiore è il peso assunto dagli accrual e minore risulterà l'*earnings quality*.

Nella sua forma più elementare, la valutazione della qualità si misura tramite il seguente rapporto⁶¹:

$$\text{cash flow operativo} / \text{reddito operativo.}$$

Tuttavia, data la complessità di alcune attività economiche e, quindi del loro Bilancio, sono necessari approcci più approfonditi per la valutazione dell'*earnings quality*.

⁶¹ BENEISH, M.D. 1999, 'The Detection Of Earnings Manipulation', Financial Analysts Journal, vol. 55 (Settembre/Ottobre)

Alcune metodologie di valutazione si basano sulla distinzione tra *normal accrual* e *abnormal accrual*⁶².

I *normal accrual* sono relativi alle registrazioni che riflettono la normale attività dell'impresa e che, pertanto, sono giustificati mentre, gli *abnormal accrual*, si riferiscono a distorsioni dovute all'applicazione non corretta delle norme contabili e che hanno la capacità di alterare il contenuto del bilancio e ogni sua interpretazione⁶³.

Un ulteriore strumento utile per valutare l'*earnings quality* è la sua attitudine ad influenzare positivamente le decisioni degli *stakeholder*⁶⁴.

Infine, la qualità del reddito è positivamente correlata al grado di comparabilità degli *earnings* nel tempo.

Modifiche improvvisate dei criteri di valutazione adottati, rendono difficile ricostruire il trend corretto dell'*earnings*, generando interpretazioni fallaci.

In linea generale, è l'attendibilità dei dati inseriti in Bilancio a fornire il grado di qualità raggiunto.

Nonostante tali principi, permane una notevole difficoltà nel soddisfare pienamente le esigenze di classificare la qualità del reddito.

La maggiore incertezza riguarda la natura dell'inattendibilità che potrebbe derivare sia da errori involontari che da vere e proprie manipolazioni dal management.

E' certo che minori risultano essere le stime necessarie ad ottenere la definizione del reddito, maggiore risulterà essere il suo grado di attendibilità.

⁶² Individuando solo questi ultimi come componenti che fanno diminuire il livello di qualità degli *earnings*.

⁶³ GUIDRY, F., LEONE, A. E ROCK, S. ,1999, 'Earnings-Based Bonus Plans And Earnings Management By Business-Unit Managers', Journal Of Accounting And Economics, vol. 26

⁶⁴ Non rientra tra le politiche di *earnings management* la commissione di errori o omissioni di natura non deliberata inoltre, lo scopo di tali pratiche è quello di suscitare determinati comportamenti favorevoli da parte degli *stakeholder*.

L'*earnings quality* viene anche considerata come inversamente correlata all'esistenza di produrre *earnings management*, ovvero alla discrezionalità lasciata dalle norme ed ai principi contabili nell'effettuare stime e previsioni,.

Il metodi attraverso cui si valuta l'*earnings quality*, si basano sempre sulla prospettiva della *decision usefulness* delle informazioni contabili. Queste ultime si rivelano tanto più qualitative quanto più si prestano a fornire validi ed attendibili strumenti di supporto nelle decisioni degli stakeholders.

Le informazioni contabili sono di qualità se rispecchiano il vero andamento economico-finanziario e se forniscono la possibilità di effettuare corrette previsioni circa gli earning ed i cash flows futuri.

L'attendibilità non necessita l'assenza di ipotesi o stime, ma prevede che esse siano ben ponderate e ragionevoli.

La discrezionalità consentita nel valutare le voci di Bilancio può, infatti, avere anche un'accezione positiva, laddove venga impiegata per rappresentare con maggiore accuratezza la reale performance dell'impresa, o per comunicare agli *stakeholder* informazioni circa i *cash flow* futuri.

Il problema sorge quando l'*earnings management* diviene strumentale ed opportunistico ottenimento di benefici o, peggio, divenga un "trucco" che neghi trasparenza al bilancio, con l'intento di ottenere benefici privati.

2.2. Le politiche di Bilancio

Le e politiche di bilancio dei manager, che furono oggetto di studio negli anni '70, anche da parte di P. Onida, hanno lo scopo di prospettare agli *stakeholder* una performance aziendale diversa da quella reale.

Gli incentivi che spingono ad effettuare pratiche di *earnings management* possono essere di mercato, contrattuali ed incentivi legati ai costi politici.

Gli incentivi di mercato, sono collegati dall'andamento dei prezzi delle azioni e possono essere distinti in incentivi 'ordinari' e 'straordinari'⁶⁵.

I primi si riferiscono ad incentivi basati sulla fisiologica tendenza di mostrare performance migliori rispetto al reale.

Essi sono legati alla esigenza di fornire una buona percezione dell'azienda e del suo andamento.

I secondi si manifestano in periodi prossimi alla realizzazione di operazioni straordinarie sul mercato dei capitali e possono essere dirette all'aumento o alla riduzione del risultato di esercizio, a seconda del risultato perseguito.

Un esempio lo offrono gli esercizi che precedono un IPO (*Initial Public Offering*), o un aumento di capitale sociale, operazioni che prevedono l'emissione di nuove azioni.

Un'offerta pubblica iniziale o IPO è un'offerta al pubblico dei titoli di una società che intende quotarsi per la prima volta su un mercato regolamentato.

Le IPO vengono generalmente promosse da imprese il cui capitale è detenuto da uno o più imprenditori, o da un gruppo ristretto di azionisti, che decide di aprirsi ad un pubblico di investitori ampio proponendo la quotazione delle proprie azioni in Borsa.

In queste ipotesi, i manager possono avere l'incentivo a realizzare politiche di bilancio che mirino ad aumentare il risultato d'esercizio.

Il fine, in questi casi, è quello di provocare un aumento del prezzo delle azioni viceversa in corrispondenza di un *management buyout*.

⁶⁵ GUIDRY, F., LEONE, A. E ROCK, S. ,1999, 'Earnings-Based Bonus Plans And Earnings Management By Business-Unit Managers', *Journal Of Accounting And Economics*, vol. 26

Il management buyout, MBO, è un'operazione di acquisizione di un'azienda da parte di un gruppo di manager interni all'azienda.

Il gruppo di manager acquirenti si avvale, generalmente, di un financial sponsor, spesso un fondo, che fornisce le risorse finanziarie per l'operazione.

L'incentivo ad effettuare un *earnings management* è volto alla riduzione del risultato d'esercizio, finalizzato a rendere più conveniente l'acquisto dell'azienda.

Sono considerati incentivi di natura ordinaria anche il raggiungimento di specifici livelli di redditività, come un risultato di esercizio positivo o migliorato rispetto all'esercizio precedente⁶⁶.

Spesso le imprese alterano gli *earnings* al solo scopo di evitare di riportare delle perdite, le imprese che hanno realizzato una piccola perdita sono incentivate a mettere in atto delle manipolazioni al fine di rendere il risultato positivo.

Si riscontra altresì la pratica di manipolare gli *earnings* al fine di raggiungere la soglia attesa dagli analisti.

Altre volte accade che i manager siano incentivati a manipolare i dati contabili allo scopo di ottenere benefici in funzione di alcune tipologie di contratti o clausole in essi contenute, si pensi alle disposizioni contrattuali a cui si associano gli incrementi della propria remunerazione. In tale ottica si manipoleranno gli *earnings* quando essi risulteranno diversi dal bonus plan.

Incentivi all'*earnings management* possono anche sorgere in corrispondenza di *management turnover*, come cambiamenti del CEO o nel Cda.

In questi ultimi casi, i nuovi manager sono portati a porre in essere politiche di *big*

⁶⁶ GUIDRY, F., LEONE, A. E ROCK, S.,1999, 'Earnings-Based Bonus Plans And Earnings Management By Business-Unit Managers', op. Cit.

bath finalizzate a ridurre i risultati di Bilancio, responsabilizzando i manager uscenti e facendo in modo che un miglioramento delle performance future venga percepito più positivamente.

Per le stesse ragioni, nell'esercizio successivo al cambiamento, i manager tendono a manipolare al rialzo gli *earnings*, assicurandosi in tal modo l'ottenimento di una buona impressione circa la loro gestione della società.

Un'altra motivazione posta alla base della realizzazione di operazioni di *earnings management* è collegata al funzionamento di *debt covenant*, rappresentato dalle clausole contenute nei contratti di finanziamento e finalizzate ad evitare che i manager sottraggano ricchezza ai creditori.

Per evitare costose rinegoziazioni dei contratti in oggetto, i manager sono incentivati ad attuare politiche di *earnings management*. Ciò accade in misura tanto più frequente quanto più elevato risulta essere il ratio *debt/equity*, rappresentato dalla penale prevista nei contratti.

Un ulteriore incentivo per ricorrere *all'earnings management* è dato dai 'costi politici'. Si pensi ai casi in cui il settore economico in cui si opera è sottoponibile alla regolamentazione dei prezzi, agendo sulla manipolazione degli *earnings* al ribasso, l'impresa potrà evitare di attirare l'attenzione degli organi di governo e di subirne la regolamentazione al ribasso.

La tassazione sul reddito è uno dei componenti più rilevanti dei costi politici, in tali casi i manager, allo scopo di ridurre l'imponibile, ricorrono a contabilizzazioni che consentono di minimizzare il valore attuale atteso dei pagamenti fiscali.

L'*earnings management* realizzato in sede di politiche di bilancio si distingue in due grandi categorie: quelle di *real earnings management* e quelle di *disclosure*

*earnings management*⁶⁷.

Le politiche di *real earnings management* sono azioni che vengono poste in essere, o durante l'esercizio o in sede di scritture di assestamento, ed hanno lo scopo di fuorviare gli *stakeholder*, simulando il raggiungimento di obiettivi tramite la normale gestione dell'attività aziendale.

Con tali pratiche non si agisce solo sulla rappresentazione della performance aziendale ma la si 'modifica' incidendo sui flussi di cassa prodotti. Un esempio che sintetizza tale pratica può essere rappresentato dalla concessione di sconti per aumentare il fatturato.

Agendo in tale direzione si induce l'osservatore ad aspettarsi lo stesso livello di sconti anche nei periodi successivi ma, poiché le vendite future sono destinate a ridursi, ciò si traduce in margini più bassi.

Diversamente, le politiche di *disclosure earnings management* dipendono dalla discrezionalità intrinseca nella redazione del Bilancio ed hanno effetti solo sulla rappresentazione delle performance. Esse si realizzano tramite manovre contabili sia contestualmente alla registrazione in partita doppia sia all'atto della redazione del Bilancio di esercizio.

Le politiche di *disclosure earnings management* sono dirette al raggiungimento di obiettivi manipolativi, se avvengono negli spazi di discrezionalità concessi dalla normativa e dai principi contabili si parla di "*earnings management within GAAP*", contrariamente si parla di "*earnings management against GAAP*".

Questa seconda tipologia di politiche contabili è da considerarsi, in ogni caso illecita mentre, per quanto riguarda la prima, non lo è sempre.

Le politiche di *disclosure earnings management* possono, a loro volta, essere

⁶⁷ ZHOU J., (2008), *Discloser Quality earnings management*, in *Journal Of Accounting And Economics*, 3/2008

distinte in due categorie: di *classification shifting* e di *accrual earnings management*⁶⁸.

Le prime si fondano sulla discrezionalità citata, si attuano principalmente manipolando il conto economico e ineriscono allo spostamento di alcuni proventi e oneri dalla sezione dei componenti ordinari di reddito a quella che contiene le poste non ordinarie e viceversa. Quest'operazione spesso viene messa in atto in concomitanza di operazioni straordinarie, ristrutturazioni aziendali o fusioni.

Ciò si spiega poiché in queste situazioni risulta semplice giustificare la classificazione di costi e ricavi come originati da un'operazione non ricorrente. Si tratta di manipolazioni che non modificano il risultato di esercizio ma, unicamente, la distribuzione dei valori tra componenti di reddito ordinari e non.

Gli effetti di tale politica non si trasmettono sugli *earnings* futuri, che non subiscono variazioni. Tuttavia, poiché gli analisti finanziari escludono dal calcolo del reddito operativo le componenti non ordinarie, facendole risultare di natura ordinaria, si influenzano tali previsioni.

Le politiche di *accrual earnings management* si basano, invece, sulla presenza di margini di discrezionalità nella valutazione degli *accrual*. Queste ultime sono le più diffuse e riguardano operazioni in corso di svolgimento per le quali è necessario, in sede di redazione di bilancio, effettuare delle previsioni.

Le politiche di *accrual earnings management* si realizzano manovrando le stime e le congetture su cui si basano i dati di bilancio.

Tecnicamente, il management fissa un livello di 'reddito target' che si intende

⁶⁸ ZHOU J., (2008), "*Disclouser Quality earnings management*", in *Journal Of Accounting And Economics*, 3/2008

raggiungere, se esso nella sua effettività risulta essere superiore, attraverso l'anticipazione di costi o il differimento di ricavi, lo si riduce, viceversa, se è inferiore lo si aumenterà tramite il differimento di costi e l'anticipazione di ricavi (agendo sui valori stimati e congetturati)⁶⁹. Va da sé che tali politiche generano effetti sui redditi futuri di segno opposto provocando il cosiddetto 'accruals reverse'.

Esistono quattro forme di *accrual earnings management* che si differenziano tra loro in base agli scopi perseguiti.

Gli obiettivi perseguiti sono di due tipi: immediati e di medio-lungo periodo.

La prima di queste forme consiste nelle politiche di *income smoothing*, con le quali si tende a mantenere un tasso di crescita degli *earnings* costante nel tempo offrendo la percezione di una bassa rischiosità (crescite eccessive ed improvvise attirerebbero l'attenzione di alcuni *stakeholder*, come azionisti o dipendenti, che potrebbero richiedere remunerazioni e compensi più elevati).

Poiché la crescita costante degli *earnings* consente ai manager di ricevere una maggiore remunerazione variabile, l'*income smoothing* può essere perseguito anche per mero opportunismo carrieristico.

Non mancano politiche d'*income maximization*, attraverso le quali si cerca la massimizzazione del risultato economico corrente.

La politica attuata in questo caso è detta di *revenue recognition*, e consiste nella rilevazione in bilancio di ricavi prima che la vendita possa considerarsi conclusa (ad esempio se la merce non è stata ancora consegnata o esistono ancora i termini affinché il cliente receda dal contratto). Le politiche d'*income maximization* generano il progressivo annacquamento del capitale netto.

Altra forma di *accrual earnings management* è rappresentata dalle politiche di

⁶⁹ Nel primo caso si parla di politiche di "conservative accounting" mentre nel secondo di "aggressive accounting".

income minimization. In questo caso si creano delle ‘*cookie jar reserve*’, ovvero delle riserve di utili da cui attingere in periodi in cui le performance risultano meno profittevoli.

Con il fine di ridurre il prezzo delle azioni, si ricorre a questa forma di earnings management anche nei periodi che precedono la concessione di *stock option* e il riacquisto di ‘azioni proprie’ da parte dell'azienda o dei vertici aziendali⁷⁰.

Un'altra forma di *accrual earnings management* è quella relativa alle politiche di *big bath* che consistono nel ridurre il risultato economico che risulta già di per sé negativo, ovvero inferiore alle attese di mercato.

Si tratta di una politica che può convenire quando, in un clima economico di perdite diffuse, ci si può attendere che la reazione del mercato non sia eccessiva e si pongono le basi per creare condizioni favorevoli al miglioramento delle performance future.

2.3 Tecniche contabili di earning management

Le tecniche contabili impiegate per manipolare il Bilancio sono varie tra esse, sono piuttosto ricorrenti le seguenti:

Registrare i ricavi in anticipo;

Registrare ricavi inesistenti;

Spostare il reddito di un periodo a un periodo successivo;

Nascondere i costi;

Spostare i costi di un periodo successivo a un periodo precedente;

I seguenti sono i casi in cui il reddito non si modifica:

Spostare i flussi in entrata verso l'area operativa;

⁷⁰ Queste politiche di bilancio possono essere impiegate anche allo scopo di ridurre i costi politici, come per esempio gli oneri fiscali.

Spostare i flussi in uscita fuori dall'area operativa.
Gonfiare il reddito grazie a riclassificazioni ingannevoli;
Spostare i costi di un periodo a un periodo successivo;

Nella prima ipotesi rientra il caso della registrazione di ricavi prima di completare la prestazione dovuta nel contratto. Un esempio è l'iscrizione di un ricavo prima ancora di avere erogato il servizio oppure un pagamento up-front, com'è quello in cui si richiede un'anticipazione a valere sulle prestazioni degli anni successivi e si rileva come ricavo al tempo presente⁷¹.

Un altro caso espressione di questo tipo di manipolazione di Bilancio è dato dalla registrazione di ricavi in eccesso rispetto al lavoro completato nel contratto. Ad esempio, si sottostimano i 'lavori a finire' di una commessa, o sovrastimano i 'lavori effettuati'.

Un caso di registrazione in anticipo dei ricavi può anche riguardare la pratica di contabilizzarli prima che il cliente abbia accettato la transazione in oggetto. Tale ipotesi si rileva se si registrano ricavi per la vendita di merci rispetto alle quali l'acquirente ha diritto di recesso oppure, se esiste solo una 'promessa' politica per la erogazione del contributo. L'esistenza del conto 'fatture da emettere' può nascondere operazioni per le quali non sussiste alcuna certezza circa l'effettività della transazione.

Altro strumento con cui risulta possibile manipolare i risultati di bilancio è quello della registrazione dei ricavi in anticipo. Una tipica operazione in cui tale pratica si evidenzia è data dalle cosiddette transazioni *Boomerang*, in cui il venditore si obbliga a riacquistare ciò che vende al presente. E' il caso in cui una società cede ad un'altra un impianto ad un prezzo molto elevato, dietro la

⁷¹ WELLS, J.T. ,2001, 'Irrational Ratios', Journal Of Accountancy, vol. 192 (Agosto),

condizione che l'acquirente si impegni a comprare dalla prima servizi a prezzo maggiorato⁷².

Rientrano tra i casi di ricavi inesistenti quelli in cui si registrano contributi in conto investimenti, o apporti dei soci, come ricavi correnti.

Si pensi al caso di una società che ha come oggetto sociale quello della riscossione dei tributi, registrando come ricavi, le tasse raccolte e, come costi, quelle rigirate all'ente, offrirebbe una situazione finanziaria completamente falsata, dovendosi registrare come ricavi, unicamente le commissioni ricevute.

Spesso tali forme di manipolazione si manifestano ricorrendo ad operazioni con parti correlate (ad esempio società controllate), che producono resoconti facilmente falsati.

Contabilmente, è anche possibile produrre situazioni in cui un soggetto figura sia tra i fornitori che tra i clienti.

Sono considerati ricavi inesistenti anche le operazioni occasionali. Si pensi agli accordi in cui una società acquista un ramo di un'altra società in perdita, pagandolo più del valore di mercato e ricevendo l'impegno di occuparsi di alcuni aspetti con una remunerazione particolarmente conveniente (ad esempio la manutenzione degli impianti negli anni a venire). In questo caso la società acquistata realizza una plusvalenza, ma occulta le future perdite dovute ai costi che sosterrà.

La contabilizzazione dei ricavi si presta, dunque, ad essere strumentale agli obiettivi perseguiti essi, secondo le indicazioni contabili, possono ritenersi realizzati solo quando sono state rispettate alcune condizioni:

- a) Esiste un contratto;
- b) E' avvenuta la consegna dei prodotti e/o l'erogazione dei servizi;

⁷² Operazione di sale and lease back

c) Il prezzo è fissato oppure risulta determinabile;

d) Il pagamento è ragionevolmente certo.

La discrezionalità concessa nell'interpretazione degli aspetti elencati può creare le condizioni per rinviare al futuro i ricavi.

Con lo stesso fine, il redattore potrà avvalersi dei conti 'risconti passivi' o 'ricavi sospesi', oppure può sottostimare l'avanzamento dei lavori nel caso di lavori in corso su ordinazione, o anche sottostimare le rimanenze.

Le poste di Bilancio che suggeriscono l'esistenza di manipolazione dei ricavi sono rinvenibili in anomale variazioni nella voce dei ricavi sospesi o dei risconti passivi.

Può, altresì, accadere che le manipolazioni in oggetto avvengano tramite le modifiche nell'adozione di pratiche contabili per la rilevazione dei ricavi, che determinano margini dei Ricavi sulle Vendite (ROS) improvvisamente mutati⁷³.

E' altresì possibile, 'gonfiare il reddito' grazie a riclassificazioni ingannevoli. Ad esempio registrando come straordinari costi che sono ordinari, oppure grazie ad operazioni che sono occasionali e non più ripetibili.

Tra gli indicatori che tradiscono questa forma di manipolazione, gli analisti osservano il trend di crescita del Reddito Operativo, qualora esso si riveli percentualmente superiore alla crescita dei ricavi è ipotizzabile l'abuso descritto⁷⁴.

Come anticipato, una pratica contabile che produce manipolazione di bilancio è la tecnica di spostare i costi di un periodo ad un periodo successivo. I costi

⁷³ WELLS, J.T., 2001, 'Irrational Ratios', Journal Of Accountancy, vol. 192 (Agosto), cit.

⁷⁴ In questi casi è probabile che ci siano costi che sono stati spostati nell'area straordinaria.

rappresentano un esborso che prevede un corrispettivo che può assumere due diverse forme:

- a) futuri benefici (ad es. rimanenze, attrezzature, risconti attivi, etc);
- b) uno scambio con altre attività o con cassa (ad es. crediti, partecipazioni etc.).

L'inesistenza di collegamenti tra costi e corrispettivi rappresenta un indicatore di manipolazione. Inoltre i costi devono essere riclassificati per la loro natura, se si assegna una natura pluriennale a costi sostenuti per servizi che risultano completamente consumati, ci si assicura la possibilità di ammortizzare impropriamente.

In generale, se si allunga la vita utile dei beni a fecondità ripetuta, si avvantaggia l'esercizio in corso, a danno di quelli futuri.

La tecnica di prolungare la vita utile dei beni può anche riguardare i beni immateriali, tramite il mantenimento del processo di ammortamento quando non esistono più le condizioni per attendere ulteriore utilità da tali beni. Esempi di quanto prospettato sono offerti dalla pratica di calcolare l'ammortamento su beni presi in leasing che, in realtà, risultano essere stati dismessi o restituiti al proprietario.

La pratica di nascondere costi può anche realizzarsi evitando di svalutare attività il cui valore è giunto al di sotto di quello ottenuto ricorrendo ai normali criteri di valutazione. Basti pensare alle mutazioni nella tecnologia che possono cambiare il valore dei beni, riducendolo tramite il processo di obsolescenza.

Molte delle manipolazioni di bilancio si realizzano nella fase di assestamento finale in cui è necessario procedere alle corrette valutazioni. In questa fase può accadere che non vengano adeguatamente rilevate le perdite per crediti inesigibili, oppure le svalutazioni delle partecipazioni possedute.

Saranno i fini perseguiti a dirigere la discrezionalità dei valutatori, così una riduzione dei costi sarà opportuna se l'esigenza è quella di incrementare i margini sul fatturato, al contrario potrà servire aumentarli se si avverte l'esigenza opposta.

L'esigenza di ridurre i costi è avvertita in molte fasi di vita aziendale, quale quella che vede l'azienda apprestarsi ad un'operazione di M&A, o all'emissione di nuove azioni.

Per risalire all'ipotesi di earnings management sarà, allora, necessario contestualizzare, le registrazioni contabili alla fase in cui si trova un'impresa. Un indizio dell'avvenuta manipolazione nella direzione della riduzione dei costi, è dato della riduzione ingiustificata delle quote d'ammortamento.

Un'altra operazione avente il medesimo effetto è data dalla crescita dei valori assegnati alle immobilizzazioni immateriali cui si ricollegano valori più elevati delle rispettive quote di ammortamento⁷⁵.

La manipolazione dei costi avviene, altresì, ricorrendo alla riduzione del valore assegnato ai 'fondi rischi', alle perdite su crediti. Ciò rappresenta una pratica impropria alla luce di quanto disposto dal legislatore tributario che ha stabilito che, secondo il principio della prudenza, se una perdita è certa o anche solo probabile, occorre registrarla tramite l'iscrizione in un fondo al passivo.

L'obiettivo di nascondere i costi, per generare un utile più elevato, può, semplicemente essere raggiunto evitando di registrare una fattura passiva (oppure rinviandone la registrazione nell'anno successivo).

⁷⁵ WELLS, J.T. ,2001, 'Irrational Ratios', Journal Of Accountancy, vol. 192 (Agosto),

Nello stesso verso va l'operazione contabile che libera fondi costruiti in passato, incrementando così i ricavi.

Quelle citate rappresentano pratiche percorse nei casi in cui si cerca di innalzare l'indice di redditività delle vendite (ROS), oltre che il ROE.

Esistono inoltre, tecniche contabili che consentono di spostare il reddito di un periodo ad un periodo successivo. La tecnica principale consiste nel creare riserve e liberarle in un periodo successivo.

Le società sottoposte a revisione dei conti hanno meno margini di libertà in merito a tale pratica in quanto i revisori sono tenuti a segnalare le ipotesi di '*Cut off*' ovvero di eliminazione di voci.

Un'altra pratica di manipolazione è quella di 'anticipare i costi relativi ad un periodo successivo ad uno precedente', adottata nei casi in cui serve ridurre l'utile realizzato (si pensi al caso di un'operazione di MBO).

Una tecnica volta in tale direzione è quella di svalutare in misura inappropriata, le attività. In tal modo si riducono i costi relativi agli esercizi futuri. La svalutazione delle immobilizzazioni è, infatti, una scrittura che viene effettuata creando dei costi che svantaggiano l'esercizio in corso accelerandone l'imputazione ed avvantaggiano gli esercizi futuri, si viene così a realizzare un 'matching' tra costi e ricavi di competenza.

Una pratica per ridurre i costi di competenza è spesso percorsa negli esercizi che chiudono in perdita. Essa può avvenire ricorrendo all'aumento degli accantonamenti oppure, anticipando i costi attraverso lo strumento delle fatture da ricevere

L'eccessivo ricorso al conto fatture da ricevere, anomale variazioni nei margini sulle vendite (ROS), improvvise riduzioni delle quote di ammortamento, il ricorso alla liberazione di fondi, inesistenza di cause chiare per cui sono stati creati i fondi rischi, rappresentano, tutti, segnali

dell'esistenza di manipolazioni in atto per agire in maniera inappropriata sui costi.

2.4 L'analisi dei flussi di cassa come indizio di frodi contabili

Le tecniche illustrate non incidono direttamente sui flussi di cassa. Infatti, l'anticipazione dei ricavi o la registrazione di ricavi inesistenti, finiscono per aumentare i crediti, non potendosi registrare alcuna cash flow in entrata, non essendovene l'evidenza.

Non incidono sui flussi di cassa neppure gli ammortamenti e le svalutazioni citate. Né la mancata registrazione di costi riesce a cancellare l'uscita già sostenuta o eventualmente da sostenere. Neppure trasferire i costi o i ricavi da un anno all'altro riesce ad impattare sui flussi di cassa.

Ciò nonostante non mancano metodi capaci di creare i flussi di cassa da operazioni che non dovrebbero generarli.

Basti pensare al caso dello spostamento di entrate straordinarie verso l'area operativa determinandone una valutazione errata, in qualità di ricavo.

Così, rilevare come ricavo il flusso in entrata che proviene dall'accensione di un prestito (l'esempio visto nel precedente paragrafo). Si tratta di un incremento del conto corrente ma non di un ricavo che, in quanto tale, dovrebbe provenire solo dall'area operativa. Questa registrazione non si limita ad aumentare i ricavi ma va, altresì, a evitare la registrazione del debito di restituzione emerso⁷⁶. Allo stesso risultato si perviene spostando nell'area operativa e trattando come ricavi i proventi derivanti dalla cessione di immobili.

⁷⁶ Se il prestito viene concesso dietro consegna di merci a garanzia, si può pensare di simularne la vendita.

Sebbene di minore impatto, è da considerarsi manipolativa anche l'operazione che prevede l'ottenimento di pagamenti in anticipo dietro concessione di agevolazioni, così come la vendita di crediti prima della loro scadenza, andando a produrre cash flows inappropriati. Tali operazioni spostano, nel tempo, i flussi di cassa, rendendo di competenza dell'esercizio attuale quelli che spetterebbero agli anni successivi.

Il risultato è quello di avere anticipato flussi.

Ricorrendo al factoring (operazione di cessione di crediti) è possibile gonfiare il flusso di cassa operativo semplicemente, registrando una vendita di crediti, anche se la cessione avviene in modalità 'pro solvendo'. In questo caso, infatti, la cessione non comporta il trasferimento dei rischi di insolvenza, e la registrazione del valore pieno appare inappropriata.

Altri espedienti per spostare i flussi di cassa in uscita al di fuori dall'area operativa sono forniti da una serie di tecniche:

- a) Trattare come investimenti i costi di competenza (indebita capitalizzazione)⁷⁷;
- b) Pagare in ritardo rispetto ai termini, i fornitori;
- c) Ridurre gli acquisti ed abbassare i livelli medi di giacenza del magazzino;
- d) Acquisire contratti e flussi futuri di ricavi come fossero immobilizzazioni.

Un esempio di quest'ultimo caso è dato dalla pratica aziendale di acquisire il ramo di un'impresa affrontando, così, un'uscita che viene registrata come immobilizzazione e che, successivamente, consente l'ottenimento di un incremento nei flussi relativi ai ricavi. Tale operazione, soprattutto se ripetuta più volte determina un'incongrua rappresentazione degli equilibri aziendali.

⁷⁷ Si tratta della medesima operazione osservata in precedenza, ma oltre all'effetto reddituale si aggiunge lo spostamento delle uscite nell'area investimenti

Per risalire all'esistenza di tali forme di manipolazione è opportuno valutare alcune grandezze:

- gli eventuali incrementi anomali dei flussi dei ricavi operativi;
- forti oscillazioni nel segno del flusso derivante dalla variazione del Capitale circolante Netto (crediti, debiti, rimanenze);
- la riduzione anomala del rapporto tra fatturato e rimanenze e tra rimanenze di materie prime e costi di acquisto.

2.5 Impairment test ed earning management

Come ampiamente anticipato nel capitolo precedente, è la discrezionalità riconosciuta ai manager, nella contabilizzazione della propria attività di impresa a consentire la pratica dell'earnings management, cioè della manipolazione del bilancio indirizzata all'ottenimento di risultati voluti.

Si è anche evidenziato che vi sono alcune poste di Bilancio che si prestano, più delle altre, ad essere manipolate: sono le possibili perdite su crediti, le rimanenze, gli accantonamenti, in particolare quelli legati alle svalutazioni ed agli ammortamenti.

Le lacune normative, in particolare la poca chiarezze delle disposizioni ISFR e del Codice Civile in merito al trattamento delle perdite di valore dovute alla differenza tra il valore contabile degli assets e quello recuperabile, rende possibile procedere ad una svalutazione degli stessi non oggettiva.

In alcuni casi, sono state rilevate alcune incoerenze nel tenore dei principi contabili n. 16 e n. 24, intervenute a seguito di alcune modifiche apportate nel tentativo di allineare le disposizioni contabili nazionali con i principi internazionali⁷⁸. Tali dubbi interpretativi consentono margini all'interno dei

⁷⁸ BISOGNO M., "L'impairment test delle immobilizzazioni materiali e immateriali", Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale, Vol. 108, 2008

quali è possibile muoversi opportunisticamente per perseguire politiche di *earnings management*.

Una lacuna simile è offerta con riferimento alla verifica di *impairment*, stabilita e regolata con lo IAS 36. Quest'ultimo è un principio che stabilisce le modalità attraverso cui si valutano le perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni. Le diverse fasi in cui si articola l'*impairment test* prevedono lo sviluppo di processi valutativi molto complessi che stabiliscono il ricorso a stime che, in quanto tali, possono essere manipolate in maniera strumentale.

In Italia, a differenza della normativa internazionale è consentita una maggiore discrezionalità nel giudizio sulla durevolezza, o meno, della perdita di valore emersa. Poiché il ricorso agli *accrual earnings* è consentito grazie alle lacune delle norme contabili, maggiore è l'ampiezza di questi spazi, tanto più semplice diventa l'attuazione di azioni volte ad inficiare l'attendibilità dei dati di bilancio.

Queste forme di *earnings management* sono meno percorribili nei casi di società quotate in quanto sottoposte a maggiori controlli. Gli investitori vengono, infatti, tutelati, tramite la previsione di obblighi molto stringenti in termini di informativa pubblica da fornire.

Le società quotate sono, altresì, tenute a rispettare determinati requisiti di trasparenza nelle comunicazioni societarie, di *corporate governance*, e di liquidità del titolo.

La Commissione per i Principi Contabili dell'OIC (Organismo Italiano di Contabilità) ritiene che lo IAS 36 che disciplina l'*impairment* si debba applicare anche alle imprese che preferiscono redigere il bilancio secondo la normativa nazionale. Ciò aiuta, indirettamente, ad impedire la diffusione della pratica di *earnings management*, ricorrendo all'integrazione delle lacune presenti nel

sistema contabile italiano, nei limiti di compatibilità.

In tal modo si vuole evitare che le imprese non rilevino l'esistenza di svalutazioni (*loss avoidance*) anche di fronte alla presenza di uno o più indicatori di *impairment*, al fine di aumentare artificialmente gli *earnings* riportati in bilancio.

Queste misure evitano, altresì, la politica di *earnings management* del *big bath*, pratica molto diffusa e consistente nel ricorso all'imputazione in bilancio di elevati componenti negativi di reddito in misura maggiore del vero.

2.6 Detecting earning management: metodi statistici e contabili

Negli studi aziendalistici si è cercato di approntare dei modelli idonei a risalire ed a valutare l'esistenza di 'ipotesi di attuazione di earnings management, essi cercano, altresì, di valutarne l'entità.

I modelli in oggetto mirano, in pratica, a risalire all'esistenza, o meno, di un abuso della discrezionalità concessa ai manager nella rendicontazione contabile finale.

Ciò che occorre era un modello che fosse in grado di dimostrare se le valutazioni discrezionali fossero in grado di fornire una rappresentazione fedele delle performance aziendali o se, al contrario, vi fosse il proposito di alterarle per raggiungere determinati obiettivi. I modelli prodotti riescono ad evidenziare l'esistenza di segnali indicatori di quanto prospettato, sebbene non ne esistano capaci di garantire in maniera assoluta l'ipotesi di earnings management.

I modelli sviluppati al fine di verificare l'esistenza di *earnings management* possono essere distinti in due categorie, quelli che ricorrono a strumenti statistici e quelli che utilizzano strumenti contabili.

Per giungere alla definizione dell'esistenza di earnings management,

inizialmente, si è fatto ricorso a modelli di ispirazione statistica.

Tra i metodi statistici, i modelli più utilizzati sono quelli basati sugli *accruals* aggregati, ovvero sia sugli *accruals* discrezionali che sugli *accruals* non discrezionali⁷⁹.

I primi rappresentano agli *accruals* che riguardano l'attività d'impresa oggetto di osservazione, rappresentando a pieno il fenomeno manipolativo attuato, i secondi sono riferiti a valori osservati che si prestano meno a manipolazioni.

Di seguito i principali modelli impiegati:

Healy Model,
De Angelo Model,
Mc Nicholson e Wilson
Jones Model e
Modified Jones Model
Modello di Basu

L' *Healy Model* si basa sulle seguenti assunzioni⁸⁰:

- la stabilità degli *accruals* non discrezionali;
- l'esistenza di un *estimation period*, in pendenza del quale viene ipotizzata;
- l'assenza di *earnings management*.

Impiegando questo modello, gli analisti procedono a calcolare una proxy che quantifica gli *accruals* non discrezionali basandosi sulla media degli *accruals* totali rilevati nell'*estimation period*.

⁷⁹ DEFOND, M.L. E JIAMBALVO, J.,1994, 'Debt Covenant Violation And Manipulation Of Accruals', Journal Of Accounting And Economics, vol. 17

⁸⁰ HEALY, P.M. E WAHLEN, J.M. ,1999, 'A Review Of The Earnings Management Literature And Its Implications For Standard Setting', Accounting Horizons, vol. 13

Healy effettuò una scomposizione degli earnings tra cash flows originati dalle operazioni ordinarie ed il totale degli accruals⁸¹:

Lo studioso propose la seguente equazione:

$$E_{it} = CF_{it} + TA_{it}$$

dove:

E_{it} : rappresentano il totale degli earnings dell'ente i riferiti al periodo fiscale t;

CF_{it} : sono i cash flows relative all'ent I riferiti al periodo t;

TA_{it} : sono gli accruals totali dell'ente riferiti al periodo t.

I vari TA, per ciascun anno di riferimento, sono calcolati secondo la seguente formula⁸²:

$$\Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} - \Delta CASH_{it} + \Delta STD_{it} - DEP_{it}$$

ΔCA_{it} : indica la variazione delle attività correnti dal tempo t-1 al tempo t

ΔCL_{it} : indica la variazione delle voci del passivo dal tempo t-1 al tempo t

$\Delta CASH_{it}$: sono i cash flows del period considerate

ΔSTD_{it} : sono i debiti di lungo periodo giunti a scadenza nel periodo corrente;

DEP_{it} : sono i costi non monetari, (quali ammortamenti e svalutazioni), relativi al periodo considerato.

⁸¹ HEALY P.M, The effects of bonus schemes on accounting decisions, *Journal of Accounting and Economics* 39, 1984

⁸² HEALY P.M, The effects of bonus schemes on accounting decisions, *Journal of Accounting and Economics* 39, CT.

In questo modello rileva dunque la variazione degli accruals, in particolare, la variazione degli *accruals* non discrezionali nel periodo k rapportati al totale attivo ⁸³:

$$TA_t/A_{t-1}$$

Con:

t= 1, 2, 3....T anni considerati nell'*estimation period*.

Gli *accruals* discrezionali vengono misurati per differenza tra *accrual* totali nel periodo k, e *accrual* non discrezionali.

La conclusione del modello è la seguente:

se gli *accruals* discrezionali risulteranno molto elevati, rispetto al totale, sarà altrettanto alta la probabilità che l'impresa abbia attuato politiche di *earnings management*.

I limiti di questo modello risiedono nell'assunzione che gli accruals Non Discrezionali si mantengano costanti nel tempo e che vi sia un periodo di completa assenza *earnings management*.

A differenza del modello in oggetto, quello sintetizzato da De Angelo, nel 1986, prevede che l'*estimation period* sia costituito unicamente dall'esercizio precedente a quello di osservazione ⁸⁴. La formula per il calcolo della variazione degli accruals è:

$$(AC_1 - AC_0) = (DA_1 - DA_0) + (NDA_1 - NDA_0)$$

⁸³ HEALY P.M, The effects of bonus schemes on accounting decisions, *Journal of Accounting and Economics*, cit

⁸⁴ GUIDRY, F., LEONE, A. E ROCK, S. 1999,, '*Earnings-Based Bonus Plans And Earnings Management By Business-Unit Managers*', *Journal Of Accounting And Economics*, vol. 26,

In cui:

AC_1 sono gli accruals totali del periodo corrente;

AC_0 sono gli accruals totali dell'periodo precedente;

DA_1 sono gli accruals discrezionali del periodo corrente;

DA_0 sono gli accruals discrezionali del periodo precedente

NDA_1 sono gli *accruals* non discrezionali dell'esercizio corrente;

NDA_0 sono gli *accruals* non discrezionali dell'esercizio precedente.

Il valore $(AC_1 - AC_0)$ indicherà gli abnormal accruals, che tradiscono la presenza di earnings management.

Il calcolo degli *accruals* discrezionali relativi all'esercizio 1 si ottiene dalla differenza tra gli *accruals* totali, TA_1 , e quelli non discrezionali (NDA_1)⁸⁵.

Il De Angelo model presenta gli stessi vantaggi del precedente ma, anche i medesimi svantaggi.

I modelli in oggetto evidenziano il limite di servirsi unicamente dell'analisi degli accruals, senza considerare altre variabili, che pure hanno una forte influenza sui risultati finali d'impresa. Iniziarono, così, a svilupparsi modelli a forte contenuto contabile.

La scelta di approfondirli è legata a studi che analizzano la reazione dei prezzi delle azioni a seguito della conoscenza dell'utile realizzato dalla società emittente.

Il Modello Mc Nicholson e Wilson si basa sull'ipotesi che a delineare l'esistenza di earnings management sia l'esistenza del fondo svalutazione crediti⁸⁶.

⁸⁵ DE ANGELO L.E., *Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: a study of management buyout of public stockholders*. The Accounting Review, Vol. LXI, N.3, 1986

⁸⁶ DEGEORGE, F., PATEL, J. E ZECKHAUSER, R. (1999) 'Earnings Management To Exceed Thresholds', The Journal Of Business

Si tratta di un modello che, a differenza dei precedenti, ritiene le svalutazioni offrire maggiori spunti di riflessione rispetto agli accantonamenti.

La formula usata per risalire alla presenza di earnings management è la seguente:

$$DA_t = \alpha + \beta PART_t + \sum_{k=1}^K X_{kt} + \varepsilon_{it}$$

Dove DA_t sono gli accruals discrezionali, al netto dell'attivo;

$PART_t$ è una variabile strumentale che assume il valore 1, se il valore è osservato nel periodo di stima e pari a 0 se si ritiene che il valore non abbia alcuna rilevanza.

X_{kt} indica l'insieme di variabili considerate per il calcolo degli accruals discrezionali

ε_{it} è un indice che rimanda ad eventuali errori.

Nel modello di Mc Nicholson e Wilson una rilevanza particolare è assunta dal parametro β che indica un coefficiente di regressione.

Nonostante l'impiego di una sola equazione il modello richiede un assunto ed un'ipotesi da sottoporre a test.

Altro modello, che al pari di quest'ultimo, considera più variabili è il Jones Model.

Il *Jones Model* non prevede la stabilità degli *accruals* non discrezionali nel tempo⁸⁷.

Essi verranno calcolati considerandoli funzione di alcune variabili basate sulla specificità del business dell'impresa: le variazioni dei ricavi annui e l'ammontare delle immobilizzazioni materiali.

⁸⁷ JONES J. J., *Earnings management during import relief investigations*, , *Journal of Accounting and Economics* , 1991

Anche per questo modello si ipotizza l'assenza di manipolazioni durante un certo intervallo temporale, e un *event period*, in cui si verifica la presenza di pratiche di *earnings management*.

Il modello si basa su alcuni *step* fondamentali:

- con riferimento all'*estimation period*, la stima dei coefficienti del seguente modello di regressione,

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_t 1/A_{it-1} + \beta_{1i} \Delta REV/A_{it-1} + \beta_{2i} PPE_{it}/A_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

dove:

TA_{it}/A_{it-1} rappresentano gli *accruals* totali dell'esercizio t rapportati al totale attivo dell'esercizio precedente t-1;

$\Delta REV_t/A_{it-1}$ sono la variazione dei ricavi intervenuti tra gli esercizi t-1 e t, rapportata al totale attivo dell'esercizio t-1;

PPE_{it}/A_{t-1} è ammontare delle immobilizzazioni materiali nell'esercizio t rapportato al totale attivo dell'esercizio t-1.

ε_{it} è un indice che rimanda ad eventuali errori.

Si stimano, così, coefficienti che rappresentano il rapporto tra *accruals* e variabili esplicative (andamento dei ricavi e valore delle immobilizzazioni materiali) in assenza di *earnings management*⁸⁸.

Il secondo step è dato dal calcolo degli *accruals* non discrezionali e si ottiene inserendo i coefficienti appena calcolati nel modello di regressione riportato di seguito:

⁸⁸ JONES J. J., *Earnings management during import relief investigations*, , *Journal of Accounting and Economics* , cit

$$NDA_{ip} / A_{ip-1} = \alpha_i 1/A_{ip-1} + \beta_{i1} \Delta REV_{ip}/A_{ip-1} + \beta_{i2} PPE_{ip}/A_{pt-1}$$

dove p rappresenta l'*event period*..

Infine, l'ultimo step coincide con il calcolo degli *accrual* discrezionali, ottenuti dalla differenza tra *total accruals* e *accruals* non discrezionali.

La formula che li descrive è la seguente:

$$\begin{aligned} DA_{ip}/A_{pt-1} &= TA_{it}/A_{ip-1} - NDA_{ip}/A_{ip-1} = \\ &= TA_{ip}/A_{ip-1} - (\alpha_i 1/A_{ip-1} + \beta_{i1} \Delta REV_{ip}/A_{ip-1} + \beta_{i2} PPE_{ip}/A_{pt-1}) \end{aligned}$$

I limiti di questo modello sono dati dall'assunzione dell'ipotesi di assenza di *earnings management* nell'*estimation period*, e dalla circostanza che vede assumere i ricavi totali come dati, ovvero non soggetti a manipolazioni da parte del management.

Infine il *Modified Jones Model* rivede il modello precedente, rimuovendo l'ultima assunzione ed introducendo l'ipotesi della variazione dei ricavi al netto della variazione dei crediti commerciali registrata nell'*event period*. In altri termini, i ricavi non ancora incassati e che figurano tra i crediti commerciali, vengono considerati oggetto di manipolazioni⁸⁹.

Di seguito, la formula impiegata nel modello:

$$NDA_{ip} / A_{ip-1} = \alpha_i 1/A_{ip-1} + \beta_{i1} \Delta REV_{ip} - \Delta REC_{ip} / A_{ip-1} + \beta_{i2} PPE_{ip}/A_{pt-1}$$

Dove:

ΔREV_{ip} è la variazione dei ricavi intervenuta nell'*event period*

⁸⁹ JONES J. J., *Earnings management during import relief investigations*, *Journal of Accounting and Economics*, cit.

ΔREC_{ip} è la variazione dei ricavi incassati intervenuta nell'event period
 $\beta_{12} PPE_{ip}$ indica il valore degli immobili al lordo dell'ammortamento.
 α_1 ; β_1 e β_2 sono i coefficienti di regressione usati nel calcolo.

2.6.1 Stime contabili e ratio analysis

Ulteriori modelli si basano sugli *accruals specifici* ovvero sugli *accruals* che meglio si prestano ad essere manipolati in ciascuna attività considerata.

Ad esempio nei settori finanziari, (quali quello bancario, quello assicurativo) e sulle società di investimento immobiliare, gli *accrual* più impiegati per manipolare il bilancio sono rappresentati dalle perdite su crediti, le pensioni e la valutazione degli immobili⁹⁰.

I modelli di questo tipo hanno il limite di semplificare eccessivamente la teoria dell'earnings management che si basa sulla complessità della contabilità e della normativa contabile dei singoli Paesi⁹¹.

Come nei modelli precedenti, quelli basati sugli *accruals* specifici presentano il tentativo di separare la parte non discrezionale da quella discrezionale.

Rispetto al modello degli *accruals* aggregati principali, ulteriori limiti consistono nella parzialità dell'analisi, poiché ci si concentra solo su specifiche voci di bilancio.

In altri casi, gli specifici *accrual* che vengono considerati in grado di alterare il bilancio sono rappresentati dal *management buyout*, dalle emissioni di azioni a pagamento e dalla presenza di un utile più basso rispetto all'esercizio precedente.

Esistono anche modelli che si basano sulle distribuzioni di frequenza degli *earnings*. Questi modelli si basano su un certo campione di imprese, e

⁹⁰ QUAGLI A., MEINI F, "La procedura di impairment tra riflessi gestionali e politiche di bilancio", Rivista dei Dottori Commercialisti, Vol. 58, 2007

⁹¹ QUAGLI A., MEINI F, "La procedura di impairment tra riflessi gestionali e politiche di bilancio", Rivista dei Dottori Commercialisti, cit.

sull'osservazione della distribuzione degli *accruals*, appena sopra e appena sotto, determinate soglie critiche⁹².

L'analisi cerca di stabilire se la distribuzione delle variazioni degli *earnings* siano “*smooth*”, ovvero prive di discontinuità significative, oppure no. Le discontinuità inducono a sospettare la presenza di *earnings management*.

I modelli basati sugli indici che tendono a risalire alla presenza di *smoothing*, adottano rapporti specifici, tra essi il seguente⁹³:

$$R_1 = \sigma (OE_{it}) / \sigma (CF_{it})$$

Dove:

$\sigma (OE_{it})$ è la deviazione standard del reddito operativo dell'impresa *i* nel periodo *t*

$\sigma (CF_{it})$ è la deviazione standard dei cash flow operativi dell'impresa *i* nel periodo *t*;

L'indice potrà risultare molto positivo o negativo. Se è elevato si sta cercando di manipolare il reddito al rialzo per ottenere aumenti fittizi del risultato; se è negativo si possono ipotizzare tentativi di riduzione del risultato operativo.

Un'altra misura utile allo scopo può essere fornita dal seguente indice:

$$R_2 = \rho (\Delta TA_{it} ; \Delta OCF_{it})$$

Dove:

⁹² BENEISH, M.D. (1999) 'The Detection Of Earnings Manipulation', *Financial Analysts Journal*, vol. 55 (Settembre/Ottobre),

⁹³ CIMINI R, 2005, “*The selective misrepresentation of financial information due to earnings management*”, *Theoretical background and empirical evidence from the European Union*. cit.

ΔTA_{it} indica la variazione tra il tempo t-1 ed il tempo t degli accruals totali;
 ΔOCF_{it} indica la variazione del cash flow operativo dell'impresa i tra il periodo t-1 ed il periodo t.

L'indice dovrebbe tendere verso il valore 1, se se ne discosta si possono ravvisare politiche i bilancio.

Infine, l'indice che segue pone in relazione non le variazioni di valore, bensì i valori assoluti:

$$R3 = \text{abs}(TA_{it}) / \text{abs}(CF_{it})$$

In cui $\text{abs}(TA_{it})$ indica il valore assoluto (non la variazione) degli accruals totali dell'impresa i al tempo t e:

$\text{abs}(CF_{it})$ è il valore assoluto (non la variazione) dei cash flows operativi dell'impresa i al tempo t.

Un valore dell'indice molto elevato indica la possibile presenza di earnings management.

Tali modelli presentano vari vantaggi: essi risiedono, oltre che nella semplicità di applicazione, nel fatto che considerano tutte le pratiche di *earnings management*, non solo quelle basate sugli *accruals*, (come nel caso dei modelli esposti in precedenza). Lo svantaggio principale, invece, risiede nella circostanza che vede associare in maniera automatica la discontinuità di alcune rilevazioni all'esercizio di politiche di bilancio.

Può, infatti, accadere che tali discontinuità possano dipendere da altri fattori, quali il tipo di selezione del campione, la presenza di alcuni oneri straordinari, ovvero dall'aumento dell'impegno profuso dai dipendenti e manager di

aziende in difficoltà e finalizzato alla volontà di evitare di riportare delle perdite⁹⁴.

Per tali ragioni può risultare utile il seguente indicatore:

$$R4 = SP_t/SL_t$$

In cui:

SP_t indica il numero di imprese che ha rendicontato bassi profitti nel periodo di riferimento t ;

SL_t indica il numero di imprese che ha chiuso l'esercizio t con perdite.

Si tratta di un indice di settore che denota la normalità degli andamenti rispetto alle anormalità.

Tecnicamente, l'utilizzo di metodi contabili si basa sui dati di bilancio della singola impresa, considerandone la specificità. Tali modelli richiedono un'analisi preliminare del tipo di attività che consenta di comprendere le caratteristiche dell'impresa.

I modelli tendono a preferire l'analisi del Conto Economico, tuttavia, anche lo Stato Patrimoniale contiene voci che si rivelano fondamentali per l'analisi, quali, ad esempio, I diversi Fondi relativi agli ammortamenti e gli accantonamenti di rettifica.

L'attuazione di politiche di *accruals earnings management* si evince dal rapporto tra grandezze stimate e congeturate e valori oggettivi: un aumento improvviso del rapporto, o un suo valore elevato rispetto alla media delle altre imprese presenti nel settore è indice di possibile manipolazione del bilancio.

⁹⁴ CIMINI R, 2005, "The selective misrepresentation of financial information due to earnings management", Theoretical background and empirical evidence from the European Union. cit.

Dai dati contabili è, infine, possibile risalire ad un'ipotesi di *earnings management* sia se vengono rilevati componenti negativi di reddito, sia nel caso opposto.

La voce che più delle altre si rivela un buon indicatore della presenza di *earnings management* e, che pertanto si presta ad essere analizzata, è rappresentata dai ricavi operativi. In tal senso un elemento che ne denuncia la presenza è dato dal *timing* del riconoscimento: la loro rilevazione anticipata, o differita rispetto alla reale data del loro conseguimento, delinea l'intento di aumentare gli *earnings*, o di ridurli, a seconda dello scopo perseguito.

Nel 1997 Basu interpretò la qualità degli utili strettamente legata alla 'timely loss recognition' che indica la tempestività con cui si riconosce sia il reddito economico che quello contabile⁹⁵. Il primo, reddito economico, tenendo conto dei dividendi erogati e delle transazioni degli azionisti, è definibile come la variazione di valore di mercato dell'equity.

Se il riconoscimento degli utili o delle perdite di natura 'economica' avviene in maniera tempestiva si avrà una rapida revisione dei valori dalle attività e passività inseriti nello Stato Patrimoniale. Un riconoscimento non tempestivo di tali valori 'economici' renderà di minore 'qualità' l'utile riportato in Bilancio.

Questi aspetti vennero sintetizzati nella seguente formula:

$$EARN_t = \beta_1 + \beta_2 NEG_{i,t} + \beta_3 RET_{i,t} + \beta_4 NEG * RET_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Dove:

EARN = utile netto

⁹⁵ PRENCIPE A., "Earnings quality: analisi della qualità degli earnings in una prospettiva internazionale", Pearson Education, Milano, 2006

NEG = è una dummy variabile, che avrà un valore pari ad 1 se lo stock return è negativo e 0 altrimenti;

RET = stock return;

β_3 RET = coefficient di correzione, ovvero la tempestività degli utili rispetto a good news;

β_4 RET = è la tempestività degli utili rispetto a bad news

β è il coefficiente che misura la timely loss recognition.

Un ulteriore modello di rilevazione di possibili pratiche di earnings management è quello studiato, nel 2003 da Leuz et al. Esso si basa su quattro diverse proxy idonee a misurare la pervasività di gestione degli utili.

- Regolarità degli utili nel tempo;
- Gonfiamento degli utili (al fine di nascondere il calo dei flussi di cassa);
- Sopravvalutazioni e sottovalutazioni del reddito netto, per ragioni diverse da quelle precedenti;
- Nascondere piccole perdite, al fine di segnalare piccoli profitti⁹⁶.

Oltre che nella loro effettività, i ricavi possono essere manipolati anche nel loro ammontare, essendo esposti in bilancio al netto di resi ed abbuoni.

Il timing, ed il confronto con i risultati delle altre imprese operative nel settore, sono i due elementi oggetto di analisi⁹⁷. In tal senso si rende necessario possedere indicazioni relativamente alla normalità delle rettifiche ai ricavi e della loro anormalità.

Nel versante passivo, i costi che più risentono della manipolabilità sono rappresentati dagli ammortamenti. Preoccupandosi di fornire la possibilità di

⁹⁶ CIMINI R, “*The selective misrepresentation of financial information due to earnings management*”, Theoretical background and empirical evidence from the European Union, cit.

⁹⁷ BADANHAUSEN, K. et. al., 2005, ‘*Earnings Quality*’, Forbes Online, <http://www.forbes.com>

rappresentare al meglio la reale usura delle immobilizzazioni a fecondità ripetuta, il legislatore ha consentito il ricorso a diverse metodologie di ammortamento, esempio di discrezionalità di cui si è ampiamente anticipato. La ratio contabile stabilisce che, il periodo di ammortamento dovrebbe riflettere la vita utile stimata per ogni *asset* ma, altresì, l'entità del suo utilizzo. In tal senso, improvvisi mutamenti nel metodo di ammortamento adottato rivelano il possibile ricorso a politiche di *earnings management*⁹⁸.

Ricordando che le quote di ammortamento rappresentano costi, se si allunga la vita utile del bene, si fornisce indirettamente, una condizione per aumentare il numero di quote che annualmente viene rilevato in conto economico e quindi di perseguire politiche di *income increasing*. Un' improvvisa variazione degli ammortamenti al ribasso, rispetto alle pratiche contabili precedenti, non giustificata dalla variazione delle attività, può anch'esso essere indice dell'attuazione di politiche di *income increasing*.

Particolare attenzione è, altresì riservata all'andamento dei componenti di reddito non ricorrenti che possono rivelarsi funzionali alle politiche di *earnings management* al pari del ricorso alle voci normali. Esempi sono dati dalle minusvalenze e plusvalenze derivanti da cessione di immobilizzazioni realizzate ricorrendo ad operazioni straordinarie, i costi sostenuti per la realizzazione di operazioni di ristrutturazione e le insussistenze derivanti da eventi eccezionali. In linea generale, l'elevata presenza di componenti non ricorrenti, può essere considerata la conseguenza di manipolazioni.

Ulteriori voci che si prestano ad essere alterate sono rappresentate dagli accantonamenti a fondi per rischi e oneri futuri. Si pensi al 'fondo garanzia prodotti' o al 'fondo rischi non coperti da garanzia assicurativa'. Per queste voci, il legislatore fiscale ha lasciato una certa discrezionalità che, venendo

⁹⁸ PRENCIPE A., "*Earnings quality: analisi della qualità degli earnings in una prospettiva internazionale*", Pearson Education, cit.

impiegata in maniera strumentale sia nella decisione di effettuare o meno l'accantonamento, sia nella determinazione del suo ammontare, sancisce ipotesi di *earning management*⁹⁹.

Per quanto riguarda l'accantonamento al fondo garanzia prodotti, un indicatore utile a rilevare eventuali anomalie è il seguente:

Accantonamenti a Fondo garanzia prodotti

Ricavi netti di vendita

Gli accantonamenti in oggetto dovrebbero variare in modo proporzionale rispetto alla modifica dei ricavi, pertanto, un'analisi dell'andamento di tale indicatore, confrontato con la media del settore, consente l'individuazione di possibili situazioni a rischio.

Le manipolazioni possono anche avere ad oggetto gli accantonamenti a fondi rettificativi, quali la 'svalutazione dei crediti' e delle 'immobilizzazioni materiali e immateriali'. La ragionevolezza dell'accantonamento al 'fondo svalutazione crediti' va valutata in relazione al rischio concreto di non riuscire a riscuotere i crediti esistenti. Due indicatori permettono di individuare la possibile presenza di *earnings management* rispetto a questa voce¹⁰⁰:

Accantonamenti per svalutazione crediti

Ricavi netti di vendita

⁹⁹ Gli accantonamenti, in linea generale, in tutti i modelli di *earnings management*, rappresentano l'indicatore che, più degli altri, svela la presenza della politica di bilancio.

Alle imprese può convenire ricorrere ad elevati accantonamenti in due situazioni:

se il risultato economico appare particolarmente elevato;

quando il risultato economico risulta inferiore a quello dell'esercizio precedente ma tale contrazione è considerata di natura transitoria.

¹⁰⁰ DEFOND, M.L. E JIAMBALVO, J., 1994, 'Debt Covenant Violation And Manipulation Of Accruals', *Journal Of Accounting And Economics*, vol. 17

Esso che pondera l'impatto sui ricavi degli accantonamenti, indicando la possibilità delle politiche di bilancio se tale percentuale si rivela eccessiva o troppo esigua e:

Accantonamenti per svalutazione crediti
Crediti verso clienti

che misura la proporzione della voce accantonata rispetto al valore a cui si riferisce.

2.7 Il superamento della ratio analysis

La soggettività insita nella scelta degli indicatori, l'estrapolazione dell'azienda dalla sua accezione di 'sistema di conti' e non di sommatoria degli stessi, hanno generato la necessità di elaborare nuovi modelli.

I motivi che hanno portato gli studiosi ad adottare modelli di 'seconda generazione' è, dunque legato alle limitazioni di queste metodologie. La prima debolezza è la soggettività che caratterizza la costruzione degli indici, insita anche nel rilevare un certo tipo di gestione degli utili. La seconda debolezza si basa, principalmente, sul fatto che la gestione degli utili, e di tutti i fenomeni

concernenti l'impresa richiede un approccio sistematico perché l'azienda è un sistema¹⁰¹.

Sulla base di queste ragioni ipotizzate, gli studiosi hanno rivisto diversi aspetti dei modelli di prima generazione al fine di superare le loro principali limiti. Nascono, così, i modelli di seconda generazione.

Nel 2002 Dechow e Dichev¹⁰²elaborarono un modello in cui non si assume l'esistenza di dati contabili esenti da manipolazione. Il modello in oggetto non distingue tra manipolazione ed errore e, inoltre, esso assume che le poste del 'capitale circolante operativo' diano luogo a flussi di cassa in entrata ed in uscita entro l'anno.

Di seguito l'equazione che lo esprime:

$$\Delta WC_t = \beta_0 + \beta_1 CFO_{t-1} + \beta_2 CFO_t + \beta_3 CFO_{t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

i valori espressi nel modello sono i seguenti:

ΔWC_t = è la variazione del capitale circolante nell'anno t;

CFO = flusso di cassa operativo negli anni (t, t-1 e t+1)

$\varepsilon_{i,t}$ = error term per l'azienda i nell'anno t

Il modello McNichols, del 2002, propose di aggiungere al modello di Jones, i cash flows eliminando, così, quella lacuna che li considerava, in precedenza, solo relativi ad uno specifico campione di imprese.

¹⁰¹ CIMINI R, "The selective misrepresentation of financial information due to earnings management", Theoretical background and empirical evidence from the European Union, cit.

¹⁰² DECHOW P. M., SCHRAND M., "Earnings quality", The Research Foundation of CFA Institute, 2004

Da un punto di vista metodologico, la studiosa confrontò i modelli di Dechow e Diichev e quello di Jones, con il suo. Le equazioni che trasse furono¹⁰³:

$$\frac{\Delta WC_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 + \alpha_2 \frac{CFO_{it-1}}{A_{it-1}} + \alpha_3 \frac{CFO_{it-1}}{A_{it-1}} + \alpha_4 \frac{CFO_{it-1}}{A_{it-1}} + e_{it}$$

$$\frac{\Delta WC_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 + \alpha_2 \frac{\Delta SALES_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + e_{it}$$

$$\frac{\Delta WC_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 + \alpha_2 \frac{CFO_{it-1}}{A_{it-1}} + \alpha_3 \frac{CFO_{it-1}}{A_{it-1}} + \alpha_4 \frac{CFO_{it-1}}{A_{it-1}} + \alpha_5 \frac{\Delta SALES_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_6 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + e_{it}$$

Nel modello, i valori inseriti corrispondono all'impresa i, al tempo t:

ΔWC_{it} è la variazione del capitale circolante come risulta dalla gestione operativa. Questa voce viene ottenuta dalla somma dell'incremento dei crediti più l'aumento delle scorte, più la diminuzione dei debiti e delle passività accruals più il decremento delle imposte accruals, più il decremento/incremento delle altre attività.

CFO_{it} sono i cash flows;

$\Delta SALES_{it}$ indica la variazione dei ricavi;

PPE_{it} indica l'insieme di impianti e apparecchiature

Successivamente, nel 2005, Kothari et al.¹⁰⁴ muovendosi verso la ricerca iniziata da M. McNichols di interpolare gli indici tra loro, avviarono uno

¹⁰³ In: CIMINI R, "The selective misrepresentation of financial information due to earnings management", Theoretical background and empirical evidence from the European Union., cit.

¹⁰⁴ KOTHARI S.P., LEONE A.J., WASLEY C. E., *Performance matched discretionary accrual measures. Journal of Accounting and Economics* 39, 2005

studio che portò all'elaborazione di un modello di detecting earnings management altrettanto complesso:

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_4 ROA_{it} + e_{it}$$

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_{it} - REC_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_4 ROA_{it} + e_{it}$$

Dove:

ROA_{it} è l'indice Return On Asset calcolato come di seguito:

$$ROA = \frac{\text{Utile corrente ante oneri finanziari}}{\text{Totale Attivo}}$$

Come nel modello precedente sono state interpolati più indici, inserendovi, per la prima volta anche il ROA.

I modelli analizzati hanno rappresentato le basi per lo sviluppo di ulteriori calcoli. Il modello Francis et al, del 2005, ad esempio, propone la seguente equazione finalizzata al calcolo della variazione dei total accruals in un anno¹⁰⁵:

$$\Delta TA_t = \beta_0 + \beta_1 CFO_{t-1} + \beta_2 CFO_t + \beta_3 CFO_{t+1} + \beta_4 \Delta SALES_t + \beta_5 PPE_t + \varepsilon_{i,t}$$

Dove:

TA = Total accruals

CFO = Flusso di cassa operativo;

ΔSALES = Variazione delle vendite

PPE = Immobilizzazioni materiali

¹⁰⁵ DEFOND, M.L. E JIAMBALVO, J., 1994, 'Debt Covenant Violation And Manipulation Of Accruals', Journal Of Accounting And Economics, vol. 17

ε_i , = error term

Questo modello aggiunge a quello di Dechow e Dichev del 2002, la variazione delle vendite e , al modello di Jones del 1991, l'entità delle immobilizzazioni materiali. Gli abnormal accruals¹⁰⁶ vengono mappati in una porzione dei total accruals presenti nei flussi di cassa passati, presenti e futuri.

Nel 2012 Dechow et al.¹⁰⁷ hanno sviluppato un nuovo modello basato su tre diverse ipotesi:

- una in cui non vengono ipotizzate 'reverse' di accruals ;
- una in cui si ipotizza che gli accruals accounting earnings si trasferiscano nel periodo successivo;
- una in cui gli accruals accounting earnings management siano ipotizzabili sia nel primo che nel secondo periodo.

Il primo scenario descritto, adotta la seguente equazione¹⁰⁸:

$$WC_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 PART_{it} + \sum_k f_k X_{k,i,t} + e_{it}$$

Dove:

$WC_{it} = \Delta WC_{it}$ è la variazione del capitale circolante come risulta dalla gestione operativa;

$PART_{it} =$ è una variabile strumentale che assume i valori 1 se si ipotizza la presenza di earnings management e 0, al contrario;

$X_{k,i,t}$ = sono tutte le variabili fondamentali.

Il secondo scenario descritto, presenta la seguente equazione descrittiva.

¹⁰⁶ Sia quelli dovuti agli errori del management che quelli frutto di manipolazioni intenzionali

¹⁰⁷ In: CIMINI R, "The selective misrepresentation of financial information due to earnings management", Theoretical background and empirical evidence from the European Union. Cit.

¹⁰⁸ In: CIMINI R, "The selective misrepresentation of financial information due to earnings management", Theoretical background and empirical evidence from the European Union., cit.

$$WC_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 PART_{it} + \alpha_3 PARTR_{it} + \sum f_k X_{k,i,t} + e_{it}$$

in cui appare una nuova grandezza $\alpha_3 PARTR_{it}$, variabile strumentale che assumerà il valore 1 se si ipotizza che vi siano trasferimenti di earnings management e 0 in caso contrario.

Infine, il terzo scenario, ipotizza il trasferimento sia nell'esercizio in corso che in quello successivo:

$$WC_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 PART_{it} + \alpha_3 PARTP1_{it} + \alpha_4 PARTP2_{it} + \sum f_k X_{k,i,t} + e_{it}$$

In cui i vari PARTPn rappresentano i vari sottoperiodi in cui si ipotizza che vi siano pratiche di earnings management.

2.8 Il caso Parmalat

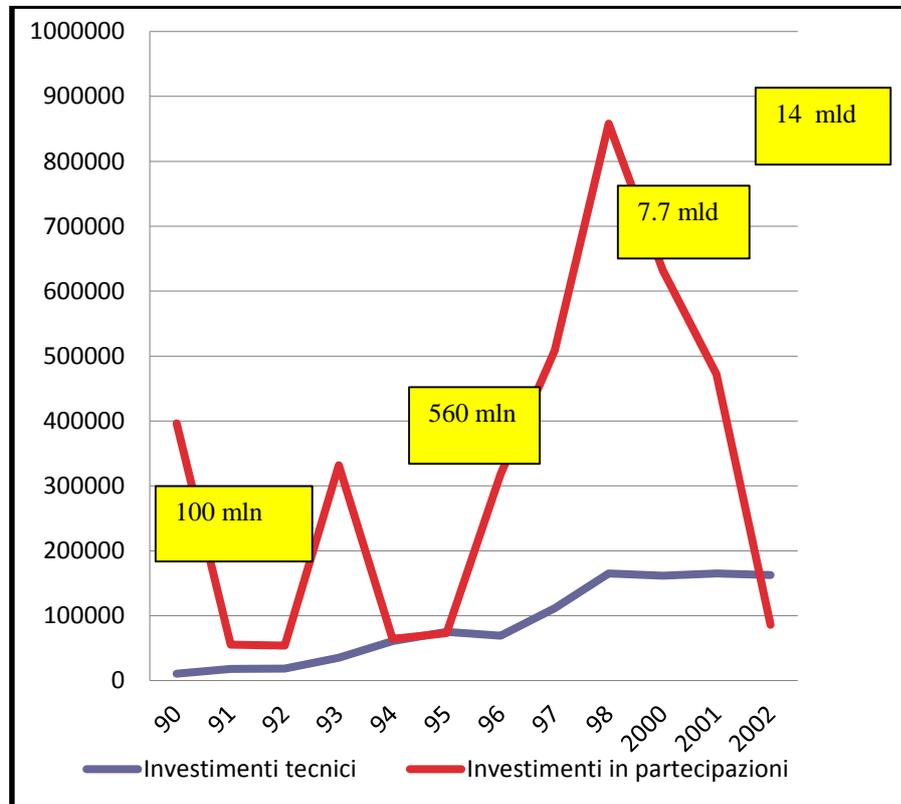
In Italia, un caso clamoroso di earnings management è dato degli eventi che hanno coinvolto la società Parmalat. Si tratta di un caso che offre l'opportunità di intravedere il ricorso alle manipolazioni di bilancio nelle sue varie accezioni: ontologiche e contabili.

Le indagini hanno dimostrato che la società ha adottato una serie di pratiche di occultamento di dati finanziari e di distorsione di flussi di cassa, tramite fittizie operazioni di vendita, creazioni di conti correnti inesistenti, e ricorrendo alla costituzione di società strumentali in paradisi fiscali.

Oltre alle falsificazioni contabili avvennero molte distrazioni di denaro finalizzate a coprire perdite.

Il caso Parmalat scoppiò nel 2003 e, la figura che segue evidenzia l'incredibile impennata al ribasso degli investimenti in partecipazioni dovute alle esigenze improvvise della società¹⁰⁹

Fig. 6: il trend degli investimenti Parmalat



Fonte: www.ilsole24ore.it

Le falsificazioni erano iniziate nel 1990 e, le indagini confermarono, successivamente, che esse erano tutte 'tarate' sugli obiettivi perseguiti ed aventi, in linea di massima, lo scopo costante di mostrare una situazione di crescita del Gruppo, e di occultarne le aree di criticità. In particolare, le registrazioni contabili venivano regolate in modo da preservare alcuni risultati specifici:

- buoni margini operativi (EBIT e EBITDA)¹¹⁰;

¹⁰⁹ www.ilsole24ore.it

- basso livello di indebitamento verso banche e obbligazionisti;
- elevata consistenza del patrimonio netto;
- veridicità e all'esigibilità dei crediti;
- occultamento delle distrazioni della famiglia Tanzi (azionista di maggioranza) e delle società ad essa riconducibili.

Il valore dell'EBITDA, e del livello d'indebitamento, erano l'obiettivo principale delle manipolazioni, le cui falsificazioni avevano lo scopo di evitare la necessità di rimborsare anticipatamente gli obbligazioni.

La società otteneva credito mantenendo in equilibrio la sua struttura finanziaria preoccupandosi di garantire un livello minimo di margine operativo che consentisse di realizzare flussi di cassa d'importo tale da assicurare il rimborso dei debiti finanziari.

I falsi in Bilancio consistevano, soprattutto, nella cessione di crediti falsi o inesigibili nei confronti di società della famiglia Tanzi. Tali crediti, in pratica, non avevano alcuna contropartita, così come l'iscrizione di falsi ricavi basati su falsi contratti.

Erano anche state create società apposite su cui basare queste transazioni fasulle: Curcastle e Zilpa, con sede nelle Antille Olandesi, e Contal, società italiana.

Dal 1999 il livello di falsificazione dei conti cambiò, e s'iniziò a ricorrere, prevalentemente, ad un unico soggetto quale controparte, la Bonlat Financing Corporation. Era una società avente sede nelle isole Cayman, ed era controllata, indirettamente, da Parmalat Finanziaria S.p.a.

Nello stesso anno i revisori dei conti, appartenenti alla Grant Thornton, dopo nove esercizi consecutivi, avrebbero dovuto, per obblighi normativi, cedere l'incarico ad un'altra società, che sarebbe stata la Deloitte&Touche. Le

¹¹⁰ EBIT è il risultato prima delle imposte e l'EBITDA è il margine operativo lordo.

indagini dimostrarono che a suggerire l'adozione di una sola società controparte furono il Presidente, ed un partner di Thornton, vista l'insostenibilità del livello di falsificazione che sarebbe sicuramente stata rilevata dai nuovi revisori¹¹¹.

Si decise anche di trasferire le posizioni anomale sulla Bonlat, costituita dagli stessi soggetti, e di conferire alla Grant Thornton l'incarico di certificarne i bilanci. In questo modo la società di revisione Grant Thornton avrebbe passato, all'attenzione della Deloitte&Touche, le sole informazioni utili a continuare la copertura.

Bonlat fu responsabile di numerose operazioni fittizie tra cui la falsa vendita di 300 milioni di tonnellate di latte in polvere a Cuba per un corrispettivo di 359 milioni di dollari.

Per rendere credibile l'operazione, ed evidenziare l'esistenza di cash flows, si creò un conto corrente bancario fittizio, presso la sede di New York della Bank of America, per un importo di 3.95 miliardi di euro. Tale conto corrente non esisteva nella realtà, esso venne creato negli uffici di Collecchio a Parma scannerizzando il logo della banca e inventando il numero di conto.

L'accordo era il seguente: Grant Thornton procedeva alla regolare richiesta delle movimentazioni del conto, ma incaricava di tale incombenza Parmalat che, per evidenti motivi non inviava alcuna richiesta alla banca e 'produceva nei suoi uffici la falsa conferma del saldo. I documenti consegnati alla società di revisione erano, di fatto, dei falsi.

Altro caso è l'investimento realizzato da Bonlat nel fondo fittizio Epicurum, creato con il proposito di lasciare credere che esso contenesse una somma

¹¹¹ SANTESSO E., SOSTERO U., *"I principi contabili per il bilancio d'esercizio: analisi e interpretazione delle norme civilistiche"*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2011

depositata e disponibile ad essere erogata al Gruppo Parmalat. Si trattava di una somma inesistente.

La scoperta del caso avvenne a seguito della richiesta avanzata da Consob di integrare l'informativa da fornire in occasione dell'approvazione della Relazione trimestrale. Il 30 settembre 2003, Parmalat informa dell'esistenza del Fondo in merito alle poste relative all'attivo non immobilizzato ed ai prestiti obbligazionari. In questa occasione la società comunica che i titoli iscritti nell'attivo circolante comprendono, per 496,5 milioni di euro, le quote del fondo Epicurum. Il Fondo era 'aperto' ed investiva in titoli esteri e le sue quote si prestavano ad essere liquidabili in tempi molto brevi valutabili in meno di un mese. Tali caratteristiche avevano consentito di registrare le quote come titoli da iscriversi nell'attivo circolante, generando l'idea che vi fosse una liquidità elevata.

Nel febbraio 2003, Parmalat Finanziaria S.p.a., annunciò l'emissione di un prestito obbligazionario che, però, venne accolto dal mercato in modo tanto negativo da indurre la società a ritirare l'emissione annunciata.

La Consob decise di sottoporre la società alla procedura dell'informazione continua.

Nel bilancio approvato alla fine di marzo 2003 risultava esistente una liquidità pari a circa 4 miliardi di euro, a fronte di un indebitamento pari a circa 7 miliardi di euro.

fig. 7: i dati Parmalat al 30/09/2003

Prospetti contabili consolidati				
<i>Dati economici periodo 1° gennaio (data inizio esercizio) – 30 settembre (data di chiusura del trimestre)</i>				
(migliaia di euro)	Periodo 1° gennaio - 30 settembre 2003	Periodo 1° gennaio - 30 settembre 2002	Variazione	2002 (1° gen. - 31 dic.)
Fatturato	5.263.477	5.663.454	(399.977)	7.590.014
Altri ricavi	113.316	80.912	32.604	131.661
Costi della produzione al lordo ammortamenti	(4.726.489)	(5.054.502)	328.013	(6.790.405)
Margine operativo lordo (EBITDA)	650.504	689.864	(39.360)	931.270
Ammortamenti e svalutazioni delle immobilizzazioni	(211.734)	(236.461)	24.727	(318.121)
Margine operativo netto (EBIT)	438.770	483.403	(14.633)	613.149
Ammortamento su eccedenza prezzo pagato per l'acquisizione del controllo della Parmalat spa	(13.087)	(13.087)	0	(17.449)
Proventi e oneri finanziari	(121.733)	(103.882)	(17.851)	(157.297)
Risultato prima delle rettifiche di valore di attività finanziarie, dei proventi e oneri straordinari, delle imposte e dell'utile di pertinenza di terzi	303.950	336.434	(32.484)	438.403
Rapporto margine operativo lordo/fatturato	12,4%	12,2%		12,3%
Rapporto margine operativo netto/fatturato	8,3%	8,0%		8,1%
<i>Dati economici del terzo trimestre dell'esercizio</i>				
(migliaia di euro)	Terzo trimestre 2003 (1° luglio - 30 settembre)	Terzo trimestre 2002 (1° luglio - 30 settembre)	Variazione	
Fatturato	1.837.698	1.806.316	31.382	
Altri ricavi	47.847	38.306	9.541	
Costi della produzione al lordo ammortamenti	(1.647.959)	(1.624.437)	(23.522)	
Margine operativo lordo (EBITDA)	237.586	220.185	17.401	
Ammortamenti e svalutazioni delle immobilizzazioni	(68.701)	(63.484)	(5.217)	
Margine operativo netto (EBIT)	168.885	156.701	12.184	
Ammortamento su eccedenza prezzo pagato per l'acquisizione del controllo della Parmalat spa	(4.362)	(4.362)	0	
Proventi e oneri finanziari	(56.966)	(29.013)	(27.953)	
Risultato prima delle rettifiche di valore di attività finanziarie, dei proventi e oneri straordinari, delle imposte e dell'utile di pertinenza di terzi	107.557	123.326	(15.769)	
Rapporto margine operativo lordo/fatturato	12,9%	12,2%		
Rapporto margine operativo netto/fatturato	9,2%	8,7%		

Fonte: www.ilsole24ore.it

Fig.8: : parmalat-dati finanziari

<i>Posizione finanziaria netta</i>			
(migliaia di euro)	30 settembre 2003	30 giugno 2003	31 dicembre 2002
<i>Debiti verso banche e prestiti obbligazionari</i>			
Esigibili entro 1 anno	1.038.186	1.245.768	1.155.685
Esigibili oltre 1 anno ed entro 5 anni	4.047.963	2.852.754	2.980.888
Esigibili oltre 5 anni	953.844	1.248.636	1.299.237
Totale debiti verso banche e prestiti obbligazionari	6.039.993	5.347.158	5.435.810
<i>Disponibilità</i>			
Disponibilità liquide	1.066.451	866.582	950.620
Attività finanziarie iscritte nell'attivo circolante	2.650.981	2.455.610	2.412.945
Altri titoli iscritti nelle immobilizzazioni finanziarie	503.630	214.885	210.134
Totale disponibilità	4.221.062	3.537.077	3.573.699
Totale debiti al netto disponibilità	1.818.931	1.810.081	1.862.111

Fonte: www.ilsole24ore.it

Fig: 9 La relazione della società di revisione

<p>Deloitte & Touche S.p.A. Revisione e organizzazione contabile Palazzo Carducci Via Olona, 2 20123 Milano Italia</p> <p>Tel: +39 02 88 01.1 Fax: +39 02 43 34 40 www.deloitte.it</p>	
<p>RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE AI SENSI DELL'ART. 156 DEL D.LGS. 24.2.1998, N. 58</p>	
<p>Agli Azionisti della PARMALAT FINANZIARIA S.p.A.</p>	
<p>Abbiamo svolto la revisione contabile del bilancio consolidato della PARMALAT FINANZIARIA S.p.A. chiuso al 31 dicembre 2002. La responsabilità della redazione del bilancio consolidato compete agli amministratori della società. E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul bilancio consolidato e basato sulla revisione contabile.</p>	
<p>Il nostro esame è stato condotto secondo i principi e i criteri per la revisione contabile raccomandati dalla CONSOB. In conformità ai predetti principi e criteri, la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il bilancio consolidato sia viziato da errori significativi e se risulti, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel bilancio consolidato, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli amministratori. I bilanci di alcune società controllate, che rappresentano rispettivamente il 40% dell'attivo consolidato e il 30% dei ricavi consolidati, sono stati esaminati da altri revisori, che ci hanno fornito le relative relazioni. Il nostro giudizio, espresso in questa relazione, per quanto riguarda i valori relativi a tali società inclusi nel consolidamento, è basato anche sulla revisione svolta da altri revisori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.</p>	
<p>Per il giudizio relativo al bilancio consolidato dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla legge, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 11 aprile 2002.</p>	
<p>A nostro giudizio, il bilancio consolidato della PARMALAT FINANZIARIA S.p.A. al 31 dicembre 2002 è conforme alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria e il risultato economico del gruppo.</p>	
<p>DELOITTE & TOUCHE S.p.A.</p>	
<p>Giuseppe Rovelli Socio</p>	
<p>Milano, 14 aprile 2003</p>	
	<p>Milano Ancona Bari Bergamo Bologna Cagliari Firenze Genova Napoli Parma Padova Roma Torino Treviso Vicenza</p> <p>Sede legale: Palazzo Carducci - Via Olona, 2 - 20123 Milano - Cap.Soc. Euro 4.412.015,00 (versato Euro 4.252.792,10) Partita IVA / Codice Fiscale / Registro delle Imprese Milano n. 03009400152 - R.E.A. Milano n. 945128</p>

Fonte: www.oic.com

Capitolo III

LA RELAZIONE TRA EARNINGS MANAGEMENT E IPO UNDERPRICING: EVIDENZE DAL MERCATO ITALIANO

Introduzione

Come anticipato nel capitolo precedente, un'offerta pubblica di sottoscrizione (in inglese, initial public offering o in modo abbreviato IPO) costituisce un evento cruciale e di transizione nella vita di una società: le sue azioni sono per la prima volta quotate su mercati regolamentati. Ciò può costituire valido incentivo per i manager a manipolare gli utili della società emittente per aumentare la sua attrattività in sede di IPO.

Obiettivo di tale analisi empirica è esplorare la relazione esistente tra il maggior costo indiretto legato all'IPO, l'underpricing, e l'earnings management, calcolato attraverso la proxy degli abnormal accruals.

3.1 L'IPO Underpricing

Le ragioni sottostanti la decisione di offrire azioni al pubblico possono essere molteplici. Uno studio empirico condotto nel 2006 da Brau e Fawcett¹¹² ha evidenziato come la maggior parte dei CFOs ritenga che le IPOs sono intraprese per delineare con maggior precisione il valore di mercato di una società (51,2%), per rafforzarne la reputazione (49,1%) o per estendere la platea di azionisti (45,9%). Le società quotate hanno un più semplice accesso al mercato dei capitali e grazie alla loro maggiore visibilità riescono ad attrarre i migliori manager sulla piazza.

¹¹² BRAU J. C. and FAWCETT S. E. Evidence on what CFOs think about the IPO Process: Theory and Managerial Implications. *Journal of Applied Corporate Finance*,

Nonostante i benefici possano esser significativi, è necessario considerare anche il lato opposto della medaglia ossia i costi, diretti ed indiretti, legati a tale operazioni.

I primi comprendono tutti quelli che le società devono sostenere per allinearsi alla regolamentazione prevista dai mercati (compliance cost) e remunerare i diversi attori che consentono la buona realizzazione di una IPO, quale gli underwriters, le società di revisione, i consulenti legali. Per costi indiretti, si intendono, invece, quelli derivanti da una maggiore disclosure informativa e dal fenomeno, ampiamente discusso in letteratura, dell'IPO underpricing. Esso si configura in un aumento, spesso anche di entità rilevante, del prezzo delle azioni, offerte per la prima volta al mercato, durante il primo giorno di negoziazioni ufficiali.

Tale costo inficia negativamente sul successo di un'offerta pubblica e sulla capitalizzazione di una società poiché maggiore è il prezzo al quale il titolo scambiato, maggiore è la liquidità che la società ha perso, considerando che le azioni in emissione avrebbero attratto investitori anche ad un prezzo di offerta maggiore. L'underpricing si sostanzia, quindi, in un diretto trasferimento di ricchezza tra i vecchi azionisti verso i nuovi investitori, costituendo il cosiddetto "money left on the table"¹¹³, calcolato come numero di azioni vendute per la differenza tra il prezzo di offerta e il first day closing price. Non essendo un fenomeno circoscritto bensì comune a tutti i mercati, seppur con magnitudine diversa, l'underpricing può esser considerato il maggior costo indiretto sopportato dalla società emittente.

¹¹³ IBBOTSON, R.G. Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*;

Obiettivo di tale studio sarà capire se tale costo è influenzato dalle politiche di bilancio che la società ha posto in essere, in particolar modo per incrementare i suoi utili durante il periodo di preparazione all'offerta pubblica.

Il tema dell'IPO underpricing ha fortemente interessato gli accademici, i quali, nel corso degli anni, hanno elaborato diverse teorie atte a spiegare i suoi razionali e le sue determinanti.

Secondo il pensiero di Ljungqvist¹¹⁴, l'underpricing può essere spiegato da diverse teorie; tra le più rilevanti spicca quella delle asimmetrie informative che nascono dal fatto che i nuovi e potenziali investitori hanno minor informazioni rispetto a quelli della società emittente; ciò implica una sostanziale difformità in merito alla valutazione di una società.

Le cosiddette *control theories* giustificano l'IPO underpricing suggerendo che aiuta a modellare la platea di azionariato; le teorie comportamentali, invece, si fondano sulla convinzione che gli investitori portano in alto il prezzo delle azioni irrazionalmente.

Rock (1986) prova a spiegare l'esistenza dell'IPO underpricing applicando il "lemon problem" (Akerlof, 1970) al contesto dell'offerta pubblica iniziale, sviluppando il modello del cosiddetto "winner's curse"¹¹⁵. Secondo la sua logica, nel mercato vi sono soggetti più informati e soggetti meno informati. I primi, più abili a ricercare le società con maggiore potenziale, ricercano i migliori investimenti ossia quelle azioni con maggior underpricing tali da fruttare un maggior ritorno. Di contro, gli investitori meno informati, non essendo in grado di identificare le azioni più profittevoli, punterebbero a sottoscrivere per lo più azioni sovrapprezzate. Consci di ciò, questi ultimi si asterranno dall'acquistare se non ci fosse uno sconto tale da compensare il loro gap informativo.

¹¹⁴ LJUNGGVIST A., 2007, IPO Underpricing, Chap 7, Handbook Of Corporate Finance

¹¹⁵ ROCK, K., Why new issues are underpriced? Journal of Financial Economics 15

Baron focalizza il tema delle asimmetrie informative sul rapporto tra la società emittente e l'underwriter, considerando che questo ultimo tende generalmente a immettere le azioni sul mercato a un valore minore di quello reale così da indurre gli investitori ad acquistare e limitando, nel contempo, la possibilità che vi siano azioni invendute che debbano restare nel suo portafoglio¹¹⁶.

Altre studi si basano sull'assunzione che la società emittente ha un vantaggio in termini di informazioni disponibili e ha il compito di segnalare al mercato il suo valore (signalling theory). Leland and Pyle¹¹⁷ hanno dimostrato che la non comunicazione di segnali da parte delle aziende a maggior valore acuisce il problema dell'adverse selection. Tipici esempi di segnali per comunicare fattivamente informazioni ai nuovi investitori sono la reputazione e l'importanza della società di revisione incaricata, dei bankers/underwriter che gestiranno l'IPO¹¹⁸.

Lo studio di Allen and Faulhaber¹¹⁹ suggerisce che persino l'IPO underpricing può essere considerato come un segnale comunicato dalla società emittente e dai suoi underwriters. Considerando, infatti, l'alto costo indiretto associato a tale deprezzamento di valore, solo le aziende forti e solide possono sopportarlo. In base a quanto notato dalla precedente letteratura, un segnale, per essere considerato efficace, necessita di avere un costo, deve essere osservabile e difficile da imitare o essere replicato.

¹¹⁶ BARON, D.P. A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues. *The Journal of Finance*

¹¹⁷ Leland, H. E., and Pyle, D. H., Informational Asymmetries, Financial Structure, And Financial Intermediation, *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, pp. 371-388

¹¹⁸ Carter, R. and S. Manaster, (1990). Initial Public Offerings and Underwriter Reputation. *The Journal of Finance*, Vol. 45, Issue 4, pp. 1045-1067; Michaely, R. and Shaw W. H., 1995. Does the Choice of Auditor Convey Quality in an Initial Public Offering?. *Financial Management*, 24, pp. 15-30.

¹¹⁹ Allen, F. & Faulhaber, G.R. (1989). Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 23, 303-323

3.2 Sviluppo delle ipotesi

Considerando la centralità che un'operazione di offerta pubblica iniziale ha nella vita di una società, risulta semplice capire come ciò possa costituire un valido incentivo per i manager a realizzare politiche di bilancio che mirino a presentare la società ai futuri investitori il più attraente possibile. Si assume infatti che maggiore sono gli utili, più alto sarà il prezzo a cui l'azione sarà scambiata.

Nella letteratura, tale considerazione è solitamente chiamata “managerial opportunism hypothesis”¹²⁰, alludendo alla più ampia teoria che vede nei manager, insider che utilizzano informazioni riservate riguardo la propria società per ottenere benefici personali.

Tale teoria è stata per lungo tempo oggetto di dibattito in letteratura. Alcuni hanno dimostrato la presenza di *income-increasing* discretionary accruals¹²¹, avvalorando la tesi secondo la quale le politiche di manipolazione a rialzo dell'utile sono frequenti ed intense negli anni pre IPOs. Altri, di converso, hanno dubitato della validità dell'utilità del cosiddetto *managerial opportunism*¹²². Lo studio di Ball and Shivakumar¹²³, ad esempio, suggerisce che, poiché le società in via di quotazione sono sottoposte ad un forte monitoraggio ed ad una più stringente regolamentazione,

¹²⁰ FRIEDLAN, J.M. Accounting choices of issuers of initial public offerings. *Contemp. Account. Res.* 11, 1–31, 1994; DUCHARME, L.L., MALATESTA, P.H., SEFCIK, S.E., Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits. *J. Financ. Econ.* 71, 27–49, 2004; ARMSTRONG C.S., FOSTER, G., TAYLOR, D.J., Earnings management around initial public offerings: a re-examination, Working Paper, 2009

¹²¹ Friedlan, J.M., 1994. Accounting choices of issuers of initial public offerings. *Contemp. Account. Res.* 11, 1–31; Teoh, S.H., Wong, T.J., Rao, G.R., 1998a. Are accruals during initial public offerings opportunistic? *Rev. Account. Stud.* 3, 175–208. DuCharme, L.L., Malatesta, P.H., Sefcik, S.E., 2001. Earnings management: IPO valuation and subsequent performance. *J. Account. Auditing Finance* 16, 369–396. DuCharme, L.L., Malatesta, P.H., Sefcik, S.E., 2004. Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits. *J. Financ. Econ.* 71, 27–49.

¹²² Fan, Q., 2007. Earnings management and ownership retention for initial public offering firms: theory and evidence. *Account. Rev.* 82, 27–64; Armstrong, C.S., Foster, G., Taylor, D.J., 2009. Earnings management around initial public offerings: a re-examination, Working Paper;

¹²³ Ball, R., Shivakumar, L., 2008. Earnings quality at initial public offerings. *J. Account. Econ.* 45, 324–349

i futuri investitori non dovrebbero essere ingannati da politiche di earnings management.

Per districarsi tra i contraddittori risultati presenti in letteratura è bene partire dal razionale attribuibile a Ritter (1984) e formalizzato da Berry e Ritter (1986) secondo cui le politiche di earnings management rendono gli utili più opachi e comportano l'innalzamento della difficoltà nell'apprezzare il valore di una società. Fondandosi sulla teoria dell'asimmetria informativi, alcuni ricercatori (Ljungqvist, 2007; Rock, 1986) con i loro studi, hanno dimostrato la presenza di una relazione positiva tra l'underpricing ed il grado di incertezza relativamente alla valorizzazione di una società. Infatti, maggiore è questa ultima, più rilevante sarà il problema di *adverse selection* fronteggiato dai futuri investitori, i quali pretenderanno un maggior sconto sul prezzo delle azioni per partecipare all'offerta. Deriva, quindi, che le manipolazioni dell'utile causano una maggior incertezza nella valutazione di una società emittente azioni, per la prima volta, su un mercato regolamentato; tale aleatorietà, a sua volta si riflette sul prezzo di offerta che risulterà, con buone probabilità, più basso del valore reale, dando origine al cosiddetto underpricing. L'earnings management può, quindi, costituire un importante fattore che spiega le ragioni sottostanti i diversi gradi di underpricing delle azioni delle società durante le IPOs.

Avvalora tale tesi, lo studio di Boulton et al.¹²⁴ (2011) che ha evidenziato come le IPOs sono meno soggette a underpricing in nazioni ove le società quotate hanno standard più elevati di qualità degli earnings. Seppur tale analisi si sia focalizzata nelle differenze di qualità degli utili tra diversi stati (studio cross-country) e non abbia indagato l'impatto delle differenti politiche di bilancio a livello di singola società, i suoi risultati enfatizzano ancor più il collegamento tra l'earnings management e l'underpricing.

¹²⁴ Boulton, T.J., Smart, S.B., Zutter, C.J., 2011. Earnings quality and international IPO underpricing. *Account. Rev.* 86, 483–505

Sulla base di queste considerazioni e alla luce dei risultati ottenuti da precedenti studi¹²⁵, l'analisi condotta si focalizza sull'analizzare l'effetto che l'earnings management ha sulla performance delle azioni oggetto di offerta di vendita. L'ipotesi testata può essere, quindi, formulata nel seguente modo:

H: A causa delle asimmetrie informative, le società che sfruttano significativamente politiche di bilancio pre IPOs tenderanno a subire un maggior underpricing.

Si ipotizza, quindi, una relazione di segno positivo tra le variabili in esame, che sia significativa statisticamente così da poter annoverare l'earnings management tra le variabili che determinano la magnitudine dell'underpricing. Maggiore è il valore che assumerà la proxy delle manipolazioni di bilancio, maggiore si ipotizza sia il costo indiretto dell'IPO.

3.3 Campione di analisi

Il campione iniziale include tutte le IPO sulla Borsa di Milano dal 1 gennaio 2000 al 31 dicembre 2013; è necessario precisare, però, che non tutte le osservazioni sono state oggetto di analisi poiché, ai fini dell'elaborazione della proxy di earnings management occorre informazioni per gli anni pre-IPO di non semplice reperibilità. Sono state, inoltre, escluse le osservazioni relative alle società già quotate su mercati stranieri, quelle interessate da delisting nei 12 mesi successivi l'IPO ed infine le società che si configuravano come "influential" secondo il Cook's distance test.

Il campione definitivo include quindi 105 società; le industry di appartenenza sono riepilogate nella tabella 1.

¹²⁵ Nagata, K., *Does earnings management lead to favorable IPO price formation or further underpricing? Evidence from Japan*, Journal of Multinational Financial Management 23, 301-313, 2013

Tab.1: Numero di osservazione per industry

Industry	N° Obs
Services	18
Manufacturing	50
Utilities	13
Communication	10
Pharmaceutical	6
Transportation	4
Food and Beverages	4
<i>Tot</i>	105

Fonte: elaborazione personale

Le informazioni relative al prezzo di offerta delle azioni e di trading delle azioni derivano rispettivamente dai documenti informativi prodotti dalle società pre IPOs e da Yahoo Finance o da specifici databases quali Datastream e Zephyr.

3.4 Il modello

Per testare l'ipotesi identificata, si è proceduto a costruire un modello in cui si analizzassero le relazioni tra la variabile dipendente, l'IPO underpricing ed una serie di variabili dipendenti di cui una esplicativa, l'earnings management e le altre di controllo, per aumentare la significatività del modello.

In formule:

$$IPO_UP_i = \beta_1 firm_age_i + \beta_2 firm_size_i + \beta_3 IPO_size_i + \beta_4 IPO_ROS_i + \beta_5 EarningsManagement + \varepsilon_i$$

Dove IPO_UP_i rappresenta l'IPO underpricing, inteso come la differenza percentuale tra il prezzo di offerta e il closing price del primo giorno lavorativo successivo l'IPO, così come riportato su Yahoo Finance. In linea con la precedente letteratura, l'underpricing è espresso dalla seguente formula¹²⁶:

$$U_i = \frac{P_{i,t} - P_{i,0}}{P_{i,0}}$$

dove P_{it} è il prezzo di chiusura della società i , come risultante da Yahoo Finance per le società tutt'ora quotata sulla Borsa di Milano o da Datastream; mentre P_{i0} rappresenta il prezzo di offerta indicato nei prospetti pubblicati dalla stesse società pre IPOs.

L'analisi empirica è stata svolta attraverso regressioni OLS realizzate sul software Stata. In particolare, in una prima regressione, sono state inserite come variabili indipendenti solo quelle di controllo per poi aggiungere, in un secondo momento, la variabile esplicativa al fine di verificare l'incremento di significatività del modello implementato.

3.4.1 Variabile esplicativa

La variabile esplicativa adottata da tale studio è una proxy della manipolazione degli utili basata sul ruolo degli *accrual*. Questi possono esser definiti come la differenza tra l'utile di bilancio e i cash flow e costituiscono l'aggregato che i

¹²⁶ Loughran, T. and Ritter, J. Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?. *Financial Management*;

manager riescono a manovrare con più semplicità data la loro natura valutativa. Infatti, mentre alterare i cash flow implica una movimentazione di liquidità, aumentare o ridurre gli accrual dipende unicamente da scelte di bilancio. I total accruals rappresentano, quindi, il risultato delle decisioni contabili della direzione aziendale.

Questi, a loro volta, possono essere distinti in non discrezionali, quelli relativi alla normale attività di business di ciascuna società e discrezionali, i quali, invece, derivano unicamente dalla volontà di manipolare gli utili riportati nei bilanci. E' necessario, quindi, separare tali aggregati; l'approccio scelto è il modified-Jones model che suggerisce di calcolare, in primo luogo, gli accrual non discrezionali per ciascuna società applicando la formula di seguito riportata:

$$\frac{TA_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta Sales_{i,t} - \Delta Rec_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

dove per ciascun anno e ciascuna società, i total accruals sono rappresentati dalla seguente formula:

$$TA_{i,t} = \frac{\Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta Cash_{i,t} + \Delta STD_{i,t} - DEP_{i,t}}{Assets_{i,t-1}}$$

In particolare:

Assets rappresenta il totale delle attività così come indicato sui bilanci della società;

Delta Sales è la variazione di ricavi che intercorre tra due esercizi consecutivi;

Delta Rec è la variazione dei crediti commerciali;

PPE: rappresenta le immobilizzazioni materiali delle società

Delta CA evidenzia il delta tra le attività correnti;

Delta CL indica la variazione nelle passività correnti;

Delta Cash esprime il delta nelle diponibilità liquide;

STD evidenzia l'incremento dei debiti inclusi nelle passività correnti;

DEP rappresenta gli ammortamenti e le svalutazioni imputate a conto economico;

I coefficienti stimati con l'equazione 1 sono usati per risolverla numericamente così da ottenere i *non discretionary accrual* di ciascuna società; i discretionary accrual, che coincideranno, quindi, con gli "*abnormal accrual*" sono, quindi, calcolati sottraendo dai total accrual, la parte reputata non discrezionale. In formule:

$$DA_{i,t} = \left(\frac{TA_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} \right) - NDA_{i,t}$$

Gli abnormal accruals risulteranno quindi come il residuo dei total accruals dopo aver sottratto la parte reputata non discrezionale.

Come risultato si avrà che alti (bassi) livelli di abnormal accrual rappresenteranno politiche aggressive (conservative) di manipolazione degli utili delle società che hanno lanciato IPO, così come derivabili dal loro ultimo bilancio approvato.

3.4.2 Variabili di controllo

Per isolare l'effetto della variabile di earnings management descritta nel precedente paragrafo, all'interno del modello di regressione sono stati aggiunte quattro ulteriori variabili definite di controllo. Queste avranno lo scopo di evitare che potenziali effetti spuri, guidati da particolari caratteristiche della società, possano influenzare la variabile dipendente.

La prima variabile di controllo introdotta è l'età della società, calcolata come differenza tra la data di IPO e la data di fondazione. Partendo dal presupposto,

confermato da studi precedenti¹²⁷, in base al quale le società giovani sono più difficile da valutare rispetto ad a realtà aziendali più mature poiché vi è maggiore incertezza nel valutare i loro possibili risultati futuri, tale studio assumerà una relazione negativa tra la variabile in questione e l'IPO underpricing.

La seconda variabile introdotta prende in considerazione la dimensione della società emittente, calcolata attraverso la proxy del logaritmo dei total assets, così come riportato nell'ultimo bilancio approvato dalla Società. In linea con la letteratura IPO¹²⁸, si assumerà una relazione negativa con la variabile dipendente dell'IPO underpricing poiché in genere, le imprese più grandi sono più semplici da valutare e meno rischiosi rispetto a quelle di dimensioni più ristrette.

Si è inoltre reputato opportune introdurre una variabile che rappresentasse la dimensione dell'IPO, misurata attraverso il logaritmo del numero di azioni offerte al mercato. Tale informazioni è disponibile in una specifica sezione del database di Borsa Italiana. Anche in tal caso, ci si attende una relazione negativa tra la variabile in questione e l'IPO underpricing poiché IPO caratterizzate da un numero elevato di azioni sono più facilmente valutabili a causa di una minor asimmetria informativa.

E' stata, infine, aggiunta una variabile di tipo contabile, il *Return on sales*, per controllare per i diversi livelli di profittabilità delle società emittenti.

La tabella 2, di seguito riportata, riepiloga l'insieme di variabili utilizzate nel modello ed il segno atteso del loro coefficiente.

¹²⁷ Booth, J., Chua, L. Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*,

¹²⁸ Beatty, R.P., Ritter, J.R., Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *J. Financ. Econ.* 15, 213–232, 1986.

Tab.2: Variabili in esame e segno atteso

Variables	Expected Sign
<i>FIRM_AGE</i>	(-)
<i>FIRM_SIZE</i>	(-)
<i>IPO_SIZE</i>	(-)
<i>IPO_ROS</i>	(-)
<i>AAC</i>	(+)

Fonte: elaborazione personale

3.5 Risultati dell'analisi

Obiettivo di tale paragrafo è evidenziare i risultati ottenuti dallo studio della relazione tra earnings management e IPO underpricing. Il primo sottoparagrafo analizzerà descrittivamente le variabili in esame; il secondo metterà in luce quanto emerso dalle regressioni condotte sul software statistico Stata.

3.5.1 Analisi descrittiva

La tabella 3 riassume la statistica descrittiva delle variabili utilizzate nel modello proposto da questo studio.

Tab 3: Analisi descrittiva

<i>Panel A</i>					
Variable		Mean	Min	Max	Std. dev.
<i>IPO Pricing</i>	<i>Under</i>	0,0506742	-0,3867	1,754857	0,4982116
<i>AAC</i>		0,0055865	0,0582	0,28	0,0648662
<i>Firm Age</i>		21,48571	0	109	23,49309
<i>Firm Size</i>		5,13E+08	6633	1,25E+10	1,66E+09
<i>IPO Size</i>		5,32E+07	159866	1,54E+09	1,95E+08
<i>IPO ROS</i>		0,23	-0,123	0,748	2,3401

Fonte: elaborazione personale

Il primo dato che merita attenzione è il valore medio dell'Ipo underpricing che per il campione selezionato, si attesta al 5,06%. Tale percentuale appare leggermente minore di quella registrata da uno studio di Cassia, Giudici and Paleari¹²⁹ che avevano preso ad esame le quotazioni nel periodo compreso tra il 1985 ed il 2001 evidenziando un IPO underpricing del 7.94% (21,87% considerando gli outliers).

La diminuzione dell'Ipo underpricing potrebbe esser il frutto dell'affinamento nelle tecniche di pricing delle azioni in prima emissione piuttosto che di una volontà del management di ridurre intenzionalmente il prezzo di offerta portandolo al di sotto del cosiddetto fair value, così da attrarre un maggior numero di investitori. Il dato di underpricing rilevato in tale analisi è, invece, sostanzialmente in linea con lo studio svolto nel 2011 da Banerjee, Dai and Shreshta che, prendendo in esame le IPO in diversi paesi, avevano riscontrato come le percentuali di deprezzamento delle azioni in Italia fossero le più basse registrate.

Le informazioni relative alle variabili di controllo riflettono le caratteristiche del mercato italiano. L'età media delle società che lancia un'offerta pubblica di acquisto è di 21,48 anni, leggermente più alta da quanto risulta da studi effettuati negli Stati

¹²⁹ Cassia L., Giudici G. and Paleari S. (2004). IPO underpricing in Italy. *Applied Financial Economics*, Vol. 14, Issue 3, pp.179-194

Uniti¹³⁰, Gran Bretagna¹³¹, Francia¹³² e Germania¹³³ seppur inferiore a quanto emerso in una precedente indagine di Arosio¹³⁴ sulle prime quotazioni su la Borsa di Milano. Va sottolineato però che la mediana, per tale variabile, si differenzia dalla media. Infatti, le società la cui quotazione è avvenuta nei primi 10 anni di vita sociale rappresenta il 40% del campione; il 70% è raggiunto se si raggruppano le società quotate entro in 20 anni. Da ciò deriva una mediana pari a 14 che potrebbe esser considerata come maggiormente esplicativa.

L'indicatore della grandezza della società (log IPO assets) evidenzia una discreta variabilità all'interno del campione giustificata dalla presenza di colossi come il gruppo Luxottica ed il gruppo Safilo e società di dimensioni assai più ridotte.

La media della trasformazione logaritmica del numero delle azioni, indicatore della dimensione dell'IPO, si attesta invece ad un valore pari a 5,32E+07.

Conclude l'analisi descrittiva il calcolo della *Pearson correlation matrix* riportata nella tabella 4. Dall'osservazione dei risultati, emerge che tutte le variabili hanno il coefficiente di segno concorde a quanto ipotizzato in sede di costruzione del modello. In particolare, la variabile esplicativa dell'earnings management ha segno negativo, coerente con l'ipotesi secondo il quale una maggiore manipolazione degli utili accentua le asimmetrie informative a danno degli investitori gravando sul prezzo di acquisto delle azioni in emissione.

In merito alle variabili di controllo, la tabella evidenzia una relazione positiva tra la

¹³⁰ Arthurs, J. D., Hoskisson, R. E., Busenitz, L. W. And Johnson, R. A., Managerial Agents Watching Other Agents: Multiple Agency Conflicts Regarding Underpricing In Ipo Firms. *Academy of Management Journal*, Vol. 51 Issue 2, p277-294, 2008.

¹³¹ Filatotchev, I. e Bishop, K. Board Composition, Share Ownership, And 'Underpricing' Of U.K. Ipo Firms. *Strategic Management Journal*, Vol. 23 Issue 10, p941-955, 2002

¹³² Chahine, S., Filatotchev, I. e Wright, M. Venture Capitalists, Business Angels, and Performance of Entrepreneurial IPOs in the UK and France. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 34 Issue 3/4, p505-528, 2007.

¹³³ Elston J. A. e Yang J. J. Venture capital, ownership structure, accounting standards and IPO underpricing: Evidence from Germany. *Journal of Economics and Business*, Vol. 62 Issue 6, p517-536, 2010

¹³⁴ Arosio, R., Giudici, G., e Paleari, S. What Drives the Initial Market Performance of Italian IPOs? An Empirical Investigation on Underpricing and Price Support. Working Paper. Politecnico di Milano. 2000.

grandezza di una società e il numero di azioni immesso sul mercato in sede di IPO, in linea con la previsione secondo cui maggiore è il valore degli assets di una società, maggiore dovrà essere il capitale sociale sottoscritto e quindi la rilevanza dell'IPO. La dimensione delle società appare, inoltre, positivamente correlata alla età, testimoniando come è solo col tempo che le aziende riescono a sfruttare le proprie opportunità di crescita

A riprova dell'assenza di problematiche connesse alla multicollinearità tra le variabili, sono stati calcolati i variance inflation factor (VIF); la media dei VIF delle variabili, pari a 3,67, non supera, infatti, il valore soglia di quattro.

Tab 4: Pearson correlation matrix

	IPO_Underpricing	AAC	IPO_LOG_ASSET	IPO_LOG_DEBT	FIRM_AGE	IPO_Placement
IPO_Underpricing	1					
AAC	0,2574	1				
FIRM_AGE	0,0007	0,1431	1			
IPO_ASSETS	-0,0741	0,0602	-0,1294	1		
IPO_Placement	-0,075	0,051	-0,1428	0,9319	1	
IPO_ROS	-0,7518	-0,065	0,0867	0,0301	0,0266	1

Fonte: elaborazione personale

3.5.2 Analisi delle regressioni

Le tabelle riassumono i risultati delle due regressioni condotte sul software statistico Stata. Per la prima analisi, sono state incluse nell'analisi solo le variabili di controllo ed è stato osservato la loro relazione con l'underpricing; successivamente è stata

aggiunta al modello la variabile esplicativa, l'earnings management.

Emerge come l'introduzione di tale ultima variabile incrementi la significatività del modello valutata attraverso R^2 e l'adjusted R^2 che aumentano di misura rilevante.

Tab 5: Risultati delle regressioni

IPO Underpricing	Model 1		Model 2	
	Beta	Standard error	Beta	Standard error
<i>Step 1</i>				
<i>FIRM_AGE</i>	0,0012658	0,0014082	0,0005532	0,001361
<i>FIRM_SIZE</i>	-8,94E-13	5,4E-11	-6,85E-12	5,16E-11
<i>IPO_SIZE</i>	-1,11E-10	4,62E-10	-1,05E-10	4,41E-10
<i>IPO_ROS</i>	-0,001609	0,00014***	-0,0015727	0,000134***
<i>Step 2</i>				
<i>AAC</i>			1,606068	0,0487826***
<i>N°Obs</i>	105		105	
<i>R-squared</i>	30,15%		41,45%	

***p < 0.01; **p < 0.05; *p < 0.10

Fonte: elaborazione personale

Partendo dalle variabili di controllo, la regressione mostra una correlazione negativa, seppur, di poco, non statisticamente significativa, tra il quantitativo di azioni offerto e la percentuale di IPO underpricing così come predetto in sede di elaborazione del modello sulla base del lavoro di Cassia, Giudici and Paleari¹³⁵. Tale risultato è in linea con la tesi di Booth and Chua¹³⁶ secondo cui maggiore è la dimensione

¹³⁵ Cassia L., Giudici G. and Paleari S. (2004). IPO underpricing in Italy. *Applied Financial Economics*, Vol. 14, Issue 3, pp.179-194

¹³⁶ Booth, J., Chua, L. Ownership Dispersion, Costly Information and IPO Underpricing, *Journal of Financial Economics*, 41, pp 291-310, 1996

dell'IPO, più semplice sarà per il mercato valutare la società emittente e quindi un minor sconto sarà richiesto in fase di decisione del prezzo di offerta.

Non sono, invece, significativi i coefficienti delle variabili "età" e "dimensione" della società. Non possono essere, quindi, confermate le ipotesi secondo cui le IPO di società di dimensioni significative e relativamente "anziane" danno luogo ad un minor underpricing grazie ad un attenuamento delle asimmetrie informative in piedi tra i soggetti coinvolti, determinando una maggior semplicità nello stimare il reale valore della società emittente.

La variabile di profittabilità, seppur significativa in entrambi i modelli, presenta un beta prossima allo zero. L'introduzione di tale variabile risulta, però, incrementare sensibilmente la bontà del modello nel spiegare l'underpricing.

Passando all'analisi della variabile esplicativa, l'earnings management, calcolato attraverso la proxy degli abnormal accruals, può essere considerato come variabile che spiega, almeno in parte, la differenza di IPO underpricing subite dalle diverse società all'interno del mercato italiano.

A supporto delle ipotesi su cui si fonda tale studio, il coefficiente della variabile esplicativa è significativo al livello del 1% confermando che, a causa delle asimmetrie informative, le società che sfruttano significativamente politiche di bilancio pre IPOs tenderanno a subire un maggior IPO underpricing. Ciò è coerente con le difficoltà valutative delle società emittenti azioni sul mercato per la prima volta, che si accentuano nel caso queste pongano in essere significative politiche di alterazione degli utili di bilancio. Gli underwriter, quindi, tenderanno ad attribuire un minore prezzo di offerta alle società con una minor qualità dell'utile.

Ciò, di fatto, ribalta la teoria del *managerial opportunism* che vedeva nelle politiche di incremento del risultato di bilancio, un utile strumento per aumentare il prezzo di offerta delle azioni. L'earnings management è in realtà uno dei fattori che incrementa il maggior costo indiretto legato alle quotazioni facendo sì, come

suggeriva Ibbotson nel suo studio del 1975¹³⁷, che le IPO risultino in un diretto trasferimento di ricchezza tra i vecchi azionisti verso i nuovi investitori, costituendo il cosiddetto “money left on the table”. Dimostra, infatti, che il mercato avrebbe trovato attraenti le azioni in emissione anche ad un prezzo maggiore di quello di offerta, il che avrebbe garantito alla società maggiori liquidità per finanziare gli investimenti e sfruttare le sue opportunità di crescita.

Va detto, però, considerando che la percentuale di IPO underpricing riscontrata sul campione in esame è minore rispetto ad altri studi precedentemente condotti, è possibile ritenere che con il passare del tempo il miglioramento delle tecniche valutative e di pricing possa alleggerire la problematica legata alla valutazione della società emittente, rendendo di conseguenza, meno incisiva la relazione tra earnings management e IPO underpricing.

¹³⁷ IBBOTSON, R.G. Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*, 2, 235-272, 1975

Conclusioni

Lo studio condotto mira ad analizzare le tematiche dell'earnings management, partendo dall'informativa aziendale nelle sue varie forme, per poi descrivere ampiamente le differenti strategie attuate, nelle realtà aziendali, dal management per manipolare gli utili nonché analizzare i modelli proposti dalla letteratura per accertarne l'esistenza e determinarne l'entità.

L'analisi empirica si è incentrata su un evento cardine nella vita di determinate società, l'IPO ossia quando queste decidono di quotare per la prima volta le loro azioni su un mercato regolamentato, presumendo che in tale circostanza l'incentivo a manipolare gli utili possa produrre effetti significativi. Si è scelto, quindi, di esplorare le relazioni tra le politiche di bilancio ed la performance di una IPO, quantificata tramite l'underpricing riscontrato da una società emittente durante il primo giorno di trading. Infatti, nonostante entrambe le tematiche, singolarmente, siano centrali nei dibattiti in letteratura, il focus è stato solo raramente incentrato su l'effetto che l'earnings management abbia sul successo di una quotazione.

Prendendo a campione le IPO svoltesi sulla Borsa di Milano dal 2000 al 2013, tale analisi ha dimostrato la correlazione positiva tra le variabili in esame ossia, più aggressive sono le manipolazioni dell'utile, più incisivo sarà la percentuale di underpricing visto come la differenza tra il prezzo di trading del giorno successivo la quotazione e il prezzo di offerta.

Seppur lo studio condotto contribuisca alla letteratura sottolineando l'importanza dell'earnings management nello spiegare i diversi gradi di IPO underpricing subiti dalle società, va precisato che l'analisi condotta risente del limite intrinseco alla valutazione dell'earnings management. Il metodo utilizzato, quello degli abnormal accrual, seppur avvalorato dalla letteratura, presenta delle criticità legate alla sua elaborazione. Futuri lavori possono sperimentare l'ipotesi, in questa sede formulata, calcolando l'earnings management ulteriori proxy, scegliendo nell'ampia rosa di quelle descritte ed utilizzate dai ricercatori.

Bibliografia

AKERLOF, G. A., 1970. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, pp. 488-500, 1970.

ALLEGRI M., GRECO G., FERRAMOSCA S., “*La prassi di impairment test in Italia e nel Regno Unito, una ricerca*”, *Amministrazione & finanza*, Vol. 27, 2012

ALLEN, F. & FAULHABER, G.R. Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 23, 303-323., 1989

AMADUZZI A., “*Dal costo al fair value: il nuovo approccio IASB*”, FrancoAngeli, Milano, 2009

AMADUZZI A., “*La determinazione del valore d'uso ai sensi dello IAS 36: tra contabilità e finanza. 1° parte*”, *La valutazione delle aziende*, Vol. 46, 2007

ARMSTRONG C.S., FOSTER, G., TAYLOR, D.J.. Earnings management around initial public offerings: a re-examination, Working Paper. 2009

AROSIO, R., GIUDICI, G., e PALEARI, S. What Drives the Initial Market Performance of Italian IPOs? An Empirical Investigation on Underpricing and Price Support. Working Paper. Politecnico di Milano. 2000.

ARTHURS, J. D., HOSKISSON, R. E., BUSENITZ, L. W. And Johnson, R. A., Managerial Agents Watching Other Agents: Multiple Agency Conflicts Regarding Underpricing In Ipo Firms. *Academy of Management Journal*, Vol. 51 Issue 2, p277-294, 2008.

BADANHAUSEN, K. et. al., ‘Earnings Quality’, *Forbes Online*, 2005, <http://www.forbes.com>

BALL, R., SHIVAKUMAR, L., 2008. Earnings quality at initial public offerings. *J. Account. Econ.* 45, 324–349

BANCA D’ITALIA, CONSOB, ISVAP, “*Esercizi 2009 e 2010 - Informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie sulle verifiche per riduzione di valore delle attività (impairment test) sulle clausole contrattuali dei debiti finanziari, sulle ristrutturazioni dei debiti e sulla Gerarchia del fair value*”, Documento Banca d’Italia/Consob/Isvap n. 4 del 3 marzo 2010

BARON, D.P. A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues. *The Journal of Finance*, 37, 955-976, 1982

BEATTY, R.P., RITTER, J.R., Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *J. Financ. Econ.* 15, 213–232, 1986.

BENEISH, M.D., ‘*The Detection Of Earnings Manipulation*’, *Financial Analysts Journal*, vol. 55 (Settembre/Ottobre), 1999

- BISOGNO M., “*L’impairment test delle immobilizzazioni materiali e immateriali*”, *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, Vol. 108, 2008
- BOOTH, J., CHUA, L. Ownership Dispersion, Costly Information and IPO Underpricing, *Journal of Financial Economics*, 41, pp 291-310, 1996
- BOULTON, T.J., SMART, S.B., ZUTTER, C.J., 2011. Earnings quality and international IPO underpricing. *Account. Rev.* 86, 483–505
- BRAU J. C. and FAWCETT S. E. Evidence on what CFOs think about the IPO Process: Theory and Managerial Implications. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18, pp. 107-117, 2006
- BURGSTHALER D. C., DICHEV I., “*Earnings management to avoid earnings decreases and losses*”, *Journal*, 2007
- CARTER, R. and S. MANASTER, (1990). Initial Public Offerings and Underwriter Reputation. *The Journal of Finance*, Vol. 45, Issue 4, pp. 1045–1067; Michaely, R. and Shaw W. H., 1995. Does the Choice of Auditor Convey Quality in an Initial Public Offering?. *Financial Management*, 24, pp. 15-30.
- CASSIA L., GIUDICI G. and PALEARI S., IPO underpricing in Italy. *Applied Financial Economics*, Vol. 14, Issue 3, pp.179-194, 2004
- CHAHINE, S., FILATOTCHEV, I. e WRIGHT, M. Venture Capitalists, Business Angels, and Performance of Entrepreneurial IPOs in the UK and France. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 34 Issue 3/4, p505-528, 2007.
- CIMINI R., “*The selective misrepresentation of financial information due to earnings management*”, Theoretical background and empirical evidence from the European Union. Giappichelli, Torino, 2015
- COMMISSIONE PER I PRINCIPI CONTABILI, “*Guida all’applicazione dell’impairment test dello IAS 36: determinazione delle perdite di valore delle immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie*”, Febbraio 2006
- DE ANGELO L.E., *Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: a study of management buyout of public stockholders*. *The Accounting Review*, Vol. LXI, N.3, 1986
- DECHOW P. M., SCHRAND M., “*Earnings quality*”, The Research Foundation of CFA Institute, 2004
- DECHOW P. M., SKINNER D. J., “*Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners and regulators*”, *Accounting Horizons*, Vol. 14, 2000
- DEFOND M. L., “*Earnings quality research: advances, challenges and future research*”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50, 2010

- DEGEORGE, F., PATEL, J. E ZECKHAUSER, R., 'Earnings Management To Exceed Thresholds', *The Journal Of Business*, 1999
- DI DONATO F., *Gli amministratori indipendenti. Corporate governance, earnings management*. Luiss University Press, Roma, 2012
- DUCHARME, L.L., MALATESTA, P.H., SEFCIK, S.E., 2001. Earnings management: IPO valuation and subsequent performance. *J. Account. Auditing Finance* 16, 369–396.
- DUCHARME, L.L., MALATESTA, P.H., SEFCIK, S.E.,. Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits. *J. Financ. Econ.* 71, 27–49, 2004
- ELSTON J. A. e YANG J. J. Venture capital, ownership structure, accounting standards and IPO underpricing: Evidence from Germany. *Journal of Economics and Business*, Vol. 62 Issue 6, p517-536 , 2010
- FAN, Q., 2007. Earnings management and ownership retention for initial public offering firms: theory and evidence. *Account. Rev.* 82, 27–64; Armstrong, C.S., Foster, G., Taylor, D.J., 2009. Earnings management around initial public offerings: a re-examination, Working Paper;
- FAN, Q.,. Earnings management and ownership retention for initial public offering firms: theory and evidence. *Account. Rev.* 82, 27–64, 2007
- FILATOTOCHEV, I. e BISHOP, K. Board Composition, Share Ownership, And 'Underpricing' Of U.K. Ipo Firms. *Strategic Management Journal*, Vol. 23 Issue 10, p941-955, 2002
- FLORIO C., “*La verifica di impairment nella prospettiva delle politiche di earnings management: profili teorici ed evidenze empiriche*”, FrancoAngeli, Milano, 2011
- FRIEDLAN, J.M. Accounting choices of issuers of initial public offerings. *Contemp. Account. Res.* 11, 1–31, 1994
- GUATRI L., BINI M., “*L’impairment test nell’attuale crisi finanziaria e dei mercati reali*”, Egea, Milano, 2009
- GUIDRY, F., LEONE, A. E ROCK, S. , ‘Earnings-Based Bonus Plans And Earnings Management By Business-Unit Managers’, *Journal Of Accounting And Economics*, vol. 26, 1999,
- HEALY P.M, The effects of bonus schemes on accounting decisions, *Journal of Accounting and Economics* 39, 1984
- HEALY, P.M. E WAHLEN, J.M., ‘A Review Of The Earnings Management Literature And Its Implications For Standard Setting’, *Accounting Horizons*, vol. 13 (Dicembre 1999)
- IASB – International Accounting Standard Board, “*The Conceptual Framework for Financial Reporting*”, settembre 2010

- IASB – International Accounting Standard Board, IAS 36 “*Impairment of assets*”,
- IBBOTSON, R.G. Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*, 2, 235-272, 1975
- JONES J. J., *Earnings management during import relief investigations*, , *Journal of Accounting and Economics* , 1991
- LELAND, H. E., and PYLE, D. H., Informational Asymmetries, Financial Structure, And Financial Intermediation, *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, pp. 371-388
- LOUGHRAN, T. and RITTER, J. Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?. *Financial Management*;
- MANCIN M., “*La rilevanza del fair value nella svalutazione delle immobilizzazioni in bilancio. L’interpretazione fornita dai principi contabili nazionali e internazionali e dalla dottrina contabile*”, *Rivista dei dottori commercialisti*, Vol. 53, 2002
- Mc NICHOLAS M. F., Research design issues in earnings management studies, *Journal of Accounting and Public Economics*, 19, 2000
- MCVAY S. E., “*Earnings management using classification shifting: an examination of core earnings and special items*”, *The Accounting Review*, Vol. 81, 2006
- NAGATA, K., *Does earnings management lead to favorable IPO price formation or further underpricing? Evidence from Japan*, *Journal of Multinational Financial Management* 23, 301-313, 2013
- OIC – Organismo Italiano di Contabilità, Bozza per la consultazione dell’OIC 9 “*Svalutazioni per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali*”, novembre 2013;
- OIC – Organismo Italiano di Contabilità, Documento interpretativo n. 1 del Principio Contabile 12 “*Classificazione nel conto economico dei costi e dei ricavi*”, luglio 2005
- OIC – Organismo Italiano di Contabilità, Principio contabile 16 “*Le immobilizzazioni materiali*”, luglio 2005
- OIC – Organismo Italiano di Contabilità, Principio contabile 24 “*Le immobilizzazioni immateriali*”, luglio 2005
- OIC – Organismo Italiano di Contabilità, Principio contabile 29 “*Cambiamenti di principi contabili, cambiamenti di stime contabili, correzioni di errori, eventi e operazioni straordinari, fatti intervenuti dopo la data di chiusura dell’esercizio*”, luglio 2005
- PINI M., “*Politiche di bilancio e direzione aziendale*”, Etas Libri, Milano, 1991
- POLI S., “*La svalutazione delle immobilizzazioni materiali nei bilanci delle imprese italiane*”, Giappichelli Editore, Torino, 2012

- PRENCIPE A., *“Earnings quality: analisi della qualità degli earnings in una prospettiva internazionale”*, Pearson Education, Milano, 2006
- PROSPERI S., *“Ambiti di discrezionalità dell’organo amministrativo in sede di valutazioni di bilancio”*, Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale, Vol. 99, 1999
- QUAGLI A., *“Le politiche di bilancio e l’adozione degli IFRS: profili di studio e rassegna delle prime evidenze empiriche”*, Rivista dei Dottori Commercialisti, Vol. 62, 2011
- QUAGLI A., MEINI F., *“La procedura di impairment tra riflessi gestionali e politiche di bilancio”*, Rivista dei Dottori Commercialisti, Vol. 58, 2007
- RAMANNA K., WATTS R. L., *“Evidence on the use of unverifiable estimates in required goodwill impairment”*, Review of Accounting Studies, Vol. 17, 2012
- RIEDL E. J., *“An examination of long-lived asset impairments”*, The Accounting Review, Vol. 79, 2004
- ROCK, K., Why new issues are underpriced? Journal of Financial Economics 15, 187–212, 1986
- RONEN J., YAARI V., *“Earnings management: emerging insights in theory, practice, and research”*, Springer, New York, 2008
- ROSCINI VITALI F., *“Principio contabile OIC 9. Svalutazioni per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali”*, Guida alla contabilità & bilancio, f. 1, 2014
- ROYCHOWDHURY S., *“Earnings management through real activities manipulations”*, Journal of Accounting and Economics, Vol. 42, 2006
- SANTESSO E., MARCON C., *“La riduzione di valore delle attività: guida allo studio e all’applicazione dello IAS 36”*, Gruppo 24 ore, Milano, 2011
- SANTESSO E., SOSTERO U., *“I principi contabili per il bilancio d’esercizio: analisi e interpretazione delle norme civilistiche”*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2011
- SCHIPPER K., VINCENT L., *“Earnings quality”*, Accounting Horizons, Vol. 17 Supplement, 2003
- SEVIN S., SCHROEDER R., *“Earnings management: evidence from SFAS No. 142 reporting”*, Managerial Auditing Journal, Vol. 20, 2005
- SOSTERO U., MARCON C., *“Svalutazione per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni”*, Contabilità, finanza e controllo, Vol. 4, 2014
- TEOH, S.H., WONG, T.J., RAO, G.R., 1998a. Are accruals during initial public offerings opportunistic? Rev. Account. Stud. 3, 175–208.

ZHOU J., "*Disclouser Quality earnings management*", in Journal Of Accounting And Economics, 3/2008

Riassunto

Le dinamiche dell'earnings management nel mercato italiano

La trattazione del tema dell'earnings management, oggetto dell'elaborato, parte dall'essenza della comunicazione aziendale posta in essere dalle società. Essa può avere ad oggetto diversi aspetti: la *comunicazione aziendale di natura commerciale*, che si identifica con quella rivolta a clienti finali con lo scopo di pubblicizzare i propri prodotti; la *comunicazione di natura istituzionale*, rivolta ad un pubblico eterogeneo (interno all'azienda ed esterno ad essa) ed avente l'obiettivo di ottenere maggiore consenso e fiducia; la *comunicazione di tipo gestionale*, che si rivolge a soggetti coinvolti nella gestione dell'impresa con lo scopo di accrescerne la coordinazione e la collaborazione; la *comunicazione economico – finanziaria*, rivolta a tutti gli interlocutori - o solo ad alcuni di essi- con lo scopo sia di assolvere agli obblighi informativi, sia di soddisfare esigenze informative ulteriori espresse dai vari soggetti portatori di interesse.

La comunicazione, inoltre, può assumere una duplice veste, volontaria o obbligatoria. In Italia, ad esempio, la normativa di riferimento della comunicazione obbligatoria è rappresentata dal TUF – Testo Unico della Finanza - (Dlgs. 58/98, modificato da d.lgs 164 del 17 settembre 2007 e dal dlgs 104/2010), dal Regolamento attuativo CONSOB (n.11520/98 e successive modifiche), dalla Direttiva CEE 80/390 e 2004/39, dal Codice Civile nonché dagli standard contabili adottati.

Quella obbligatoria si presenta in varie modalità che differiscono a seconda dei contenuti stabiliti e delle occasioni che la determinano. Per le aziende quotate in borsa, è possibile, ad esempio, distinguere tra *comunicazione iniziale*, che ha prettamente un contenuto giuridico e si identifica con quella fornita dalle aziende nel momento della loro quotazione o inizio attività; *comunicazione periodica*, che

riguarda dati di natura contabile; *comunicazione episodica*, che inerisce a fatti di natura straordinaria che risultano portatori di trasformazioni nella struttura o nel valore di un'impresa.

La comunicazione obbligatoria, però, non sempre contiene tutte le informazioni che si desidera trasmettere. E' così che nasce la *comunicazione volontaria*, per dare alle società la possibilità di colmare il gap informativo, illustrando agli stakeholders determinati aspetti della realtà aziendale. Questo tipo di comunicazione è divenuta, negli anni, sempre più globale e capillare. Questo è stato l'effetto sia della crescente diffusione della proprietà del capitale produttivo a livello mondiale, sia dei numerosi e recenti crolli finanziari. L'informativa volontaria, in particolare, può esser distinta in *pura*, quando scaturisce da iniziative discrezionali, *condizionata*, quando fa riferimento alla necessità di provvedere a spiegare alcuni eventi aziendali rilevanti e infine di *completamento*, quando funge da chiarimento di dati già forniti. Focus di tale elaborato è la *comunicazione economico – finanziaria* ed il suo principale strumento ossia il bilancio d'esercizio, il quale rappresenta quel documento con cui si fotografa la situazione patrimoniale e finanziaria di un'impresa nonché il risultato economico dell'esercizio. Snocciolato nella forma e nelle norme che ne disciplinano la redazione, appare evidente come questo non sia un mero risultato matematico ma la conseguenza di un'interpretazione che lo possa rendere surrettiziamente legato agli scopi e alle finalità che si vuole raggiungere. E', come suggerito da Amaduzzi, un “*sistema di simboli che vanno interpretati*”.

Il management aziendale, chiamato a dare la propria interpretazione delle dinamiche economico-finanziarie dell'impresa e a trasformarle in numeri, può mettere in atto pratiche tali da rendere le informazioni veicolate al mercato poco veritiere.

In particolare, prende il nome di *impression management* (IM) la pratica di ricorrere a rappresentazioni non veritiere, falsate, degli accadimenti ricorrendo, ad esempio, a slogan, figure o grafici, surrettizi.

L'*earning management* (EM) è, invece, il termine usato per indicare le forme di manipolazione di bilancio d'esercizio, rese possibili ricorrendo alla discrezionalità

valutativa e tese a soddisfare scopi ben precisi.

Mentre l'IM si serve delle formalità delle rappresentazioni concesse per esprimere condizioni o risultati raggiunti l'EM, invece, non è manipolazione formale ma materiale, pertanto considerata più grave. Lo scopo è tuttavia il medesimo, ossia quello di veicolare le considerazioni degli stakeolders verso risultati diversi da quelli realmente realizzati.

L'*impression management* e l'*earning management* possono convivere oppure no, sancendo una falsificazione della gestione più o meno intensa.

La trattazione dell'*earnings management* parte dal concetto di *earnings quality*, termine coniato per indicare un reddito di qualità, affidabile, frutto di una gestione sulla quale è possibile contare, anche in termini di mantenimento di una certa redditività futura. Gli strumenti idonei a risalire alla qualità del reddito sono sia le analisi del bilancio, che i modelli studiati appositamente per la valutazione dei diversi profili della gestione dell'impresa.

Nonostante le diverse accezioni, il grado di qualità degli *earnings* risiede nelle sue proprietà temporali, nel tipo di relazione tra reddito, flussi di cassa e *accrual*, nonché nell'attinenza ai principi contabili. Sostenibilità, prevedibilità e variabilità, sono le principali proprietà temporali del reddito: se gli *earnings* si presentano persistenti e prevedibili, vengono considerati di elevata qualità.

L'*earnings quality* viene anche considerata come inversamente correlata all'esistenza di produrre *earnings management*, ovvero alla discrezionalità lasciata dalle norme ed ai principi contabili nell'effettuare stime e previsioni.

Le politiche di bilancio dei manager, che furono oggetto di studio già negli anni '70, da parte di Onida, hanno lo scopo di prospettare agli *stakeholder* una performance aziendale diversa da quella reale. Gli incentivi che spingono ad effettuare pratiche di *earnings management* possono essere di mercato, contrattuali o legate ai costi politici: ne costituiscono esempio le IPO, gli MBO, la necessità di raggiungere le soglie attese prospettate dagli analisti o di rispettare clausole contrattuali o covenants su debiti finanziari.

L'*earnings management* può essere distinto in due grandi categorie: quelle di *real*

earnings management e quelle di *disclosure earnings management*.

Le politiche di *real earnings management* sono azioni che vengono poste in essere, o durante l'esercizio o in sede di scritture di assestamento, ed hanno lo scopo di fuorviare gli *stakeholder*, simulando il raggiungimento di obiettivi tramite la normale gestione dell'attività aziendale. Con tali pratiche non si agisce solo sulla rappresentazione della performance aziendale, ma la si 'modifica' incidendo sui flussi di cassa prodotti.

Diversamente, le politiche di *disclosure earnings management* dipendono dalla discrezionalità intrinseca nella redazione del bilancio e hanno effetti solo sulla rappresentazione delle performance. Esse si realizzano tramite manovre contabili sia contestualmente alla registrazione in partita doppia sia all'atto della redazione del bilancio di esercizio. Le politiche di *disclosure earnings management* sono dirette al raggiungimento di obiettivi manipolativi. Se, queste, avvengono negli spazi di discrezionalità concessi dalla normativa e dai principi contabili, si parla di "*earnings management within GAAP*", contrariamente si parla di "*earnings management against GAAP*".

Le politiche di *disclosure earnings management* possono, a loro volta, essere distinte in due categorie: di *classification shifting* e di *accrual earnings management*.

Le prime si attuano principalmente manipolando il conto economico e ineriscono allo spostamento di alcuni proventi e oneri dalla sezione delle componenti ordinarie di reddito a quella che contiene le poste non ordinarie e viceversa. Quest'operazione spesso viene messa in atto in concomitanza di operazioni straordinarie, ristrutturazioni aziendali o fusioni.

Le politiche di *accrual earnings management* si basano, invece, sulla presenza di margini di discrezionalità nella valutazione degli *accrual*. Tecnicamente, il management fissa un livello di 'reddito target' che s'intende raggiungere, se esso nella sua effettività risulta essere superiore, attraverso l'anticipazione di costi o il differimento di ricavi, lo si riduce, viceversa, se è inferiore lo si aumenterà tramite il differimento di costi e l'anticipazione di ricavi (agendo sui valori stimati e congetturati). Va da sé che tali politiche generano effetti sui redditi futuri di segno

opposto provocando il cosiddetto *accruals reverse*.

Esistono quattro forme di *accrual earnings management* che si differenziano tra loro in base agli scopi perseguiti. La prima di queste forme consiste nelle politiche di *income smoothing*, con le quali si tende a mantenere un tasso di crescita degli *earnings* costante nel tempo offrendo la percezione di una bassa rischiosità (crescite eccessive ed improvvise attirerebbero l'attenzione di alcuni *stakeholder*, come azionisti o dipendenti, che potrebbero richiedere remunerazioni e compensi più elevati). Si possono realizzare, poi, politiche di *income maximization*, attraverso le quali si cerca la massimizzazione del risultato economico corrente o viceversa politiche di *income minimization*. In questo caso si creano delle *'cookie jar reserve'*, ovvero delle riserve di utili da cui attingere in periodi in cui le performance risultano meno profittevoli. Possono essere messe in atto, infine, politiche di *big bath* che consistono nel ridurre il risultato economico che risulta già di per sé negativo, ovvero inferiore alle attese di mercato. Si tratta di una politica che può convenire quando, in un clima economico di perdite diffuse, ci si può attendere che la reazione del mercato non sia eccessiva e si pongono le basi per creare condizioni favorevoli al miglioramento delle performance future.

Definite quindi le modalità tecniche per la realizzazione delle pratiche sopradescritte, l'attenzione si è focalizzata sulle metodologie ricercate in letteratura per l'identificazione dell'esistenza e l'entità delle politiche di earnings management.

Tra i metodi statistici, quelli più utilizzati si concentrano su gli *accruals* aggregati, ovvero sia su quelli discrezionali che quelli non discrezionali. I principali modelli sono quelli di Healy, De Angelo, Mc Nicholson e Wilson, Jones e Basu. Vi sono, infine, modelli che si basano su *accruals* specifici, ovvero su gli *accruals* che meglio si prestano ad essere manipolati in ciascuna attività considerata, sebbene la loro costruzione risenta di elementi di soggettività.

A seguito, quindi, dell'analisi del fenomeno dell'earnings management, per dare applicazione concreta alla tematica in oggetto, si è scelto dapprima di analizzare il caso della Parmalat, clamoroso esempio che offre l'opportunità di intravedere il ricorso all'earnings management nelle sue varie forme; successivamente è stato

effettuato uno studio empirico per indagare la relazione tra la il tema in esame e il successo delle IPO nel mercato italiano.

Come accennato, il caso Parmalat ha fatto *scuola* in ambito di manipolazioni di bilancio. Le indagini, condotte a seguito dello scandalo, dimostrarono come la società adottasse una serie di pratiche di occultamento di dati finanziari e di distorsione di flussi di cassa, principalmente tramite fittizie operazioni di vendita, creazioni di conti correnti inesistenti e ricorrendo alla costituzione di società strumentali in paradisi fiscali. Obiettivo principale delle manipolazioni erano il valore dell'EBITDA e il livello d'indebitamento, le cui falsificazioni avevano lo scopo di evitare la necessità di rimborsare anticipatamente gli obbligazioni.

A partire dal 1999, il livello di earnings management iniziò a divenire significativo: strumento principale di tali manipolazioni erano le transazioni con la Bonlat Financing Corporation, società avente sede nelle isole Cayman e controllata, indirettamente, da Parmalat Finanziaria S.p.a. La nuova società fu responsabile, infatti, di numerose operazioni fittizie tra cui, ad esempio, la falsa vendita di 300 milioni di tonnellate di latte in polvere a Cuba per un corrispettivo di 359 milioni di dollari. Per rendere credibile l'operazione, ed evidenziare l'esistenza di cash flows, si creò un conto corrente bancario fittizio, presso la sede di New York della Bank of America, per un importo di 3,95 miliardi di euro. Tale conto corrente nella realtà, però, non esisteva e venne creato negli uffici di Collecchio a Parma scannerizzando il logo della banca e inventando il numero di conto. I documenti consegnati alla società di revisione erano, di fatto, dei falsi.

Altro caso in cui intervenne direttamente la Bonlat è stato il fittizio investimento realizzato nel fondo Epicurum, creato con il proposito di lasciare credere che esso fosse depositario di una somma erogabile, in caso di necessità, al Gruppo Parmalat. Si trattava di un investimento, evidenziato sul bilancio tra i titoli non immobilizzati per un valore di 4,96 miliardi, totalmente inesistente.

La sintetica trattazione dell'operazione sul caso Parmalat, ha rivelato come l'earnings management si sia stato protagonista del suo crac.

Segue, come preannunciato, un'analisi empirica ove si è esplorata la relazione esistente tra il maggior costo indiretto legato all'IPO, l'underpricing, e l'earnings management. Nonostante entrambe le tematiche siano centrali nei dibattiti in letteratura, il *focus* è stato solo raramente incentrato sull'effetto che le politiche di bilancio hanno sul successo di una quotazione. L'idea nasce dalla considerazione che le IPOs sono eventi cruciali e di transizione nella vita delle società emittenti, considerato che le loro azioni sono per la prima volta quotate su mercati regolamentati. Ciò può costituire valido incentivo per i manager a realizzare politiche di bilancio che mirino a presentare la società ai futuri investitori il più attraente possibile.

Innanzitutto, occorre precisare il significato di IPO underpricing. Esso si configura in un aumento, spesso anche di entità rilevante, del prezzo delle azioni offerte per la prima volta al mercato durante il primo giorno di negoziazioni ufficiali.

Tale costo inficia negativamente sul successo di un'offerta pubblica e sulla capitalizzazione di una società poiché maggiore è il prezzo al quale il titolo scambiato, maggiore è la liquidità che la società ha perso, considerando che le azioni in emissione avrebbero attratto investitori anche ad un prezzo di offerta maggiore. L'underpricing si sostanzia, quindi, in un diretto trasferimento di ricchezza tra i vecchi azionisti verso i nuovi investitori, costituendo il cosiddetto "money left on the table", calcolato come numero di azioni vendute per la differenza tra il prezzo di offerta e il first day closing price. Non essendo un fenomeno circoscritto bensì comune a tutti i mercati, seppur con magnitudine diversa, l'IPO underpricing può, quindi, esser considerato il maggior costo indiretto sopportato dalla società emittente e sarà considerato, ai fini della presente analisi, come la variabile rappresentante il maggior, minor successo della quotazione.

Il legame tra l'earnings management e l'IPO underpricing va ricercato nella filone della letteratura che sostiene come l'attuazione di politiche di earnings management renda gli utili più opachi e comporti, quindi, l'innalzamento della difficoltà nell'apprezzare il valore di una società (Berry e Ritter, 1986). Fondandosi sulla teoria dell'asimmetria informativi, alcuni ricercatori (Ljungqvist, 2007; Rock, 1986) con i loro studi, hanno dimostrato, infatti, la presenza di una relazione positiva tra l'underpricing ed

il grado di incertezza relativamente alla valorizzazione di una società. Deriva, quindi, che le manipolazioni dell'utile causano una maggior incertezza nella valutazione di una società emittente azioni, per la prima volta, su un mercato regolamentato; tale aleatorietà, a sua volta si riflette sul prezzo di offerta che risulterà, con buone probabilità, più basso del valore reale, dando origine al cosiddetto underpricing. L'earnings management può, quindi, costituire un importante fattore che spiega le ragioni sottostanti i diversi gradi di underpricing delle azioni delle società durante le IPOs.

Sulla base di queste considerazioni, l'ipotesi, oggetto di analisi statistica, è che la maggior incertezza legata alla determinazione del valore delle Società che manipolano i loro utili, si ripercuota sul costo dell'IPO, aumentando il differenziale tra il prezzo di trading del giorno successivo la quotazione e il prezzo di offerta.

Per testare l'ipotesi identificata, si è proceduto a costruire un modello in cui si analizzassero le relazioni tra la variabile dipendente, l'IPO underpricing ed una serie di variabili indipendenti di cui una esplicativa, l'earnings management, e le altre di controllo, per aumentare la significatività del modello. In formule:

$$IPO_UP_i = \beta_1 firm_age_i + \beta_2 firm_size_i + \beta_3 IPO_size_i + \beta_4 IPO_ROS_i + \beta_5 EarningsManagement + \varepsilon_i$$

Dove IPO UP_i rappresenta l'IPO underpricing, inteso come la differenza percentuale tra il prezzo di offerta e il closing price del primo giorno lavorativo successivo l'IPO, così come riportato su Yahoo Finance.

La variabile esplicativa adottata, *EarningsManagement*, è una proxy della manipolazione degli utili basata sul ruolo degli accrual. Questi possono essere definiti come la differenza tra l'utile di bilancio e i cash flow e costituiscono l'aggregato che i manager riescono a manovrare con più semplicità data la loro natura valutativa. Infatti, mentre alterare i cash flow implica una movimentazione di liquidità, aumentare o ridurre gli accrual dipende unicamente da scelte di bilancio. I total accruals rappresentano, quindi, il risultato delle decisioni contabili della direzione aziendale e possono essere distinti in non discrezionali, quelli relativi alla normale attività di

business di ciascuna società e discrezionali, i quali, invece, derivano unicamente dalla volontà di manipolare gli utili riportati nei bilanci. E' necessario, quindi, separare tali aggregati; l'approccio scelto è il modified-Jones model che suggerisce di calcolare, in primo luogo, gli accrual non discrezionali per ciascuna società applicando la formula di seguito riportata:

$$\frac{TA_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta Sales_{i,t} - \Delta Rec_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

I coefficienti stimati con l'equazione 1 sono usati per risolverla numericamente così da ottenere i *non discretionary accrual* di ciascuna società; i discretionary accrual, che coincideranno, quindi, con gli “*abnormal accrual*” sono, quindi, calcolati sottraendo dai total accrual, la parte reputata non discrezionale.

Le altre variabili, definite di controllo, hanno lo scopo di evitare che potenziali effetti spuri, guidati da particolari caratteristiche della società, possano influenzare la variabile dipendente.

Il modello sopracitato è stato, quindi, applicato su un campione di 105 IPOs realizzate sulla Borsa di Milano dal 1 gennaio 2000 al 31 dicembre 2013; la sua significatività è stata verificata attraverso regressioni OLS realizzate sul software Stata.

I risultati confermano che l'earnings management, calcolato attraverso la proxy degli abnormal accruals, può essere considerato come variabile che spiega, almeno in parte, le differenze di IPO underpricing subite dalle diverse società all'interno del mercato italiano. Il coefficiente della variabile esplicativa è, infatti, significativo al livello del 1% confermando che, a causa delle asimmetrie informative, le società che sfruttano significativamente politiche di bilancio pre IPOs tenderanno a subire un maggior IPO underpricing. Ciò è corente con le difficoltà valutative delle società emittenti azioni sul mercato per la prima volta, che si accentuano nel caso queste pongano in essere significative politiche di alterazione degli utili di bilancio. Gli underwriter, quindi, tenderanno ad attribuire un minore prezzo di offerta alle società con una minor qualità dell'utile.