



Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Contabilità e Bilancio

LE MANIPOLAZIONI DI BILANCIO E IL CASO BARINGS BANK

RELATORE

Prof. Alberto Incollingo

CANDIDATO

Nadia Pettinari

Matr. 195611

ANNO ACCADEMICO 2017-2018

Sommario

Introduzione	2
1. Il caso Barings Bank	4
1.1 Eventi che portarono al collasso	4
1.2 Analisi degli elementi chiave	7
2. Il bilancio d'esercizio	13
2.1 Funzioni e struttura del bilancio d'esercizio	13
2.2 Le politiche di bilancio	17
2.3 Lo IASB e il <i>Conceptual Framework</i>	19
2.4 Il quadro normativo nazionale e il nuovo OIC 11	23
3. Manipolazioni e come individuarle	29
3.1 Incentivi alla manipolazione dei bilanci	29
3.2 Evidenze empiriche	34
3.3 Tecniche di manipolazione	37
3.4 Tecniche di individuazione	39
3.5 Conseguenze per gli investitori	45
3.4 Costi sociali, conseguenze legali e misure disincentivanti	47
Conclusioni	55
Bibliografia	57

Introduzione

Il bilancio d'esercizio rappresenta una fondamentale fonte di informazione su cui fanno affidamento tutti i soggetti esterni all'azienda e detentori di interessi nei confronti di essa. Tali soggetti, chiamati *stakeholder*, prendono le loro decisioni sulla base dell'immagine e della reputazione dell'impresa che si sono costruiti a partire dalle informazioni contabili che questa mette a disposizione del pubblico.

Tuttavia, negli ultimi decenni, la fiducia degli *stakeholder* nella qualità e nell'integrità dei bilanci è stata seriamente minacciata. La sempre crescente processione di titoli giornalistici riguardanti utili fraudolenti, valori gonfiati delle attività e sottovalutati delle passività di aziende leader del passato – a partire da Barings Bank di cui si discuterà in questo lavoro - suggerisce carenze sistematiche all'interno dei principi contabili, dei sistemi di *governance* e delle norme che li sorvegliano. Infatti, anche le più rispettabili e autorevoli società di revisione vengono fin troppo spesso coinvolte in scandali di tale genere.

In particolare, gli utili riportati all'interno dei bilanci rappresentano il punto di riferimento fondamentale per le scelte degli investitori e condizionano dunque i valori dei titoli. Questi, a loro volta, guidano l'andamento delle remunerazioni dei manager e del loro benessere. I valori degli utili sono anche utilizzati con riguardo a questioni più interne all'azienda, per valutare le performance e per determinare le condizioni dei contratti di debito. Un tale sistema di allocazione delle risorse e la funzione di *monitoring* ricoperta dai valori di bilancio creano naturalmente forti incentivi alla manipolazione degli utili.

Per capire l'importanza del fenomeno basta considerare la preoccupazione espressa dall'allora presidente della *Securities and Exchange Commission*, Arthur Levitt, nel 1998 riguardo le manipolazioni di bilancio e la gestione degli utili e i loro effetti sull'allocazione delle risorse all'interno del sistema finanziario ed economico. Levitt pose l'accento sull'abuso dei manager di strategie come i "*big bath*"¹, il riconoscimento

¹ Una manovra di bilancio "*big bath*" è volta a manipolare i ricavi in modo tale da far sembrare risultati poco positivi ancora peggiori, per far risaltare maggiormente i risultati futuri (Investopedia, 2017).

premature dei ricavi, le riserve “*cookie jar*”², la cancellazione di spese R&D in corso, che stanno minacciando la credibilità del *reporting* finanziario (Healy, Wahlen, 1999).

Compito non facile sia per gli analisti che per gli accademici, è quello di capire fino a che punto la manipolazione, o meglio la gestione, dei valori di bilancio rappresenti una manovra consentita all’interno del limite tracciato dai principi contabili, e quando invece sfoci in una vera e propria frode e costituisca “falso in bilancio”.

Partendo dalla descrizione del caso Barings Bank, questo lavoro analizzerà in primo luogo le principali caratteristiche e le strutture tipiche del bilancio d’esercizio, per tracciare poi un quadro delle norme e dei principi, sia internazionali che nazionali, che ne disciplinano la redazione. Successivamente, si offrirà una panoramica degli incentivi e delle motivazioni che spingono le aziende a manipolare i loro bilanci. Si tenterà poi di dimostrare la pervasività del fenomeno attraverso la presentazione di evidenze empiriche, passando in rassegna le tecniche che analisti e ricercatori hanno individuato per stimare la presenza di manipolazioni all’interno dei documenti contabili. In seguito, verranno approfonditi i costi sociali delle pratiche esaminate, gli effetti che esse hanno su diversi tipi di soggetti e le conseguenze legali alle quali vanno incontro i colpevoli di manipolazione o falsificazione, cercando di tenere presente quanto accaduto all’interno del caso Barings.

² La contabilità “*cookie jar*” si verifica quando un’azienda accumula eccessive riserve in periodi profittevoli e le abbatte in periodi di bassi profitti. Lo scopo è dare l’impressione che l’organizzazione stia generando risultati migliori di quelli effettivi, diminuendone la volatilità (Bragg, 2018).

1. Il caso Barings Bank

1.1 Eventi che portarono al collasso

Fondata nel 1762, Baring Brothers & Co.(BB&Co), Ltd era la più antica banca d'affari in Gran Bretagna prima del suo fallimento nel 1995, causato dalle attività non autorizzate di un solo dipendente, Nicholas William Leeson, trader di derivati. Al momento del crollo della banca il 26 febbraio 1995, Leeson aveva accumulato perdite per un importo di circa £830 milioni, per le quali è stato condannato a reclusione con accuse di frode e falsificazione.

Leeson era stato trasferito da Baring Securities (Londra) (BSL) a Baring Futures (Singapore) (BFS), sussidiaria oltreoceano del grande Gruppo Barings, nel marzo 1992. Il suo compito era inizialmente quello di gestore delle operazioni in derivati di Baring Securities (Singapore) (BSS). Dopo aver superato l'*Institute of Banking and Finance Futures Trading Test*, poté iniziare egli stesso a negoziare sul territorio della Borsa Monetaria Internazionale di Singapore (SIMEX, successivamente diventato SGX, *Singapore Exchange*). Nel luglio 1992 venne aperto un conto di errore, "88888", in BFS registrato come un conto cliente, usato in realtà da Leeson per nascondere le sue negoziazioni non autorizzate. Nel giugno 1993 Leeson venne nominato vicedirettore e direttore generale di BFS. Assumeva così il controllo non solo del *front office*, dove tipicamente nelle istituzioni finanziarie viene avviato il business, ma anche del *back office*, responsabile dei processi di trading, di liquidazione e di altre attività amministrative e burocratiche. Ciò gli permetteva di nascondere le sue perdite e il trading non autorizzato utilizzando il conto "88888". Leeson negoziava principalmente titoli di stato giapponesi e futures e opzioni sul Nikkei 225³. Tra luglio e agosto 1994, un team di audit interno di BSL visitò Singapore. Il rapporto della visita, finalizzato in ottobre, identificò un rischio nella mancanza di separazione di ruoli tra il *front office* e il *back office* di BFS. Tuttavia, la banca non agì in merito e la posizione di Leeson non fu modificata. Nel gennaio 1995, la società di consulenza Coopers & Lybrand (C&L) notò la presenza di ¥7.778 miliardi (circa £50 milioni) nel bilancio di BFS al 31 dicembre 1994

³ Il Nikkei 225 è l'indice più rappresentativo del TSE (*Tokyo Stock Exchange*): è un indice *price-weighted*, nel quale il peso di ogni titolo è proporzionale al suo prezzo. Le 225 azioni che compongono il paniere sono quelle più scambiate nella prima sezione del TSE (Borsa Italiana, 2007).

apparentemente rappresentativi di un credito di BFS verso Spear, Leeds & Kellogg (SLK), una società di investimento di New York. Nello stesso periodo, il management di Londra divenne consapevole di alcune preoccupazioni espresse dal mercato e di voci riguardanti la possibilità che un cliente di Barings non potesse far fronte ad una *margin call*⁴. Tuttavia, ciò non sembrò procurare allarme a Londra, dove si riponeva fiducia nel fatto che le posizioni di Barings fossero compensate da uguali e contrarie posizioni nel SIMEX. La sorveglianza finanziaria del SIMEX notò anomalie nelle posizioni di BFS e con una lettera datata 11 gennaio 1995 chiese spiegazioni. Questa lettera sembra non essere stata mai riportata a Londra. Poco dopo, il *Barings Asset and Liability Committee* (ALCO) di Londra, ordinò a Leeson di non incrementare e, dove possibile, di diminuire, la dimensione delle sue posizioni, ma queste istruzioni non furono rispettate. A fine gennaio, l'ALCO discusse una lettera datata 27 gennaio 1995 che era stata inviata dal SIMEX a BFS, una copia della quale era stata appunto mandata a Londra. La lettera presentava un riassunto delle posizioni di BFS al 30 dicembre 1994, e ricordava la responsabilità di BFS di assicurarsi di avere fondi a sufficienza per far fronte alle sue obbligazioni finanziarie. Nonostante le enormi perdite accumulate nel conto "88888", Leeson continuò a puntare pesantemente sull'indice Nikkei sperando che non scendesse eccessivamente. Tuttavia, dopo il terremoto che colpì Kobe, in Giappone, il 17 gennaio, il Nikkei iniziò a precipitare. Leeson continuò ad aumentare la posta in gioco, sperando che il mercato tornasse sui suoi passi, ma la fortuna non fu dalla sua parte. Il mercato infatti continuò a scivolare ulteriormente verso il basso. Sapendo di non poter più recuperare le perdite accumulate, Leeson fuggì a Kuala Lumpur, in Malesia, con sua moglie il 23 febbraio. Intanto, all'inizio dello stesso mese, il *Group Treasurer* e il *Futures and Options Settlements Senior Clerk* di Barings, erano stati inviati a Singapore, con lo scopo di risolvere una serie di questioni, comprese quelle del presunto pagamento da SLK e della lettera dal SIMEX del 27 gennaio. Iniziando a scoprire discrepanze nei resoconti di Leeson, i due cercarono ripetutamente di contattarlo per ottenere spiegazioni, ma senza risultato. Anche Londra fu informata della situazione e si iniziarono a controllare i conti per transazioni non autorizzate. Una serie di documenti fraudolenti fu scoperta

⁴ Con *margin call* (richiesta di integrazione del margine) si intende il deposito di liquidità supplementare, finalizzato a ripristinare il livello iniziale del margine, richiesto quando un operatore registra perdite sulla posizione in futures e il livello della liquidità depositata presso il conto di margine scende al di sotto del margine di mantenimento (Saunders, 2015).

nell'ufficio di Leeson e ci si rese conto della gravità della situazione. Il 24 febbraio i direttori del Gruppo si riunirono a Londra e decisero che per quella giornata potevano continuare ad essere effettuate transazioni. Intanto però, il presidente di Barings, Peter Baring, incontrava il vicegovernatore della Bank of England, informandolo del fatto che Barings era stata vittima di una enorme frode. La Bank of England fece diversi energici tentativi di salvare la banca, che tuttavia si rivelarono vani. Il 26 febbraio, tre soci di Ernst & Young furono nominati amministratori giudiziari di Barings a Londra, e, il 27 febbraio, membri di Price Waterhouse furono nominati dalla *Singapore High Court* manager giudiziari di BFS, quando quest'ultima non riuscì a pagare la *margin call*. Una settimana più tardi, la maggior parte delle attività e delle passività del Gruppo Barings furono acquistate da Internationale Nederlanden Groep N.V. (ING), il grande gruppo bancario e assicurativo olandese, e vennero in questo modo protetti gli interessi dei depositanti e dei creditori. Altri, al contrario, inclusi gli azionisti e gli obbligazionisti, ovvero i fornitori del capitale, dovettero sopportare pesanti perdite.

Il collasso di Barings fu causato da attività non autorizzate, che si rivelarono avere effetti catastrofici, di un singolo individuo, il quale poté agire inosservato in conseguenza di fallimenti nel management e in altri sistemi di controlli interni. Diverse falle si erano dunque verificate su vari livelli e in molteplici modalità, descritte e analizzate dal *Report of the Board of Banking Supervision inquiry into the circumstances of the collapse of Barings* (1995). Il documento sottolinea come né i controllori esterni né i regolatori riuscirono a scoprire le attività non autorizzate di Leeson con anticipo sufficiente ad evitare il disastro.

Sono stati identificati dal *Report* una serie di “segnali di pericolo” che erano disponibili al management di Barings e che avrebbero dovuto metterlo in guardia sulla natura delle attività intraprese da BFS. Gli indicatori rilevati dall'inchiesta sono:

- a) l'identificazione della mancanza di divisione dei compiti tra il *front office* e il *back office* di BFS, così come riportata nella relazione di *internal audit* del 1994;
- b) l'elevato livello di fondi richiesti per finanziare le attività di BFS;
- c) i valori non riconciliati in bilancio dei fondi (il conto di “*top up*”, letteralmente “ricarica”) trasferiti da Barings di Londra a BFS per il finanziamento del conto di margine;

- d) l'apparente elevata profittabilità delle attività di BFS relativamente al basso livello di rischio autorizzato;
- e) la scoperta della presunta transazione relativa ad un apparente credito di ¥7.778 miliardi (circa £50 milioni) da un cliente (SLK) di BFS risultante dal bilancio al 31 dicembre 1994;
- f) le due lettere inviate dal SIMEX a BFS: la prima del 11 gennaio 1995, non comunicata a Londra, che si riferiva specificatamente al conto "88888" e alle sue elevate richieste di finanziamento, e la seconda del 27 gennaio dello stesso anno, comunicata a Londra, nella quale il SIMEX richiedeva un'assicurazione da parte di BFS di essere in grado di far fronte ad una eventuale *margin call* nel caso di movimenti sfavorevoli del mercato;
- g) richieste di chiarimenti sollevate da supervisori e regolatori riguardo alle ampie esposizioni;
- h) l'elevato livello di posizioni di arbitraggio *inter-exchange* (o "switching") senza considerazione dei limiti lordi;
- i) preoccupazione del mercato di gennaio e febbraio 1995.

1.2 Analisi degli elementi chiave

Al fine di analizzare i diversi elementi che portarono al verificarsi del collasso della banca, il *Report* individua la necessità di rispondere a delle domande chiave: come sono state realizzate le massicce perdite? E perché la posizione reale non fu notata prima?

1.2.1 Come sono state realizzate le perdite: operazioni non autorizzate e occultate

Leeson non era autorizzato né a mantenere posizioni aperte durante la notte né a negoziare opzioni (eccetto come *broker*, per conto dei clienti) e doveva rispettare precisi limiti per quanto riguarda le operazioni intra giornaliera. Il *Report* afferma che Leeson agiva persistentemente nella violazione di tali autorizzazioni. Il conto "88888" era il mezzo grazie al quale poteva effettuare le negoziazioni non autorizzate in opzioni e futures. Al 31 dicembre 1994 Leeson aveva accumulato perdite su questo conto per circa £208 milioni, nonostante riuscisse a rappresentare la presenza di profitti. Barings credeva che questi profitti scaturissero principalmente da operazioni di arbitraggio tra il SIMEX e il mercato giapponese, prive di rischio. Al 27 febbraio 1995, le perdite accumulate nel conto "88888" erano salite a circa £830 milioni. Il finanziamento di queste operazioni veniva

concesso da BSL senza troppe domande a causa di falsificazioni e raggiri da parte di Leeson.

Il trading non autorizzato veniva occultato da Leeson attraverso una serie di strumenti, tra i quali:

- a) l'occultamento del conto "88888" dai libri e dai registri di Barings a Londra: il conto era infatti menzionato soltanto nei *margin file*⁵, che non attiravano l'attenzione del management;
- b) il travisamento della profittabilità delle operazioni di BFS attraverso la manipolazione dei prezzi di negoziazione: le transazioni che venivano inserite all'interno dei libri e dei registri contabili non rappresentavano operazioni autentiche, a causa della tecnica usata da Leeson del *cross-trade*⁶;
- c) la falsificazione di documenti richiesti dal SIMEX, come il "*Position Change Sheet*", sulla base del quale vengono computati i totali dei margini pagabili;
- d) la manipolazione dei bilanci e dei registri contabili di BFS attraverso l'inserimento di scritture non corrispondenti al vero, di transazioni false e della scrittura di opzioni. Leeson riuscì ad ingannare i revisori esterni e il management di Barings, sia compiendo manipolazioni contabili, sia alterando documenti reali o creandone di fittizi, producendo così false approvazioni di bilancio. Una delle tecniche più usate da Leeson comprendeva il mascheramento del reale saldo del conto "88888" attraverso aggiustamenti della gazzetta di fine mese, accreditando il conto fittizio per portarlo a zero e addebitando il conto presso il SIMEX. Subito dopo la fine del mese, veniva registrata un'entrata pari al valore dell'ultimo giorno del mese precedente. Questa manipolazione aveva l'effetto di sopravvalutare le entrate di liquidità e di sottovalutare le perdite in ogni fine mese. Tuttavia spesso queste scritture di fine mese non annullavano comunque il saldo del conto. Perciò, altri metodi venivano alternativamente usati da Leeson, compresa la scrittura di opzioni. I premi delle opzioni sarebbero stati ricevuti e accreditati nel conto "88888". L'ammontare del premio all'inizio della transazione rappresenta concettualmente una perdita irrealizzata sulla posizione dopo aver accreditato il

⁵ Documento contenente i margini iniziali e di mantenimento per conto e per valuta.

⁶ Il *cross-trade* è una transazione in cui il dealer compra e vende gli stessi strumenti o per conto di due suoi clienti o per trasferirli tra i conti dei clienti a quelli dell'intermediario stesso.

premio come profitto realizzato. Infatti, se la posizione venisse chiusa, proprio quell'ammontare sarebbe il premio da pagare. Tuttavia, poiché nessuna liquidazione o variazione del margine è pagata o ricevuta sulla posizione nell'opzione, non vi può essere un corrispondente debito. Così, al variare della scrittura di opzione, varia proporzionalmente anche il margine depositato inizialmente. Scrivendo opzioni a sufficienza per far sì che il totale delle perdite realizzate e delle perdite o profitti futuri irrealizzati sul conto venisse compensato dal premio ricevuto, il saldo del conto "88888" risultava pari a zero.

1.2.2 Controlli e supervisione di Leeson

Nel 1992, l'allora direttore operativo di BSL, aveva iniziato ad introdurre controlli addizionali all'interno dell'ambiente relativamente incontrollato prevalente in BSL. Questo processo continuò, anche quando BSL e BB&Co furono combinate in quella che diventò poi Baring Investment Bank (BIB). Tuttavia, l'obiettivo di imporre un livello soddisfacente di controlli all'interno di BIB non fu mai raggiunto. Se fossero stati correttamente individuati e affrontati i diversi "segnali di allarme" presenti, Barings sarebbe probabilmente riuscita a scoprire le attività non autorizzate di Leeson e le relative perdite. Questo non accadde, principalmente perché singoli soggetti in vari dipartimenti fallirono nel far fronte ai problemi identificati, e perché non vi era un sistema di comunicazione adeguato sia tra vari dipartimenti che tra singoli individui.

A Singapore, Leeson non era supervisionato adeguatamente e le sue operazioni non venivano mai effettivamente monitorate. Questa mancanza si rifletté nell'incapacità di gestire efficacemente le lettere dal SIMEX dell'11 e del 27 gennaio, che erano in realtà estremamente importanti. La lettera dell'11 gennaio si riferiva esplicitamente al conto "88888" e chiedeva una maggiore accuratezza delle informazioni fornite da BFS relativamente ai margini richiesti, in quanto era sospettata una violazione delle regole del SIMEX. Una copia di questa lettera non fu inviata a Londra e la responsabilità di formulare una bozza per la risposta fu sostanzialmente lasciata a Leeson stesso. La comunicazione del 27 gennaio, invece, chiedeva un'assicurazione sulla capacità di BFS di far fronte ad una eventuale *margin call*. Una copia di questa lettera fu effettivamente mandata a Barings a Londra, ma avrebbe dovuto suscitare una ricerca maggiore di chiarezza rispetto a quella che si realizzò. Ciò fu peggiorato dal fatto che le linee

gerarchiche che riguardavano Leeson non erano state chiaramente comprese da tutti. Un ulteriore fallimento per quanto riguarda la supervisione fu nella mancanza di controllo da parte di Barings dell'elevato livello di posizioni di “switching” di BFS attraverso l'uso ad esempio dell'imposizione di limiti lordi.

1.2.3 Confusione manageriale e mancanza di separazione dei ruoli di Leeson

La necessità di separare i ruoli di Leeson come responsabile sia del *front office* che del *back office* in BFS era fondamentale. Il report di *internal audit* del 1994 aveva effettivamente disposto precise raccomandazioni a riguardo, che però evidentemente non furono mai implementate: la maggior parte di coloro che avevano ricevuto il report lo avevano considerato responsabilità altrui.

1.2.4 Finanziamento di BFS ed elevata profittabilità

Significativi ammontare di denaro venivano regolarmente inviati a Singapore da BSL attraverso un conto cliente come sorta di “ricariche” (“*top up*” payments), senza tuttavia una chiara comprensione del per conto di chi queste somme venissero usate e senza nessuna reale obiezione. Il livello di finanziamento divenne sempre maggiore, fino a superare i £300 milioni al momento del collasso.

Non vi erano cognizioni a sufficienza per riuscire a capire come BFS potesse generare profitti (riportati) così ampi tramite attività che avrebbero dovuto essere essenzialmente *risk free*, in quanto operazioni di arbitraggio.

1.2.5 Il credito verso SLK

Il *Report* spiega come l'episodio della comunicazione da parte di C&L Singapore a Londra all'inizio del febbraio 1995 del presunto credito verso SLK per un ammontare di circa £50 milioni, avrebbe dovuto richiedere una reazione più immediata e severa da parte del management di BSL. Il problema si trovò però nel fatto che a Londra non vi fu una chiara comprensione di quello che era realmente accaduto: l'evento fu considerato soltanto come piuttosto inusuale al tempo. Vi erano diverse versioni dell'evento: alcuni credevano si trattasse di una transazione su opzioni OTC (*over the counter*), la quale sarebbe stata comunque un'operazione non autorizzata per BFS; altri che fosse un errore operativo per cui un pagamento era stato erroneamente effettuato ad una parte terza e la

somma doveva essere ripagata. In ogni caso il problema era molto serio e non ricevette l'attenzione che avrebbe meritato.

1.2.6 Preoccupazioni del mercato del '95

All'inizio del febbraio 1995 iniziarono a presentarsi una serie di segnali che avrebbero dovuto allertare il management riguardo l'esistenza di potenziali problemi all'interno di BFS. Giravano voci nei mercati riguardo l'esistenza di un'ampia posizione di Barings sull'OSE (*Osaka Securities Exchange*) e di possibili problemi con un cliente. Tali voci divennero note al management a Londra e si sollevarono una serie di richieste di chiarimenti da parte di diverse fonti autorevoli e dalla Bank of England. Se da una parte il management di BIB potrebbe essere giustificato per non aver agito immediatamente in conseguenza di tali preoccupazioni, in quanto le posizioni di BFS avrebbero dovuto essere perfettamente sicure, dall'altra il *Report* sottolinea come sarebbe stato appropriato indagare più approfonditamente riguardo la natura di queste preoccupazioni del mercato.

1.2.7 Il reporting alle autorità di regolazione

A causa anche della scarsità di controllo sulle attività di trading di BFS, dell'imperfetta riconciliazione tra i registri dei clienti e i finanziamenti concessi, della mancanza di verifica delle informazioni (false) fornite da BFS, risultavano carenze e inesattezze nelle comunicazioni alle autorità: i "*top up*" payments non erano inclusi infatti né nei report per la Bank of England, né nel *Segregated Accounts Reporting Statement* da sottoporre alla *Securities and Futures Authority* (SFA). Questo perché erano considerati come rappresentativi di anticipi a un gran numero di clienti e, allo stesso tempo, erano rappresentati nei bilanci presentati alla SFA come somme dovute da società affiliate.

Barings Londra riceveva informazioni false da BFS e non era in grado di distinguere adeguatamente il trading per conto dei clienti e quello per conto di BFS stessa. Dunque, non era consapevole del fatto che non stesse rispettando i limiti al finanziamento e che non stesse sottoponendo alla Bank of England informazioni accurate. La Bank of England, tuttavia, sapeva che le operazioni in oriente di Barings stavano registrando profitti significativi e che vi erano stati problemi con riguardo sia alle grandi esposizioni sia al crescente ammontare richiesto per il finanziamento di queste operazioni; era inoltre possibile riconoscere la presenza di rischi reputazionali per BB&Co derivanti da un eventuale default di una delle operazioni. Tuttavia, la Bank of England si affidò da una

parte ai regolatori locali delle operazioni oltreoceano, dall'altra alle spiegazioni date dal management di Barings e alle altre informazioni fornite dal gruppo.

Il *Report* conclude riassumendo le lacune presenti nel sistema Barings che impedirono una tempestiva risposta ai problemi. Esse sembrano essere state:

- le perdite provocate da attività di trading di BFS non autorizzate ed occultate;
- la posizione reale non notata anticipatamente a causa di una serie di lacune nel sistema di controllo e di una diffusa confusione manageriale all'interno di Barings;
- la posizione reale non identificata precedentemente al collasso neppure da controllori esterni, da supervisori o da regolatori di Barings.

Se la prospettiva di un aumento di bonus fu, in tutto o in parte, la motivazione di Leeson per le sue attività non autorizzate risultanti in così consistenti perdite, non è possibile determinarlo. Tuttavia, è noto che questo collasso fu provocato dalle attività di trading non autorizzate all'interno di BFS, le quali causarono perdite per circa £830 milioni e portarono al fallimento della società madre nel 1995. Il fallimento di Barings rappresenta un'illustrazione di come un gruppo valido e redditizio può, in contesti dove i controlli sono inefficaci, essere smantellato da attività non autorizzate all'interno delle operazioni di una sola sussidiaria e da manipolazioni, raggiri e occultamenti. Il *Report* conclude sottolineando come un sistema di controlli e verifiche (*checks and balances*) necessario per la corretta amministrazione di una istituzione finanziaria, fallì nel caso di Barings con riguardo a BFS in un diverso numero di livelli e in più di una località.

Si tratterà ora un quadro delle caratteristiche e degli aspetti tecnici dei documenti di bilancio, delle politiche contabili e delle loro diverse concezioni, e dei principi che governano le attività di reporting finanziario. Nel corso del lavoro si farà riferimento alle manipolazioni effettuate dai manager; è noto, tuttavia, che, come nel caso Barings Bank e in molti altri, tali azioni possono essere attuate anche da singoli individui.

2. Il bilancio d'esercizio

Analogamente al caso Barings Bank, nel quale il collasso è stato causato dall'occultamento di attività non autorizzate da parte di un singolo individuo, vi sono numerosi noti episodi di aziende che usano ripetutamente tecniche di "finanza creativa" al fine di massimizzare il valore per gli azionisti e quindi il guadagno personale dei manager. Queste manipolazioni si trovano spesso in una zona grigia tra legalità ed illegalità, in quanto possono sfociare in trucchi contabili che portano alla rappresentazione del falso in bilancio. Nel capitolo in questione si presentano gli schemi di bilancio previsti dalla legge e i principi da osservare nella stesura al fine di offrire una rappresentazione il più fedele possibile della situazione aziendale in un certo momento nel tempo.

2.1 Funzioni e struttura del bilancio d'esercizio

Il bilancio costituisce un modello, ossia una rappresentazione semplificata, della dinamica gestionale e dei relativi valori economico finanziari, verificatisi nell'esercizio trascorso, pur racchiudendo al suo interno elementi determinati sulla base di prospettive future.

La migliore dottrina⁷ sostiene che il bilancio d'esercizio può essere inteso con due accezioni leggermente diverse. Il primo significato, più tradizionale, interpreta il bilancio come la sintesi di periodo del sistema di contabilità generale, fondata sull'utilizzo del conto come strumento elementare di rilevazione della evoluzione delle singole grandezze relative alla vita finanziaria ed economica dell'azienda. Il bilancio rappresenta così una sintesi della contabilità generale finalizzata alla rappresentazione delle risultanze di periodi discreti, cioè dei singoli esercizi amministrativi.

La seconda accezione, più ampia, intende il bilancio d'esercizio come il sistema di dati elaborati ogni esercizio amministrativo, raccolti in un unico *package* informativo, volto nel suo complesso a illustrare lo svolgimento della vita aziendale. In questo senso possono essere sintetizzate nel bilancio grandezze differenti, ottenute attraverso logiche di determinazione diverse, ma il cui comune scopo sia quello di fornire informazioni riguardo gli esiti della gestione trascorsa. Nel passaggio a questo secondo significato di "pacchetto informativo", il bilancio diviene non solo la sintesi del sistema contabile, ma

⁷ Quagli (2015)

anche la rappresentazione di altri dati, ottenuti con logiche di calcolo diverse e talvolta alternative, i quali riguardano un numero più ampio di aspetti della gestione.

Il passaggio da una accezione all'altra non è stato repentino, ma si è verificato in modo graduale attraverso l'evoluzione delle diverse "funzioni" attribuite nel tempo al bilancio stesso.

Il bilancio di esercizio ha da sempre ricoperto la funzione di evidenziare il reddito, inteso come variazione della ricchezza conferita dai proprietari, causata dallo svolgimento della gestione aziendale (Zappa, 1950). Nel caso in cui il bilancio mostrasse un risultato economico positivo i proprietari potrebbero prelevare una quota di utili a titolo di remunerazione dei capitali forniti in precedenza. Senza la redazione del bilancio, il prelievo di capitali da parte dei proprietari potrebbe rappresentare una privazione dei mezzi aziendali necessari per lo svolgimento dell'attività dell'impresa, ledendo in tal modo il principio dell'integrità del capitale.

A tale funzione universale del bilancio se ne associano altre. Seguendo l'ordine temporale con il quale sono state sviluppate (Poli, 1971), la prima funzione assunta dal bilancio è quella di "rendiconto", inteso come strumento informativo per permettere ai proprietari di valutare l'operato degli amministratori tramite la determinazione della variazione della ricchezza conferita dai primi a seguito delle operazioni di gestione aziendale (il reddito di esercizio). In base al raggiungimento o meno degli obiettivi reddituali, i proprietari potevano decidere il rinnovo del mandato di amministrazione o la sua cessazione. Tale funzione del bilancio di esercizio riveste ancora oggi un'importanza fondamentale, nota con il nome di *stewardship function*.

Inoltre, come sottolineato da Quagli (2015), il bilancio possiede un contenuto conoscitivo importante anche per gli amministratori stessi e per tutti i soggetti che partecipano alle decisioni aziendali. Dalla interpretazione del bilancio è possibile ricavare giudizi sulla situazione economica e finanziaria in grado di indirizzare le scelte future. Il modello di bilancio è infatti spesso usato non solo per interpretare le dinamiche passate ma anche per prospettare evoluzioni future. Emerge così la funzione del bilancio come "strumento di controllo a consuntivo ed a preventivo della gestione aziendale" a vantaggio dei decisori interni (Ceccherelli, 1961; Marchi, 1995). Questa finalità, derivante dal bisogno di disporre di indicatori di sintesi riguardanti importanti aspetti dell'impresa (reddito,

posizione finanziaria netta, ecc.), ha accresciuto la sua funzione nel tempo all'aumentare della complessità della gestione aziendale. A causa poi del crescente peso delle aziende all'interno della vita dell'intera società, la gamma di soggetti interessati alle sorti dell'impresa si è ulteriormente ampliata. Non più esclusivamente soggetti interni, ma anche soggetti esterni (finanziatori con finalità di puro investimento, clienti e fornitori, dipendenti e associazioni di consumatori), portatori di interesse verso le sorti dell'azienda in quanto dal comportamento di quest'ultima dipende il soddisfacimento o meno dei loro personali interessi (Quagli, 2015). Questi soggetti, noti come *stakeholder*, necessitano dunque di informazioni in modo da poter valutare la capacità dell'impresa di garantire il soddisfacimento dei propri interessi. Il bilancio inteso come pacchetto informativo fornisce quindi una visione dello stato di salute in cui versa l'azienda.

Quagli (2015) fa notare come sia stata l'esigenza della funzione informativa del bilancio a giustificare il passaggio dalla tradizionale nozione contabile del bilancio di esercizio a quella di "pacchetto informativo" di sintesi della gestione aziendale necessario in presenza del rilievo sociale che le aziende hanno in numerosi aspetti della vita di interesse collettività. La maggiore disponibilità di informazioni riduce il rischio per gli investitori, favorendo la possibilità per l'azienda di ottenere finanziamenti meno costosi. Al crescere dell'importanza del bilancio di esercizio come strumento informativo per l'esterno, aumentano le esigenze di chiarezza, di rispetto dei principi che ne disciplinano la redazione e di attendibilità delle informazioni che in esso sono contenute. Il "pacchetto informativo" deve infatti rappresentare un supporto informativo affidabile, corretto, imparziale, e comparabile con quello di altre imprese.

Contro tali scopi potrebbero però sorgere interessi contrapposti. Finché il bilancio aveva come principali destinatari soggetti con interessi coincidenti con quelli dell'azienda (amministratori e proprietari), e rimaneva principalmente interno, non vi erano problemi nell'inserirvi informazioni riservate. Nel momento in cui il bilancio diventa "pubblico" per soddisfare le esigenze dei vari *stakeholder*, iniziano a porsi problemi. I dati a cui tutti possono accedere potrebbero essere utilizzati dai concorrenti contro l'azienda stessa. Inoltre, nell'eventualità in cui i risultati conseguiti siano tali da indurre preoccupazioni negli *stakeholder*, il management dell'impresa potrebbe avere un incentivo a nascondere o ad attenuare il risalto di certi dati, manipolando le informazioni.

Al fine della tutela della funzione informativa verso l'esterno del bilancio di esercizio, si è universalmente sviluppata una regolamentazione obbligatoria di questo, affidata alle leggi nazionali o a regolamentazioni fornite da associazioni professionali, e accompagnata da un sistema di controlli e di sanzioni, tema a cui sarà dedicato più spazio nel seguito della trattazione.

Nonostante le diverse funzioni del bilancio abbiano avuto origine in vari periodi successivi, oggi tutte coesistono assieme (Viganò, 1973). Il bilancio assolve un ruolo sia nel consentire il rendiconto degli amministratori, che nel fornire un importante strumento informativo a soggetti interni ed esterni, oltre che a rappresentare la base per stabilire il diritto dei proprietari a prelevare ricchezza dall'azienda senza ridurre le garanzie per i terzi creditori.

Ad eccezione del rendiconto finanziario, la cui struttura formale è contenuta nel principio contabile internazionale IAS 7, la disciplina sui prospetti di bilancio nei Principi contabili internazionali dello IASB, si trova nello IAS 1, ripetutamente modificato nel corso del tempo (Sarcone, 2016).

Lo IAS 1, al paragrafo 10, prevede i seguenti documenti:

- a) un prospetto di Stato patrimoniale (*statement of financial position*)⁸;
- b) un prospetto di Conto economico, tradizionale e complessivo (*statement of profit or loss and other comprehensive income*);
- c) un prospetto delle variazioni di Patrimonio netto (*statement of changes in equity*);
- d) un rendiconto finanziario dell'esercizio (*statement of cash flows*);
- e) le note al bilancio (*notes*).

Lo Stato patrimoniale è un documento che deve presentare le attività, le passività e il capitale azionario (attività nette) di una entità in un dato momento nel tempo (Mackenzie *et al.*, 2014). Lo IASB ne definisce il contenuto minimo obbligatorio, a differenza del Legislatore nazionale che nel Codice Civile ne fornisce in modo dettagliato il contenuto.

Il Conto economico, così come definito dagli IFRS, è quel prospetto di profitti o perdite che rappresenta tutti gli elementi compresi nel processo di determinazione del guadagno periodico. Come per lo Stato patrimoniale, anziché fornire dettagliatamente il contenuto

⁸ Tale prospetto è chiamato anche "situazione patrimoniale-finanziaria" sulla base della traduzione dalla definizione inglese. Le società quotate usano questa locuzione.

del Conto economico come ha fatto il Legislatore nazionale, lo IASB ne ha stabilito il contenuto minimo obbligatorio.

Per quanto riguarda l'equity (patrimonio netto), esso rappresenta l'interesse dei proprietari nelle attività nette di un'azienda e mostra i risultati cumulati netti delle transazioni passate e di altri eventi che hanno influenzato l'entità aziendale dalla sua nascita. Il prospetto delle variazioni di Patrimonio netto riflette gli aumenti e le diminuzioni delle attività nette a causa delle operazioni di gestione durante il periodo considerato. Tale documento deve essere obbligatoriamente presentato da parte delle società che applicano gli IAS.

Per quanto concerne il rendiconto finanziario, il suo scopo è quello di fornire informazioni sui movimenti operativi di cassa dell'azienda riguardanti il periodo considerato. Inoltre, il rendiconto finanziario offre una visione sulle varie attività di investimento e di finanziamento dell'azienda. Rappresenta un documento di vitale importanza, in quanto gli investitori sono interessati proprio alla capacità dell'impresa di generare flussi di cassa che possano garantire i pagamenti nei confronti degli *shareholders*.

Le note al bilancio hanno sostanzialmente la funzione di fornire informazioni sui criteri utilizzati per la stesura del bilancio e sui Principi contabili specifici a cui si fa riferimento.

2.2 Le politiche di bilancio

L'attività di manipolazione dei valori di bilancio o *earnings management*⁹, può essere ricondotta alle c.d. "politiche di bilancio", definite come "scelte valutative" poste in essere dal management al fine del conseguimento di un risultato ritenuto come il più opportuno (Onida, 1974). Le teorie e le definizioni sviluppatesi riguardo alle politiche di bilancio riflettono tuttavia in gran parte l'evoluzione storica delle funzioni del bilancio.

In una prima fase, fino agli Settanta circa, le politiche di bilancio hanno perseguito interessi che non venivano manifestati all'esterno e il bilancio veniva inteso come uno strumento utile al fine delle decisioni operative (Di Toro, Iannello, 1996). In questa fase dunque le politiche di bilancio erano ritenute lecite o addirittura consigliabili (Mattei,

⁹ Il termine *earnings management* viene usato come sinonimo di manipolazione per riferirsi all'esercizio strategico della discrezionalità manageriale per influenzare la rappresentazione degli utili riportati al pubblico esterno (Degeorge *et al.*, 1999).

2006). Amaduzzi (1949) sosteneva che compito degli amministratori fosse anche quello di utilizzare le politiche di bilancio al fine di distribuire i costi nel tempo in relazione al rendimento delle singole componenti, nell'ottica di normalizzazione della vita dell'impresa. Vi è perciò in questo pensiero la concezione di politica di bilancio come strumento che riduce la naturale e ineliminabile variabilità caratteristica di un'impresa. Cassandro (1946) riteneva opportune talune politiche di bilancio, ad esempio quelle che permettono la formazione di riserve occulte, tramite sopravvalutazioni dell'attivo o sottovalutazioni del passivo. Egli sottolineava poi come la questione sulla liceità delle politiche di bilancio riguardasse esclusivamente l'ambito giuridico, e rilevava invece i benefici di tali manovre a livello di strategia gestionale. La sopravvalutazione dell'attivo o la sottovalutazione del passivo, ad esempio, hanno il pregio di non far conoscere ai concorrenti la redditività reale dell'azienda e conducono a risparmi fiscali e ad una maggiore libertà nelle politiche di prezzo.

Nella seconda fase, a causa del continuo incremento degli interessi attorno all'attività dell'azienda, viene attribuita una maggiore importanza alla funzione di informativa esterna del bilancio di esercizio. È così che inizia ad essere attribuito al bilancio un carattere più spiccatamente neutrale: la teoria delle politiche di bilancio inizia a negare la possibilità di manovrare i dati strumentalmente. Le politiche di bilancio iniziano ad essere considerate illecite e puramente finalizzate alla massimizzazione degli interessi personali dei manager. Cavalieri (1983) descrive le politiche di bilancio come "scorrette sotto il profilo dell'informazione e, il più delle volte, illecite, in quanto lesive dei principi della verità e della precisione".

Pini (1991), definendo le politiche di bilancio come l'insieme delle scelte valutative poste in essere dai manager, distingue tre dimensioni logiche nella discrezionalità degli amministratori nella redazione del bilancio, che corrispondono a diversi approcci:

- un approccio *ideale*, verificabile quando le politiche di bilancio costituiscono scelte valutative volte a rappresentare fedelmente e neutralmente la situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'azienda;
- un approccio *ideologico*, che si realizza quando le politiche di bilancio vengono utilizzate dai manager per trasferire nella rappresentazione dell'esercizio la loro interpretazione soggettiva della realtà aziendale;

- un approccio *strumentale*, nel quale le politiche di bilancio sono usate come mezzi per il raggiungimento di determinati scopi.

Il principio che sta alla base delle idee di Pini (1991) è quello per cui la discrezionalità dei manager nella redazione del bilancio non ha necessariamente soltanto risvolti negativi, ma andrebbe piuttosto individuato un equilibrio attraverso l'indagine degli utilizzi scorretti di tale discrezionalità.

La politica di bilancio può inoltre essere vista come “un complesso di scelte di valutazione funzionali, che però assumono toni più o meno anti funzionali quando risultano strumentali al perseguimento di finalità improprie se non addirittura illegali” (Poddighe, 2002).

È importante notare che il bilancio non può mai rappresentare le informazioni in modo totalmente neutrale, in quanto molti dei valori in esso riportati costituiscono elementi “astratti”, scaturiti da ipotesi e previsioni difficilmente oggettive.

Il sistema dei controlli sulle informazioni rilasciate dalle aziende è articolato e diverso in ogni Paese, ma solitamente prevede un controllo continuo da parte sia di professionisti esterni (revisori contabili), sia di soggetti pubblici (società di gestione del mercato, commissioni per il controllo della borsa) e un controllo eccezionale che interviene in casi patologici (controllo da parte dell'autorità giudiziaria). Il mercato in sé è comunque in grado di esercitare una forma di controllo *ex-post*: ad esempio, i mercati finanziari sanzionano comportamenti scorretti tramite brusche discese di prezzi o aumenti del costo del capitale (Botosan, 1996). Ci si occuperà di tale questione più dettagliatamente nel seguito del lavoro.

Avendo accennato ai motivi che hanno portato nel corso del tempo allo sviluppo di una sempre più stringente regolamentazione del bilancio di esercizio, si cercherà ora di delineare la configurazione normativa che ne disciplina la redazione effettuando un'analisi dal generale (principi internazionali) al particolare (norme nazionali).

2.3 Lo IASB e il *Conceptual Framework*

I principi contabili internazionali sono emanati dallo IASB (*International Accounting Standards Board*). Dopo circa quarant'anni dalla prima apparizione, tali principi sono approvati ormai praticamente in tutto il mondo. Lo IASB è stato fondato a Londra nel

1973: l'affermazione di tali principi ha conosciuto un periodo di difficoltà, per poi diventare estesa globalmente. A questo successo hanno contribuito il riconoscimento dato ai principi da parte degli organi di controllo dei mercati mobiliari mondiali (*International Organization of Securities Commissions*, IOSCO) ed europei (*Forum of European Securities Commissions*, FESCO), interessati al fatto che le società quotate presentassero bilanci redatti omogeneamente, e, ancor di più, da parte della Unione Europea.

L'organismo centrale all'interno della struttura dello IASB è il *Board*, periodicamente rinnovato, chiamato a decidere le linee di sviluppo, a stabilire il programma dei lavori e ad approvare gli IAS (*International Accounting Standards*)¹⁰, cioè gli standard definitivi. Il *Board* è affiancato, tra gli altri, dal *IFRS Interpretations Committee*, l'unico organismo autorizzato a dare interpretazioni riguardo l'applicazione dei principi precedentemente emanati e a poter regolamentare temporaneamente le aree non ancora disciplinate dagli standard.

Quagli (2015) spiega che i principi contabili dello IASB, oltre ad aver ispirato sensibilmente i principi italiani del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e del Consiglio dei Ragionieri (CNDC-CNR), sono stati elevati dall'Unione Europea, con il Regolamento UE n. 1606 del 19 luglio 2002, al rango di regole contabili obbligatorie per la redazione del bilancio consolidato delle società quotate nei mercati finanziari dei Paesi membri, a partire dal 1° gennaio 2005. In tale ambito dunque le regole IASB vanno a sostituire le varie regolamentazioni dei diversi Paesi. Il Regolamento n. 1606/2002 aveva invece lasciato facoltà ai singoli Stati membri di decidere se i principi IASB dovessero essere applicati anche alla redazione dei bilanci separati delle società quotate e dei bilanci (sia separati che consolidati) delle non quotate.

Al fine di evitare differenze troppo marcate tra società quotate (soggette all'adozione delle regole IASB) e non quotate, l'Unione Europea ha approvato nuove direttive che sostanzialmente permettono l'introduzione nei bilanci di tutte le imprese di talune regole IASB (Quagli, 2015).

La prima Direttiva in questione è la n.67 del 27 settembre 2001, che attribuisce ai Paesi membri la facoltà di autorizzare o imporre la valutazione al *fair value* delle attività finanziarie, abolendo per tali poste la regola basata sul principio della prudenza della

¹⁰ Ci si può riferire ai principi contabili internazionali emanati dallo IASB anche con la sigla IFRS (*International Financial Reporting Standards*).

valutazione al minore tra costo e valore di mercato¹¹. La seconda Direttiva rilevante a tale proposito è la n. 51 del 18 giugno 2003, con la quale sono state apportate modifiche alla IV Direttiva CEE del 1978: l'ambito di applicazione spazia dal potenziamento del pacchetto di bilancio con inclusione di ulteriori documenti, all'arricchimento della relazione sulla gestione, a nuovi criteri di valutazione ispirati ai principi IASB.

Gli *standard setter* come lo IASB definiscono la lingua che il management deve usare per comunicare con gli *stakeholder* esterni dell'azienda¹². Attraverso la creazione di *framework* che sia i controllori esterni che le autorità possono verificare, gli standard contabili forniscono un mezzo credibile e relativamente economico per i dirigenti di azienda di riportare informazioni sulla performance della loro impresa a fornitori di capitale esterni e ad altri *stakeholder*. Idealmente dunque, il *reporting* finanziario dovrebbe aiutare le imprese più performanti a distinguersi da quelle meno profittevoli, facilitando così l'allocazione efficiente delle risorse all'interno del sistema economico e le decisioni di *stewardship* degli *stakeholder* (Healy, Wahlen, 1999). I principi dello IASB hanno assunto quindi un ruolo sempre crescente come punto di riferimento per la redazione dei bilanci. I postulati del bilancio di esercizio secondo lo IASB sono contenuti nel *Conceptual Framework for financial reporting*, il quale descrive le finalità del bilancio e offre una serie di definizioni fondamentali dei concetti più importanti sul tema.

Il *Framework* afferma che l'obiettivo generale del bilancio è quello di fornire informazioni finanziarie sull'azienda a investitori attuali e potenziali, finanziatori e altri creditori, i quali usano tali informazioni per prendere decisioni sull'acquisto, vendita o detenzione di titoli azionari o di debito, sulla concessione di finanziamento o di altre forme di credito, o sull'esercizio del diritto di voto o di altri tipi di influenza sulle azioni del management che possono influenzare l'utilizzo delle risorse economiche dell'azienda. Tali soggetti sono infatti interessati a conoscere la capacità dell'impresa di generare utili e i tempi nei quali essi si manifesteranno. Al fine di stabilire le prospettive future dell'azienda di generare *cash flow*, gli investitori esistenti e potenziali, i finanziatori e gli

¹¹ Sono tuttavia escluse da questa potenziale applicazione del *fair value* le partecipazioni in società controllate e collegate, i titoli detenuti fino a scadenza e i crediti/debiti non detenuti a scopo di negoziazione (Quagli, 2015).

¹² Il *Financial Accounting Standards Board* (1984) dichiara: "I bilanci sono l'elemento centrale del *reporting* finanziario – il mezzo principale per comunicare le informazioni finanziarie a coloro al di fuori dell'entità aziendale".

altri creditori necessitano di informazioni riguardanti le risorse dell'impresa, i suoi crediti e l'efficienza e l'efficacia del management e degli organi di governo nell'assolvere le proprie responsabilità per quanto riguarda la gestione delle risorse. Tali responsabilità includono, ad esempio, la protezione delle risorse aziendali da effetti sfavorevoli di fattori economici, come variazioni delle tecnologie e dei prezzi, e l'assicurazione della conformità delle attività dell'impresa con quanto previsto dalla legislazione, dai regolamenti e dalle previsioni contrattuali. Soggetti quali gli investitori attuali e potenziali, i finanziatori e gli altri creditori rappresentano perciò i *primary users* dell'informativa di bilancio. Anche altre parti, come i regolatori e i membri del pubblico al di là di investitori attuali e potenziali, finanziatori e altri creditori, potrebbero trovare utili i documenti contabili per scopi generali (IASB, 2010). A tal proposito, Quagli (2015) fa notare come il richiamo primario agli investitori e alle informazioni utili per la stima dei futuri flussi di cassa evidenzino la centralità dell'aspetto finanziario e dei connessi mercati nella logica anglosassone, contesto nel quale si è sviluppato lo IASB. La *user primacy* sancita nel *Framework* sottintende la centralità degli investitori professionali dei mercati mobiliari e non certo dell'imprenditore padronale che ancora oggi caratterizza buona parte del tessuto economico italiano (Quagli, 2015). L'impostazione della dottrina nazionale infatti non ha mai definito una *user primacy* ma ha posto le categorie di potenziali utenti del bilancio sempre sullo stesso piano.

Dopo l'enunciazione delle finalità, nel *Framework* sono esposte le caratteristiche qualitative che il bilancio deve possedere. Le principali sono costituite dalla "rilevanza" e dalla "fedele rappresentazione", le quali contribuiscono all'utilità del bilancio soltanto se congiuntamente presenti.

Con rilevanza si intende la capacità di una informazione di influenzare le decisioni degli utenti del bilancio, cioè la sua utilità nella previsione dei flussi di cassa futuri, o di confermare la correttezza di valutazioni compiute precedentemente. La rilevanza implica inoltre il concetto di "significatività", intesa come soglia oltre la quale la mancanza dell'informazione è in grado di cambiare la decisione degli utenti.

La fedele rappresentazione invece, si concretizza nella completezza dell'informazione, nella sua neutralità e nel fatto che sia priva di errori. Volendo specificare ulteriormente il principio della completezza si può notare come esso richieda la presenza di tutte le informazioni indispensabili per comprendere i valori presenti nel bilancio.

Dunque, la rappresentazione di una informazione in bilancio dovrebbe scaturire da un processo volto ad appurarne l'utilità, la rilevanza e la possibilità di darne fedele rappresentazione (Quagli, 2015).

Il *Framework* indica inoltre gli ulteriori elementi che potenziano l'utilità delle informazioni rilevanti e rappresentate fedelmente:

- comparabilità, spaziale e temporale;
- verificabilità, necessaria per garantire la fedele rappresentazione. La verificabilità implica che differenti e indipendenti soggetti possano concordare sul fatto che un certo elemento è rappresentato in modo fedele;
- tempestività nel cercare di rappresentare le informazioni in tempo perché assumano utilità decisionale;
- comprensibilità, anche dando per scontata nell'utente una certa conoscenza di base delle gestioni aziendali, è necessario fornire le informazioni che rendano comprensibili i fenomeni descritti in bilancio. Si afferma che in nessun caso è possibile omettere informazioni in base al fatto che la loro comprensione risulterebbe troppo difficile.

2.4 Il quadro normativo nazionale e il nuovo OIC 11

Il recepimento da parte del Legislatore italiano delle regole contabili internazionali ha avuto luogo con l'art. 25 della legge 31 ottobre 2003, n. 306 (c.d. "Legge comunitaria 2003") che stabiliva le linee guida per la delega al Governo e, successivamente, con il D.Lgs. 28 febbraio 2005, n. 38, con il quale si esercita la delega conferita. Come spiega Quagli (2015), tali norme stabiliscono l'ambito di adozione dei principi contabili dello IASB.

La base normativa italiana è costituita dagli articoli del Codice Civile dal 2423 al 2435-*bis*. Le norme civilistiche rappresentano l'applicazione, con il D.Lgs. 27 aprile 1991, n.127, della IV Direttiva CEE del 1978, che ha rappresentato un importante passo avanti verso l'armonizzazione a livello europeo delle norme di redazione dei bilanci. Le norme del Codice Civile sono ritenute applicabili alle società di capitali, mentre per le società di persone e per le imprese individuali vale soltanto il riferimento all'art. 2426 c.c.

riguardante i criteri di valutazione delle poste di Stato Patrimoniale¹³. Per le banche, le imprese assicurative e gli intermediari finanziari sono invece previste discipline specifiche (rispettivamente D.Lgs. n.87/1992 e D.Lgs. n. 173/1997). La disciplina civilistica in tema di bilancio è stata poi ritoccata da altre disposizioni che hanno man mano recepito i vari cambiamenti nella Direttiva comunitaria (D.Lgs. 17 gennaio 2003, n.6, c.d. “Riforma del diritto societario”; D.Lgs. 28 dicembre 2004, n.310; D.Lgs. 2 febbraio 2007, n.32; D.Lgs. 3 novembre 2008, n. 173; D.Lgs. 27 gennaio 2010, n.39). Le norme civilistiche, gradualmente arricchite e perfezionate, racchiudono un nucleo importante di principi contabili, ossia di “regole concernenti la scelta dei fatti da rilevare contabilmente, le modalità di rappresentazione contabile, di valutazione e di esposizione delle poste in bilancio” (Quagli, 2015).

Ad integrazione e interpretazione delle norme civilistiche vi sono dei principi emanati nel corso del tempo da parte di associazioni professionali. Un rilievo molto importante nel nostro paese è ricoperto dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti (CNDC) e dal Consiglio Nazionale dei Ragionieri (CNR). Questi principi sono stati poi rivisitati negli ultimi anni dall’Organismo Italiano di Contabilità (OIC), all’interno del quale sono rappresentati tutti i principali operatori della professione contabile. Ai sensi della legge n. 116 dell’11 agosto 2014, l’OIC è l’istituto nazionale per i principi contabili ed “emana i principi contabili nazionali, ispirati alla migliore prassi operativa, per la redazione dei bilanci secondo le disposizioni del codice civile”. I principi contabili nazionali emanati dall’OIC costituiscono “la codificazione delle migliori prassi operative preordinate a fornire elementi interpretativi ed applicativi nella redazione dei documenti contabili” (OIC 11, 2018).

Le finalità e i postulati del bilancio d’esercizio sono contenuti nel nuovo OIC 11, pubblicato nella sua versione definitiva il 22 marzo 2018. Il documento si applica ai bilanci con esercizio avente inizio a partire dal 1° gennaio 2018 o da data successiva,

¹³ L’art. 2217, 2° comma, c.c., discutendo della obbligatorietà per tutte le imprese di redigere il libro degli inventari, specifica che “nelle valutazioni di bilancio l’imprenditore deve attenersi ai criteri stabiliti per i bilanci delle società per azioni, in quanto applicabili”. Da ciò si può dedurre che mentre nessuna forma obbligatoria è stabilita per le imprese individuali e le società di persone, per le valutazioni, tutte le imprese devono adottare gli stessi criteri (Quagli, 2015).

tranne per quanto riguarda il principio della continuità aziendale che si applica a partire dal 1° gennaio 2017 (OIC, 2018).

Per quanto riguarda le finalità del bilancio, l'OIC 11 (2018) riporta la clausola generale dell'art. 2423 c.c., comma 2, la quale stabilisce che “*il bilancio deve essere redatto con chiarezza e deve rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della società e il risultato economico dell'esercizio*”. Tale definizione si rifà a quanto stabilito dalle norme internazionali. Infatti, Secondo la Relazione Ministeriale di accompagnamento al D.lgs. 127/91, con cui è stata data attuazione alle Direttive CEE n. 78/660 e n. 83/349 in materia societaria¹⁴, la formula “rappresentare in modo veritiero e corretto” costituisce la fedele traduzione dell'espressione “*true and fair view*” cui fa riferimento la IV Direttiva (OIC 11, 2018).

Per redigere il bilancio con chiarezza e per fornire una rappresentazione veritiera e corretta devono essere rispettati i postulati di bilancio. Il codice civile all'art 2423-*bis* disciplina i “*Principi di redazione del bilancio*”. Tuttavia, altre disposizioni aventi contenuto normativo analogo – in quanto recanti norme di carattere generale in materia di redazione del bilancio – sono previste dagli articoli 2423 (“*Redazione del bilancio*”) e 2423-*ter* (“*Struttura dello stato patrimoniale e del conto economico*”). Nell'OIC 11 (2018) per postulati di bilancio si intendono sia le disposizioni di cui all'art. 2423-*bis* del codice civile, che quelle degli altri articoli appena citati. L'OIC provvede dunque a declinare nei singoli principi contabili nazionali i postulati generali, che sono:

- a) prudenza;
- b) prospettiva della continuità aziendale;
- c) rappresentazione sostanziale;
- d) competenza;
- e) costanza nei criteri di valutazione;
- f) rilevanza;
- g) comparabilità.

La valutazione delle voci secondo prudenza comporta la ragionevole cautela nelle stime in condizioni di incertezza, ad esempio gli utili non realizzati non vanno contabilizzati,

¹⁴ IV Direttiva CEE (n. 78/660/CEE del 25/07/1978) e VII Direttiva CEE (n. 83/349/CEE del 13/06/1983), in materia rispettivamente di bilancio d'esercizio e bilancio consolidato (OIC 11, 2018).

mentre le perdite anche solo temute devono trovare rappresentazione in bilancio (Mele, 2018).

La competenza, invece, è il criterio temporale con il quale i componenti positivi e negativi di reddito vengono imputati al conto economico ai fini della determinazione del risultato d'esercizio. Il Codice prevede dunque che si debba tener conto dei proventi e degli oneri di competenza dell'esercizio indipendentemente dalla data dell'incasso o del pagamento.

Per quanto riguarda il principio della costanza nei criteri di valutazione, l'OIC 11 (2018), seguendo il Codice Civile prevede che essi non possano essere modificati da un esercizio all'altro. Tale postulato permette di ottenere una omogenea misurazione dei risultati della società nel susseguirsi degli esercizi e rende più agevole l'analisi dell'evoluzione economica, finanziaria e patrimoniale della società da parte dei destinatari del bilancio riducendo, al contempo, i margini di discrezionalità degli amministratori.

Il postulato della comparabilità prevede la necessità di poter comparare nel tempo i bilanci di un'impresa e stabilisce dunque l'obbligo di adottare una forma costante di presentazione nel modo di esposizione delle voci e nei criteri di valutazione (Mele, 2018).

Mentre i postulati finora descritti (prudenza, competenza, costanza e comparabilità) non hanno subito modifiche a seguito dell'introduzione del nuovo OIC 11, gli altri tre sono stati oggetto di importanti riforme.

Per quanto riguarda la prospettiva della continuità aziendale, l'articolo 2423-*bis*, comma 1, n. 1, del codice civile, prevede che la valutazione delle voci di bilancio sia fatta nella prospettiva della continuazione dell'attività e quindi tenendo conto del fatto che l'azienda costituisce un complesso economico funzionante destinato alla produzione di reddito. Ove la valutazione prospettica di tale capacità dell'azienda porti la direzione aziendale a concludere che, nell'arco temporale futuro di riferimento, non vi sono ragionevoli alternative alla cessazione dell'attività, ma non si siano ancora accertate ai sensi dell'art. 2485 del codice civile cause di scioglimento di cui all'art. 2484 del codice civile, la valutazione delle voci di bilancio è pur sempre fatta nella prospettiva della continuazione dell'attività, tenendo peraltro conto, nell'applicazione dei principi di volta in volta rilevanti, del limitato orizzonte temporale residuo. La nota integrativa dovrà descrivere adeguatamente tali circostanze e gli effetti delle stesse sulla situazione patrimoniale ed economica della società (OIC 11, 2018). Ad esempio, tra degli effetti che il mutato orizzonte temporale di riferimento può determinare sull'applicazione dei principi

contabili nazionali in relazione a talune voci di bilancio, vi è la revisione delle relazioni di copertura ai sensi dell'OIC 32 "Strumenti finanziari derivati". È evidente dunque l'importanza che tale postulato riveste all'interno delle politiche di bilancio. L'impostazione che si è data nel nuovo OIC 11 in materia di continuità aziendale ha tenuto quindi conto del fatto che la continuità è sinonimo di funzionalità aziendale e che la crisi di impresa non giustifica l'abbandono dei criteri di continuità, anche se questi vanno applicati al bilancio con le dovute cautele.

Inoltre, il D.Lgs. 139/2015, in attuazione della Direttiva europea 2013/34/UE, ha introdotto il principio della rappresentazione sostanziale, riportato nell'art. 2423-bis c.c., comma 1, secondo cui: *"la rilevazione e la presentazione delle voci è effettuata tenendo conto della sostanza dell'operazione o del contratto"*. Rispetto alla versione precedente quindi, il nuovo OIC 11 impone di prestare maggiore attenzione alla realtà economica delle operazioni, cioè agli aspetti contrattuali, piuttosto che agli aspetti formali (Mele, 2018). La prima e fondamentale attività che il redattore del bilancio deve effettuare è l'individuazione dei diritti, degli obblighi e delle condizioni ricavabili dai termini contrattuali delle transazioni e il loro confronto con le disposizioni dei principi contabili per accertare la correttezza dell'iscrizione o della cancellazione di elementi patrimoniali ed economici (OIC 11, 2018). Secondo la nuova versione dell'OIC 11, l'analisi contrattuale è rilevante anche per stabilire l'unità elementare da contabilizzare. Da un unico contratto infatti possono emergere più diritti o obbligazioni che richiedono una contabilizzazione separata; viceversa, da più contratti possono discendere effetti sostanziali che richiedono una contabilizzazione unitaria (Fornaciari, 2018). Un esempio riguarda la separazione del derivato incorporato in un altro strumento finanziario. Ai sensi dell'OIC 32 "Strumenti finanziari derivati" è infatti previsto che nei casi in cui le caratteristiche economiche e i rischi del derivato incorporato non sono strettamente correlati a quelli del contratto primario e sono soddisfatti tutti gli elementi della definizione di strumento finanziario derivato, la società deve distinguere il derivato dal contratto primario e contabilizzarlo separatamente.

Ulteriori modifiche dell'OIC 11 riguardano il principio di rilevanza. Come fa notare Mele (2018), esso era in precedenza esposto in maniera frammentata in altri principi contabili, mentre ora diventa un postulato di bilancio a portata generale, a cui i redattori devono attenersi nel perseguimento di una rappresentazione chiara, veritiera e corretta.

Un'informazione è considerata rilevante quando la sua omissione o errata indicazione potrebbe ragionevolmente influenzare le decisioni prese dai destinatari primari dell'informazione di bilancio sulla base del bilancio della società. La rilevanza dei singoli elementi che compongono le voci di bilancio è giudicata nel contesto della situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa. Per quantificare la rilevanza si tiene conto sia di elementi qualitativi che quantitativi, che possono variare di caso in caso. I principi contabili nazionali forniscono, in via esemplificativa e non esaustiva, alcune fattispecie dei casi in cui è possibile derogare ad una regola contabile, sempre che dalla deroga discendano effetti irrilevanti. Ad esempio, una società tenuta all'applicazione del criterio del costo ammortizzato può decidere di non utilizzarlo per i crediti o debiti con scadenza inferiore ai 12 mesi o di non attualizzare un credito o un debito nel caso in cui il tasso di interesse desumibile dalle condizioni contrattuali non sia significativamente diverso dal tasso di interesse di mercato (OIC 11, 2018).

Il quadro di riferimento per l'Italia in materia di bilancio si basa dunque su una rete articolata delle diverse fonti normative. In generale, secondo Quagli (2015), si può affermare che tali fonti si ispirano al modello di un sistema deduttivo, nel quale dai principi più astratti e generali si giunge per deduzione a ricavare le norme specifiche da applicarsi alle singole voci di bilancio, ribadendo comunque il primato della legge civile. In questi anni tuttavia il quadro normativo di riferimento sta vivendo un periodo di intensi cambiamenti tra loro correlati: regole europee, principi contabili professionali nazionali e internazionali, disposizioni civilistiche, oltre alle norme fiscali, cercano di uniformarsi per tutelare la funzione informativa del bilancio, ma non senza ostacoli. Gli obiettivi sono tuttavia ben definiti e si riconoscono nella standardizzazione internazionale sempre più intensa delle regole e in una marcata separazione normativa tra società quotate e non.

Dopo aver analizzato il quadro normativo e le funzioni della documentazione di bilancio, è ora possibile procedere ad una presentazione delle motivazioni che spingono gli individui a manipolare i bilanci, delle principali tecniche usate e di alcuni strumenti utili per individuare tracce di *earnings management* all'interno dei bilanci.

3. Manipolazioni e come individuarle

La sfida più grande che gli studiosi di *earnings management* devono affrontare è nel fatto che gli accademici, così come gli investitori, non sono in grado di osservare direttamente o di misurare le componenti delle manipolazioni. Infatti, le azioni di *managerial accounting* volte ad aumentare le retribuzioni, ad evitare il fallimento di accordi di garanzia, a gonfiare il capitale o ad influenzare i risultati per i regolatori, sono appositamente inosservabili (Beneish, 2001).

Secondo Beneish (2001) vi sarebbero due visioni sulla gestione degli utili: la visione opportunistica, che evidenzia il tentativo dei manager di ingannare gli investitori, e quella informativa, per cui la discrezionalità degli amministratori è un mezzo per gli stessi per rivelare al pubblico le loro personali aspettative sui *cash flow* futuri dell'azienda.

Fondamentale è in primo luogo cercare di comprendere le motivazioni per le quali le aziende, o singoli membri di queste, trovino convenienza nel manipolare i valori di alcune poste di bilancio. Questa analisi permetterà sia di definire delle tecniche per l'individuazione di voci di bilancio manipolate, sia di implementare norme e misure che disincentivino tali pratiche.

3.1 Incentivi alla manipolazione dei bilanci

La valutazione e la revisione sono “scienze” imperfette, in cui l'utilizzo di giudizio personale da parte dei manager è inevitabile. Ciò crea delle opportunità per l'attuazione di pratiche di manipolazione dei valori contabili, in cui i manager scelgono i metodi di rappresentazione e le stime che potrebbero non riflettere accuratamente la reale situazione sottostante all'impresa (Healy, Wahlen, 1999). Ciò che permette di manovrare i dati senza essere facilmente scoperti è l'asimmetria informativa tra i soggetti interni all'impresa e quelli esterni.

Healy e Wahlen (1999) distinguono le motivazioni che spingono a manipolare i bilanci in tre categorie, a seconda dell'origine:

- motivazioni date dalle aspettative e dalla valutazione dei mercati dei capitali;
- motivazioni che scaturiscono dai contratti scritti secondo termini contabili;
- motivazioni provenienti dalle norme anti-trust o da altri regolamenti governativi.

Il fatto che investitori e analisti finanziari facenti parte del mercato usino le informazioni contabili per assegnare un valore all'azienda tramite le sue azioni può incentivare i manager a manipolare gli utili in modo tale da influenzare l'andamento a breve termine del prezzo delle azioni stesse.

Un importante incentivo alla manipolazione dei bilanci legato all'andamento dei mercati è connesso al miglioramento della posizione personale dei manager. Infatti spesso la retribuzione degli amministratori di aziende quotate in borsa è legata all'andamento delle azioni (ad esempio tramite le *stock option*¹⁵). Influenzare positivamente il valore delle azioni equivale quindi ad aumentare la propria remunerazione.

Questo tipo di incentivo non riguarda soltanto l'aspetto meramente economico: un crescente valore delle azioni migliora anche l'immagine dell'azienda e la sua credibilità, aumentandone il potere contrattuale e la reputazione.

L'ottenimento di bonus da parte dei dirigenti, può dipendere anche dal raggiungimento di determinate soglie contabili stabilite internamente dal Consiglio di Amministrazione, o dalla realizzazione di obiettivi esterni dati ad esempio dalle previsioni degli analisti. In ogni caso, il manager è incentivato ad adottare misure tali per cui questi obiettivi vengano raggiunti o superati. È dimostrato che pur di massimizzare i bonus salariali alcuni manager differiscono i guadagni quando sono sicuri di non riuscire a raggiungere le soglie di un certo periodo, così da avere più possibilità di centrare gli obiettivi nei periodi successivi, oppure quando il massimo dei premi è già stato raggiunto (Guidry, Leone, Rock, 1999). Se, per esempio, il massimo del bonus viene elargito quando gli utili aumentano del 10% rispetto all'anno precedente, un incremento del 13% è inutile per quanto riguarda il compenso dei manager, che dunque preferiscono tenere questo 3% per il futuro.

DeGeorge *et al.* (1999) sostenevano che i manager fossero riluttanti a rappresentare grandi variazioni degli utili per timore di alzare eccessivamente gli obiettivi futuri rendendoli difficilmente raggiungibili. Si è inoltre scoperto che i CEO, negli ultimi anni di impiego in un'azienda, hanno l'abitudine di diminuire le spese di ricerca e sviluppo al fine di aumentare gli utili riportati (Dechow, Sloan, 1991). È dunque ritenuto preferibile evitare

¹⁵ Attraverso l'assegnazione gratuita di *stock option* (opzioni *call*), l'impresa concede ai propri collaboratori il diritto ad acquistare azioni della stessa società o di un'altra azienda facente parte dello stesso gruppo, ad un prezzo predeterminato (*strike price*). Le *stock option* saranno esercitate se il prezzo d'esercizio è inferiore al valore corrente dell'azione sottostante. In caso contrario le opzioni perdono ogni valore (Borsa Italiana, 2012).

di comunicare eventuali risultati troppo positivi per non infondere aspettative eccessivamente elevate, e dunque difficilmente soddisfabili, nel Consiglio e nel mercato. Il modello di Bagnoli e Watts (2000), indica che, in un mondo guidato dal confronto tra imprese, le aziende possono essere incentivate a gonfiare i loro utili semplicemente perché si aspettano che anche altre lo facciano. Gli autori spiegano inoltre come in imprese con un'alta percentuale di investitori di lungo termine si verificano meno episodi di manipolazione dei bilanci rispetto ad imprese in cui prevalgono investitori interessati al breve termine.

Al contrario degli studi finora riportati, per cui i mercati azionari rafforzano gli incentivi per le aziende a mascherare le reali performance, Burgstahler (2006) suggerisce che il primo ordine di effetti che tali mercati hanno sulle imprese è quello di aumentare il valore informativo degli utili, attraverso processi che agiscono sia *ex ante* che *ex post*.

Per quanto riguarda i contratti di debito, essi sono rilevanti in quanto spesso vengono usati riferimenti contabili per stabilire le condizioni e i parametri del prestito, ad esempio i finanziatori possono imporre all'azienda il raggiungimento di determinati obiettivi a livello di performance, oppure possono stabilire limiti alle attività di investimento e finanziamento (Beneish, 2001). Essi rappresentano una motivazione alla manipolazione dei valori contabili perché sono scritti in modo che i manager non intraprendano azioni che apportino beneficio agli azionisti dell'azienda a discapito dei creditori: non rispettare i contratti risulterebbe costoso, e dunque gli amministratori preferiscono utilizzare tecniche di manipolazione contabile. La violazione dei contratti di debito, infatti, può provocare la revisione delle condizioni degli accordi e in alcuni casi il richiamo del prestito, che può portare alla bancarotta (Lev, 2003). Per evitare il default, dunque, i manager sono spinti a manipolare gli utili aumentandoli.

Defond e Jiambalvo (1994), analizzando diverse aziende che hanno violato un contratto di debito, scoprirono che l'anno antecedente alla violazione gli utili venivano regolarmente aumentati.

Passando poi alle motivazioni provenienti da questioni normative, Healy e Wahlen (1999) ne illustrano tre.

La prima è legata alle regolamentazioni specifiche del settore industriale in cui l'azienda opera: queste norme creano incentivi nei manager a manipolare i dati di bilancio che i regolatori prendono in considerazione.

La seconda motivazione è data dal desiderio di far apparire l'azienda meno redditizia, nel caso di risultati eccessivamente positivi, riducendo così i rischi di investigazione e di intervento da parte dei regolatori.

La terza proviene da questioni fiscali: è infatti possibile che gli utili vengano manipolati con lo scopo di ottimizzare la pianificazione delle tasse.

Un ulteriore tipo di motivazione per l'*earnings management* è individuato da Feng (2004), il quale evidenzia un incentivo proveniente da una questione informativa: la volontà di comunicare informazioni private precise e utili elevati motiverebbe i manager a raggiungere o a battere di poco le previsioni tramite manipolazioni. Il possesso di informazioni private precise, infatti, permette ai manager di effettuare previsioni più accurate (risultanti in minori errori di previsione dei ricavi) e di prendere decisioni operative più consapevoli (generando profitti attesi più elevati). Di conseguenza, al fine di segnalare una profittabilità futura elevata attraverso piccoli errori di previsione e di riportare alti guadagni correnti, i dirigenti cercano di raggiungere o battere di poco le previsioni dei ricavi, attraverso la manipolazione di previsioni e guadagni stessi. Inoltre, se la remunerazione dei manager segue l'andamento del prezzo delle azioni dell'azienda, essi saranno interessati sia ai ricavi correnti che alla profittabilità futura. Da una parte, l'interesse per i ricavi correnti motiva il manager a spingere i guadagni verso l'alto; dall'altra, quello per un'elevata profittabilità futura crea un incentivo a indirizzare i ricavi verso le previsioni. Feng (2004) spiega che questi due incentivi sono in conflitto quando i ricavi realizzati sono maggiori delle previsioni dei manager. Come compromesso, dunque, gli amministratori cercheranno di fissare un livello di riferimento dei ricavi attesi maggiore delle loro stesse previsioni.

Beneish (2001) si concentra sull'*insider trading*¹⁶ come incentivo alla manipolazione degli utili. Egli riporta contributi a dimostrazione del fatto che vi è una alta probabilità che i manager di aziende che sopravvalutano gli utili violando i principi contabili vendano le loro partecipazioni e riscattino i loro diritti di rivalutazione delle azioni durante i periodi

¹⁶ Viene definita *Insider Trading* la compravendita di strumenti finanziari da parte di un *insider*, cioè di una persona che, in virtù della posizione che ricopre, è a conoscenza di informazioni privilegiate che vengono utilizzate per ottenere un profitto. L'*Insider Trading* consiste quindi nel porre in essere operazioni su strumenti finanziari sulla base di informazioni chiave prima che esse divengano di pubblico dominio (Borsa Italiana, 2008).

di *earnings overstatement*. Inoltre, queste transazioni effettuate dagli amministratori avvengono solitamente a prezzi gonfiati che riflettono l'effetto della manipolazione.

In contrasto con i ricercatori accademici, i professionisti enfatizzano il ruolo delle informazioni contabili all'interno delle decisioni degli azionisti di investimento e di finanziamento, e vi vedono una prevalente motivazione alla gestione degli utili (Dechow *et al*, 1996). Ad esempio, Kellogg e Kellogg (1991) affermano che le due principali cause di frode, travisamento e manipolazione dei bilanci sono la volontà di incoraggiare gli investitori a diventare azionisti od obbligazionisti dell'azienda, e il desiderio di aumentare il valore delle azioni degli azionisti attuali.

Allo stesso modo, l' *Association of Certified Fraud Examiners* spiega che la prima ragione per cui vengono effettuate tecniche di manipolazione dei bilanci sta nel voler incoraggiare gli investimenti attraverso la vendita di azioni (Dechow *et al*, 1996). Dunque, i professionisti sostengono che influenzare la percezione degli investitori del reale valore aziendale fornisce l'incentivo fondamentale alla manipolazione degli utili.

Non è esplicitamente noto quali siano state le motivazioni di Nick Leeson a compiere attività non autorizzate e a doverne dunque manipolare i risultati. Tuttavia, nella sua autobiografia, Leeson stesso spiega che l'etica all'interno di Barings era semplice: "Eravamo tutti guidati a fare profitti, profitti, e ancora profitti... Io ero la stella nascente" (Leeson, 2015). Dunque, sicuramente la volontà di migliorare sia la propria posizione personale che quella della banca ha giocato un ruolo fondamentale nella psicologia di Leeson.

Spesso hanno dunque un peso più rilevante le motivazioni ad effettuare manipolazioni di bilancio piuttosto che quelle a non effettuarle. Gli incentivi per le aziende a compilare bilanci trasparenti sono per lo più esterni, legati a previsioni e leggi che, qualora non siano rispettate, provocano effetti negativi su chi le infrange. Numerosi sono gli studi sulle misure da attuare al fine di disincentivare i manager a compiere tali azioni. Si discute in particolare di aspetti riguardanti la *corporate governance* e le norme contabili, dei quali si tratterà successivamente all'interno del lavoro. È stata infatti dimostrata l'esistenza di una relazione tra debolezza del sistema di imposizione legale di un paese e il dilagare di fenomeni di *earnings management* (Burgstahler *et al.*, 2006).

3.2 Evidenze empiriche

Nonostante una generale convinzione sull'esistenza di pratiche di manipolazione, non è facile per i ricercatori riuscire a documentarle. Il problema nasce perché, per capire se gli utili sono stati manipolati, è necessario stimare il valore delle voci precedentemente alle eventuali manipolazioni (Healy, Wahlen, 1999).

Da un punto di vista pratico, un sondaggio riportato nel lavoro di Aubert e Grudnitski (2012), ha rivelato che diversi direttori finanziari affermano che tutte le imprese manipolano gli utili.

Facendo affidamento sulle parole dell'ex presidente della SEC, Arthur Levitt, l'*earnings management* è una pratica ampiamente diffusa, perlomeno tra le grandi *public companies*, le quali affrontano la pressione di dover continuamente soddisfare le aspettative degli analisti. La manipolazione dei bilanci risulta un fenomeno diffuso anche secondo dimostrazioni analitiche. Bagnoli e Watts (2000) suggeriscono che la presenza di valutazione delle performance relative delle imprese, porta le aziende a manipolare gli utili soprattutto se si aspettano che altri concorrenti lo facciano. Studi simili, basati sul dilemma del prigioniero e sulla teoria dei giochi, evidenziano la ricorrenza di pratiche di *earnings management* in contesti di fusione e di offerte azionarie stagionali. Inoltre, la presenza di manipolazioni all'interno dei bilanci è legata alla performance dell'azienda: vi è una maggiore probabilità di trovarne traccia quando i risultati dell'impresa sono particolarmente positivi o particolarmente negativi (Beneish, 2001).

Lev (2003), afferma che sia dati aggregati che ricerche trasversali confermano l'evidenza secondo cui la corrispondenza alla realtà degli utili riportati è spesso deteriorata. Ad esempio, il *gap* tra utili aggregati e ricavi imponibili, che viene usato per manipolare gli utili, è andato continuamente ampliandosi fin dagli anni Novanta. Anche la differenza tra utili e profitti aziendali riportati nei conti statali, basati sui ricavi imponibili aggiustati a seconda dei valori correnti di inventario e degli ammortamenti, ha mostrato un aumento. Mentre parte della differenza tra utili e ricavi imponibili è probabilmente dovuta ad un aumento della complessità del sistema di gestione della tassazione, la manipolazione degli utili ha giocato un ruolo cruciale nell'ampliamento di questo *gap*.

Innovativo è il modello introdotto da Degeorge, Patel e Zeckhauser (1999), basato su determinate soglie che guidano le decisioni di *earnings management*. Gli autori partono

dalla considerazione che i manager gestiscono gli utili allo scopo di influenzare le decisioni degli *outsider* (ad esempio investitori, banche e fornitori) e di ricavare un profitto personale. Gli *outsider*, a loro volta, utilizzano le soglie individuate per valutare e remunerare l'attività dei manager. Gli amministratori dunque, si focalizzano su queste soglie in quanto consapevoli che esse verranno utilizzate dalle parti esterne all'impresa e interessate alle sue sorti. Le soglie, suggerite dalla stampa finanziaria e dallo studio della psicologia umana, di cui gli amministratori tengono conto nel riportare gli utili, sono tre:

- riportare profitti positivi, cioè utili superiori a zero;
- sostenere le recenti performance, cioè almeno eguagliare gli utili del periodo precedente;
- raggiungere le aspettative degli analisti, specialmente per quanto riguarda la previsione degli utili.

Analizzando un campione di risultati aziendali dal 1974 al 1996 gli autori dimostrano che lo sforzo dei manager per raggiungere le soglie provoca la definizione di particolari schemi di *earnings management*. Utili che cadono poco prima delle soglie sono spinti artificialmente verso l'alto; utili più lontani dalle soglie, sia maggiori che minori, vengono invece contenuti, in modo da rendere le soglie più raggiungibili in futuro. La ricerca empirica degli autori, basata su concetti statistici, mostra delle discontinuità nelle distribuzioni degli utili che indicano la presenza di manipolazioni basata proprio sulla logica delle soglie. Inoltre, grazie allo studio di distribuzioni condizionali, gli autori desumono l'esistenza di una gerarchia delle soglie: la priorità viene data alla soglia degli utili positivi; una volta raggiunta questa, l'attenzione si concentra sulla soglia relativa agli utili del periodo passato e, solo successivamente, si considerano le aspettative degli analisti.

A proposito di risultati migliori di quelli effettivi, in particolare in momenti che precedono nuove emissioni azionarie, Beneish (2001) sottolinea che, nonostante la presenza di organismi di certificazioni esterni e di norme che puniscono la rappresentazione non corretta, l'asimmetria informativa tra manager e investitori rimane. Rimane dunque anche lo spazio per manipolare le informazioni e ingannare il pubblico degli investitori.

Le scoperte di Dichev e Skinner (2002) confermano la "*debt covenant*" hypothesis, cioè l'idea che i manager effettuano scelte contabili volte a ridurre l'eventualità che l'azienda

violi i contratti di debito stipulati secondo termini contabili. Ciò costituisce un'evidenza di *earnings management* in quanto gli autori dimostrano che un insolitamente piccolo numero di prestiti sono appena sotto le soglie del contratto, e un insolitamente grande numero si trovano leggermente sopra o allo stesso livello delle soglie. Infatti, statisticamente, il numero di aziende all'interno dei due gruppi dovrebbe essere lo stesso se non fossero state effettuate manipolazioni.

Myers, Myers e Skinner (2007) hanno condotto uno studio su aziende che riportavano, tra il 1963 e il 2004, lunghe "stringhe" di aumenti consecutivi di utili per azioni (EPS)¹⁷ per almeno 20 trimestri consecutivi. Tale "capacità di riportare utili trimestrali positivi per azione per diversi anni consecutivi", definita *earnings momentum*, rappresenta un'evidenza di *earnings management*. Infatti, i manager delle aziende prese in considerazione nella ricerca, per sostenere la tendenza a crescere degli EPS, li avrebbero aumentati quando in realtà sarebbero declinati e li avrebbero diminuiti quando altrimenti sarebbero aumentati eccessivamente. Inoltre, gli amministratori delle imprese campione, avrebbero strategicamente riportato *special items* (ovvero le componenti più discrezionali degli utili) positivi o negativi in modo da attenuare gli EPS risultanti. Secondo gli autori, i dirigenti pianificano in modo strategico il riacquisto di azioni nel tempo in relazione con le necessità degli EPS. Questa ricerca ha dimostrato risultati rilevanti anche per quanto riguarda la tassazione: le stime sul carico fiscale complessivo delle imprese considerate sarebbero usate per attenuare la volatilità degli EPS.

Per dimostrare la rilevanza delle tecniche di manipolazione degli utili, Lev (2003) distingue tre categorie di evidenza diretta e relativa a casi specifici:

- contenziosi per frode: il successo di processi contro manager, membri del consiglio di amministrazione e revisori, da parte di azionisti che ritengono di essere stati danneggiati da frodi di bilancio che li hanno incoraggiati ad acquistare azioni a prezzi gonfiati, rappresenta un'evidenza di manipolazione degli utili;
- riesame degli utili aziendali, cioè la correzione di errori presenti nei bilanci: il *restatement* non implica sempre la presenza di utili manipolati ma può essere

¹⁷ *Earnings per Share* (EPS) è una misura di utile netto espressa in termini monetari con riferimento a ciascuna azione. È detto anche "Utile per azione" (Borsa Italiana, 2011).

dovuto ad altri tipi di errori; tuttavia, specialmente se queste procedure si ripetono, possono far sorgere dubbi sulla presenza di manipolazioni;

- azioni coercitive della SEC, che può agire nei confronti di imprese, manager e revisori, in casi di violazioni delle norme di *reporting* finanziario e contabile.

Complessivamente, non è difficile trovare esempi reali di queste evidenze, di cui l'autore riporta una descrizione.

Ora che è stata verificata la presenza e la diffusione di pratiche di manipolazione dei bilanci, è possibile passare in rassegna le principali tecniche di gestione degli utili e i metodi per individuarle.

3.3 Tecniche di manipolazione

Nel principio della trattazione, si è visto quali tecniche siano state usate da Nick Lesson per manipolare e occultare i valori riguardanti le perdite che le sue posizioni stavano riportando (manipolazione dei prezzi, falsificazione delle transazioni, scrittura di opzioni). Sebbene le operazioni con le quali è possibile gestire le poste di bilancio, in particolare gli utili, al fine di perseguire scopi specifici non sempre consentiti all'interno dei principi contabili, siano svariate e se ne utilizzino continuamente di nuove, si ritiene opportuno presentarne una panoramica a fini esemplificativi.

Healy e Wahlen (1999) stilano un primo elenco delle diverse modalità con cui i manager possono esercitare la loro discrezionalità nel *reporting* finanziario. È richiesta la valutazione dei manager per stimare numerosi eventi economici futuri, come la durata attesa e il valore di recupero delle immobilizzazioni, benefici *post-employment*, tasse differite, perdite da crediti inesigibili o da svalutazioni di attività. I dirigenti devono anche scegliere tra diversi metodi contabili comunemente accettati per riportare una stessa operazione: il metodo lineare o di ammortamento accelerato, il metodo del costo medio ponderato, LIFO o FIFO per la valutazione delle rimanenze di magazzino. Inoltre, gli amministratori devono esprimere un giudizio soggettivo per quanto riguarda la gestione del capitale circolante (livelli di magazzino, relative tempistiche di consegna o acquisto e politiche di credito), che influenza sia la distribuzione dei costi che i ricavi netti. I manager devono anche decidere se effettuare determinate spese o se rimandarle, come le spese di ricerca e sviluppo, di pubblicità e di manutenzione. Compito della direzione è anche decidere come strutturare le transazioni societarie. Infatti, i contratti di locazione

possono essere strutturati in modo che i relativi obblighi risultino fuori bilancio o meno, e gli investimenti azionari possono essere organizzati in modo da richiedere oppure da evitare il consolidamento.

La manipolazione dei valori di bilancio può essere posta in essere attraverso due modalità tecniche: una di natura contabile, che prevede la modifica dei valori di bilancio a causa di un'interpretazione incoerente o fraudolenta dei principi contabili, l'altra di natura gestionale, attraverso la modifica dei dati di bilancio con scelte discrezionali operate dal management in relazione alle modalità e ai tempi di contabilizzazione degli investimenti in specifiche attività operative. In entrambi i casi gli utili riportati possono essere significativamente influenzati dall'adozione di tali tecniche (Lucianetti, Battista, 2015).

Le tecniche di manipolazione c.d. "contabili" (*accounting earnings manipulations*), fanno leva sulla discrezionale flessibilità esercitata nell'applicazione degli standard contabili per modificare gli utili di bilancio. Rientrano in questa tipologia di tecniche operazioni quali il cambiamento o la modifica della valutazione delle poste del trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato, oppure i cambiamenti nei criteri di valutazione dei valori stimati relativi ad esempio agli accantonamenti effettuati a fine esercizio al fondo rischi su crediti in relazione al grado di presunta inesigibilità degli stessi, o ancora, ai cambiamenti posti in essere nei criteri di valutazione dei valori congegnati relativi all'applicazione delle aliquote di ammortamento sulle immobilizzazioni materiali e immateriali in relazione al loro effettivo grado di partecipazione ai processi produttivi, o il cambiamento nei criteri di valutazione relativi al valore delle rimanenze finali di esercizio.

Le tecniche di manipolazione c.d. "gestionali" (*operating earnings manipulations*), invece, vengono poste in essere attraverso decisioni di natura gestionale al fine di influenzare i flussi di cassa operativi e il reddito netto. Tale scopo può essere raggiunto concedendo migliori condizioni contrattuali ai clienti procrastinando le scadenze dei loro debiti commerciali al fine di incrementare le vendite e migliorare di conseguenza le prospettive economiche di breve periodo. Sortiscono lo stesso effetto anche cambiamenti di alcune modalità di gestione aziendale relative soprattutto alle decisioni da parte del management sui periodi di competenza economica di alcuni investimenti operativi, scelte sulla gestione delle giacenze del magazzino anticipando o ritardando l'invio dei beni in giacenza ai partner commerciali al fine di aumentare o diminuire la consistenza

patrimoniale del magazzino, scelte sui tempi e l'ammontare degli investimenti da effettuare nelle attività di ricerca e di sviluppo di nuovi progetti, o decisioni discrezionali sul quando effettuare pagamenti per regolare crediti e debiti di fornitura (Lucianetti, Battista, 2015).

Un ulteriore tipo di distinzione è fornito da Aubert e Grudnitski (2012), i quali, studiando l'*earnings management*, ne individuano due componenti: una basata su attività reali o permanenti, l'altra su attività transitorie o temporanee. Le aziende influenzano gli utili tramite cambiamenti di attività reali o permanenti quando, ad esempio, decidono di accelerare le tempistiche delle vendite attraverso prezzi apparentemente aumentati da scontistiche o politiche di credito più favorevoli, oppure quando scelgono di diminuire spese discrezionali quali quelle di pubblicità e di ricerca e sviluppo. Alternativamente, le imprese possono optare per influenzare gli utili attraverso attività transitorie o temporanee sottovalutando le spese per conti inesigibili o posticipando eventuali cancellazioni di attività.

Un tipo di manipolazione particolarmente diffusa e trattata da Schilit (2002), consiste nel sopravvalutare impropriamente il valore di uno *special charge* (aggravio speciale). Ad esempio, nel caso in cui un nuovo amministratore delegato prenda la direzione di un'impresa che necessiti di una riorganizzazione, egli potrebbe includere costi operativi futuri nelle spese di ristrutturazione (straordinarie) così da sopravvalutarle. Tali spese, non sarebbero viste con sospetto da investitori e analisti, che le considererebbero come *una tantum* e inevitabili. In questo modo, nel primo esercizio successivo al cambio di gestione, vi sarebbero elevate perdite, attribuibili all'operato del precedente CEO; negli esercizi successivi, invece, in capo alla nuova gestione, gli utili risulterebbero aumentati. Altri casi tipici che si prestano ad episodi di manipolazione sono le operazioni di fusione e acquisizione. Durante un'*acquisition*, potrebbero essere effettuati consistenti *debt write-off* (cancellazioni dei debiti), allo scopo di anticipare spese di pertinenza futura. Tale operazione creerebbe una *cookie jar* (riserva) latente da usare in futuro in caso di necessità (Schilit, 2002).

3.4 Tecniche di individuazione

Non è compito facile individuare gli effetti di tecniche di manipolazione presenti all'interno dei bilanci, soprattutto quando esse non rappresentano effettivamente una

violazione di principi contabili, ma piuttosto una gestione degli utili che rientra nello spazio tracciato e consentito dalle norme in materia.

Il primo step che gli analisti affrontano per riuscire ad individuare casi di manipolazione degli utili è la definizione di situazioni in cui è più probabile che si verifichino tali episodi. Sono stati precedentemente analizzati gli incentivi e le motivazioni che spingono i manager a manipolare le poste di bilancio. Si vedano ora, quali sono, secondo Penman (2004), le situazioni in cui la storia recente ha dimostrato che sia più probabile la presenza di bilanci manipolati. L'autore individua innanzitutto una serie di condizioni istituzionali:

- processi di raccolta di capitali o di rinegoziazione di prestiti: il periodo più a rischio è infatti quello precedente a un'offerta pubblica di capitale;
- contratti di debito a rischio di violazione;
- cambi dirigenziali;
- cambio dei revisori contabili;
- compensi degli amministratori legati all'andamento degli utili;
- processi di *repricing* (cambio del prezzo di acquisto delle azioni da parte del management) sulle *stock option*;
- struttura di *governance* debole: predominanza della forza del consiglio di amministrazione e debolezza o assenza del comitato di revisione contabile;
- requisiti normativi (ad esempio i *capital ratios* delle banche e delle compagnie assicurative) a rischio di violazione;
- transazioni condotte con società correlate invece che con dipartimenti interni all'azienda;
- eventi speciali quali negoziazioni sindacali o *proxy fight*¹⁸;
- l'azienda potrebbe essere un obiettivo di *take-over*¹⁹;
- l'azienda sta intraprendendo decisioni sospette quali la creazione di società veicolo al di fuori del bilancio o di contratti derivati ambigui.

¹⁸ La *proxy fight* è la “battaglia” attraverso la quale una società tenta di acquisire il controllo di un'altra raccogliendo dagli azionisti esistenti il numero di deleghe necessario per avere in assemblea la maggioranza dei diritti di voto (Il Sole 24 Ore, 2016).

¹⁹ Il *take-over* è una operazione finanziaria (“scalata”) nella quale un soggetto economico, tipicamente un'impresa industriale o una società finanziaria (“predatore”), ottiene il controllo di una società quotata (“preda”), acquistandone sul mercato un quantitativo di azioni sufficiente a raggiungere l'obiettivo (Trecani, 2012).

Alle situazioni istituzionali se ne aggiungono altre legate a condizioni contabili e al rapporto finanziario:

- cambiamenti nei principi contabili o nelle stime;
- sorprese riguardanti gli utili;
- cali inaspettati della redditività dopo un periodo positivo;
- utili che crescono più rapidamente delle vendite;
- utili molto bassi, tali da suscitare il sospetto che possano essere perdite manipolate;
- crescita minima o nulla del margine di profitto, tale da suscitare il sospetto che possa essere stata negativa ma manipolata;
- l'azienda raggiunge le aspettative degli analisti, ma solo di poco;
- differenze nei costi tra il *tax reporting* e il *financial reporting*;
- *financial report* usati per altri scopi quali la documentazione relativa alla tassazione e le negoziazioni sindacali;
- correzioni contabili nell'ultimo trimestre dell'anno.

Non risulta difficile riscontrare tra gli eventi che hanno portato al fallimento di Barings Bank diverse tra le situazioni elencate. In ogni caso, una volta riconosciute nell'azienda in analisi le condizioni elencate da Penman, gli analisti procedono all'analisi di bilancio, per individuare al suo interno schemi ricorrenti che segnalano la contaminazione dei documenti contabili e la cattiva qualità degli utili. Sono utili di qualità elevata quelli che forniscono maggiori informazioni riguardo a caratteristiche della performance aziendale che risultano rilevanti per la determinazione di una particolare decisione da parte di un particolare soggetto *decision-maker* (Dechow *et al.*, 2010). In letteratura sono stati sviluppati diversi modelli volti ad individuare la qualità degli utili di un'impresa come riportati nel bilancio, così da consentire ai diversi *stakeholder* di prendere le loro decisioni in merito all'azienda in modo consapevole.

Molti dei modelli presenti in letteratura per rilevare la presenza di manipolazioni all'interno dei bilanci si basano sugli *accrual*, cioè sulle componenti del reddito operativo che non si sono tradotte in flussi di cassa e che quindi si prestano ad essere usati discrezionalmente per gonfiare i profitti (Todesco, 2017). La stima degli *accrual* dovrebbe essere inserita nel calcolo degli utili, in modo da fornire una rappresentazione

più completa delle prestazioni aziendali, rispetto a quella che si avrebbe includendo soltanto le componenti che hanno avuto manifestazione monetaria. Tuttavia, il calcolo di valori che non hanno ancora generato un'entrata o un'uscita in contante richiede inevitabilmente il ricorso a valutazioni soggettive, ed è proprio per questo motivo che, sebbene essi ricoprano un'importanza fondamentale, sono spesso ritenuti indicatori poco attendibili ai fini della reale valutazione delle performance.

Healy (1985) spiega che gli utili sono scomponibili in *cash flow* derivante dalle *operations*, *accrual* non discrezionali e *accrual* discrezionali. I *non-discretionary accrual* sono aggiustamenti contabili dei flussi di cassa dell'azienda richiesti dagli organismi di definizione degli standard contabili. Queste autorità possono, ad esempio, ordinare che le imprese deprezzino le immobilizzazioni secondo determinati schemi, o che valutino il magazzino utilizzando la regola che fornisca il valore minore tra costo e valore di mercato. I *discretionary accrual*, al contrario, sono aggiustamenti dei flussi di cassa che però vengono stabiliti dai manager. Essi scelgono gli aggiustamenti che ritengono opportuni da un corpo di procedure definite e accettate dagli organismi che stabiliscono i principi contabili. Quindi, i manager possono scegliere quale metodo applicare per il deprezzamento delle immobilizzazioni, o se accelerare o ritardare le consegne del magazzino alla fine dell'anno. Gli *accrual* modificano dunque il *timing* degli utili riportati, e i *discretionary accrual* consentono ai manager di trasferirli tra i periodi.

I modelli ad oggi esistenti per stima degli *accrual* spaziano da semplici schemi in cui i *discretionary accrual* sono misurati da quelli totali, a modelli più sofisticati che tentano di separare i *total accrual* nelle due componenti. Il primo modello qui presentato si basa invece su una distinzione a livello temporale degli *accrual*, e si focalizza sui *current accrual*. Il secondo gruppo di modelli considera invece gli *accrual* totali, senza specificare distinzioni.

Il modello sviluppato da Sloan (1996) determina la componente *accrual* degli utili utilizzando un approccio basato sull'utilizzo di dati ricavabili dallo stato patrimoniale (*balance-sheet approach*). Gli *accrual* vengono calcolati con una semplice equazione:

$$Accruals = (\Delta CA - \Delta Cash) - (\Delta CL - \Delta STD - \Delta TP) - Dep$$

dove: ΔCA = variazione delle attività correnti (*current assets*)

$\Delta Cash$ = variazione della liquidità o equivalenti (*cash/cash equivalents*)

ΔCL = variazione delle passività correnti (*current liabilities*)

ΔSTD = variazione del debito incluso nelle passività correnti (*short-term debt*)

ΔTTP = variazione delle imposte sul reddito pagabili (*income taxes payable*)

Dep = spese di deprezzamento e ammortamento (*depreciation and amortization*).

La formula calcola la componente di *accrual* contenuta nelle attività correnti e le sottrae quella contenuta nelle passività correnti, al netto dei deprezzamenti. Il debito facente parte delle passività correnti è escluso dal calcolo degli *accrual* perché si riferisce a transazioni finanziarie e non operative. Anche le tasse dovute vengono sottratte, in quanto la definizione di utili considerata dal modello si riferisce al reddito da attività permanenti (*income from continuing operations*), dal quale sono già escluse le spese per la tassazione. La componente *cash flow* degli utili è data dalla differenza tra gli utili stessi e la loro componente *accrual*. Sloan (1996) sottolinea la validità del modello per quanto riguarda la stima degli utili futuri: la separazione tra componente *accrual* e quella *cash flow* è fondamentale in quanto le due parti hanno implicazioni diverse sulla valutazione dei rendimenti futuri. Entrambe contribuiscono alla creazione degli utili correnti, ma la performance corrente ha meno probabilità di protrarsi nel futuro se è principalmente attribuibile alla componente *accrual*. Ciò significa che una buona performance attribuibile in gran parte alla componente *cash flow* degli utili ha maggiori potenzialità di persistere nei periodi successivi rispetto ad una performance elevata attribuibile però alla componente *accrual*. Tuttavia si ricorda che lo scopo della presentazione del modello all'interno di questo lavoro è quello di determinare l'ammontare di *accrual* presenti negli utili, così da riuscire ad individuare la presenza di operazioni di manipolazione.

Ampliando il suo modello, l'autore fornisce degli elementi utili al confronto tra aziende diverse e all'analisi intertemporale, attraverso lo sviluppo di tre variabili finanziarie fondamentali:

$$Earnings = \frac{Income\ from\ Continuing\ Operations^{20}}{Average\ Total\ Assets^{21}}$$

$$Accrual\ Component = \frac{Accruals}{Average\ Total\ Assets}$$

²⁰ Il "Reddito relativo alle attività operative permanenti" è dato dal reddito operativo al netto delle tasse, degli interessi e dei risultati relativi alla vendita o acquisto di investimenti.

²¹ Le "Attività totali medie" sono calcolate come media dei valori contabili delle attività totali all'inizio e alla fine del periodo considerato.

$$\text{Cash Flow Component} = \frac{\text{Income from Continuing Operations} - \text{Accruals}}{\text{Average Total Assets}}$$

Tali indici possono essere utilizzati per analisi di confronto in quanto sono standardizzati in base alle dimensioni dell'azienda, grazie alla misura delle attività totali medie al denominatore.

Altri modelli non distinguono i diversi tipi di *accrual* e considerano semplicemente gli *accrual* totali. Tra questi, Healy (1985), partendo dalla semplice relazione per cui gli utili riportati sono dati dalla somma di *cash flow* e *accrual*, trova gli *accrual* come differenza tra gli utili stessi e i flussi di cassa effettivamente manifestatisi:

$$\text{Accruals} = \text{Utili} - \text{Cash Flow}$$

Una maggiore percentuale di *accrual* rispetto a quella di *cash flow* denota una bassa qualità degli utili, che dunque hanno una probabilità elevata di aver subito manipolazioni. Un caso particolare del modello fornito da Healy è rappresentato dal modello di DeAngelo *et al.* (1994). Gli autori studiano le scelte contabili di 76 aziende della *New York Stock Exchange* con persistenti perdite e riduzioni dei dividendi e giungono alla conclusione che le decisioni dei manager in merito ai bilanci riflettono principalmente le difficoltà finanziarie della loro impresa. Infatti, analizzando l'andamento degli *accrual* negli anni, è stato dimostrato che variazioni eccessive di queste componenti possono riflettere importanti cambiamenti dei metodi di stima e dei principi contabili utilizzati; spesso questo è un segnale che nasconde tentativi di manipolazione, specialmente in periodi di gravi difficoltà finanziarie.

Attraverso un simile studio degli *accrual* totali, Dechow e Sloan (1991) hanno scoperto che i CEO spesso gestiscono le spese di investimento in modo tale da aumentare i profitti di breve termine durante gli ultimi anni di ufficio: in particolare, la crescita negli investimenti in R&D risulta ridotta negli ultimi anni di carica di un amministratore delegato.

Con lo scopo di evidenziare le criticità del *balance-sheet approach*, Hribar e Collins (2002) adottano un approccio basato sul conto dei flussi di cassa (*cash flow-statement approach*). Secondo tale schema, gli *accrual* totali possono essere calcolati come:

$$\text{Accruals} = \text{EXBI} - \text{CFO}$$

Dove con *earnings before extraordinary items and discontinued operations* (EXBI) si fa riferimento agli utili al netto di operazioni straordinarie e temporanee, le quali sarebbero più complicate da separare nelle loro componenti. L'*operating cash flow* (CFO), invece, viene ricavato direttamente dal conto dei flussi di cassa.

È stato dunque dimostrato che attraverso l'analisi delle componenti non monetarie degli utili è possibile individuare tracce di manipolazione dei bilanci. Tuttavia, queste tecniche presentano alcune criticità. Un'ampia componente *accrual* potrebbe infatti essere dovuta non solo a operazioni di *earnings management*, ma anche a influenze esogene sulla performance aziendale o agli effetti di decisioni strategiche operative non motivate dal desiderio di incrementare artificialmente gli utili. Si consideri, ad esempio, un contesto di declino dell'attività economica: le vendite dell'azienda si riducono e le scorte di magazzino aumentano. Indipendentemente dalla discrezionalità dei manager, gli *accrual* dell'impresa sono più elevati. Se poi l'azienda, in risposta ai *competitor*, estendesse la durata dei crediti verso i clienti nel tentativo di evitarli, gli *accrual* aumenterebbero ulteriormente. In questo caso è intervenuta la discrezionalità dei manager che hanno deciso di prolungare i crediti, ma senza alcuna intenzione di manipolare gli utili: la decisione di rispondere ai concorrenti è infatti scaturita da un tentativo di massimizzazione del valore.

3.5 Conseguenze per gli investitori

Si è visto come una importante motivazione per la manipolazione dei bilanci provenga dal mercato dei capitali e dalle aspettative dei soggetti che in esso operano. Fondamentale è dunque cercare di capire quali siano le conseguenze di comportamenti volti a modificare i dati contabili da parte dei manager sul pubblico degli investitori.

La letteratura su tale aspetto è sostanzialmente divisa in due: alcuni sostengono che gli investitori non possono essere ingannati da pratiche di *earnings management*, mentre altri credono che tali comportamenti possano influenzare in modo determinante l'allocazione delle risorse all'interno del sistema.

Secondo Hand (1992) gli investitori sono in grado di capire che le imprese hanno incentivi provenienti da questioni fiscali nell'adottare il metodo LIFO²² quando i prezzi dei beni in entrata sono in crescita, e dunque tengono conto di ciò nel momento in cui gli utili diminuiscono in seguito ai costi sostenuti per adottare questo sistema contabile.

Anche Healy e Wahlen (1999) riportano evidenze che testimoniano che gli investitori non vengono tratti in inganno dalle manipolazioni di bilancio e che piuttosto i *financial statements* forniscono informazioni utili per il pubblico. Gli studi di Dechow (1994) suggeriscono che gli investitori non sempre vedono le pratiche di *earning management* come pervasive e inaffidabili: gli utili correnti infatti, così come riportati dalla discrezionalità dei manager, sono spesso ritenuti migliori indicatori dei *cash flow* futuri rispetto ai *cash flow* correnti.

Studi recenti, tuttavia, mettono in discussione i risultati precedenti e dimostrano che l'*earnings management* in effetti influenza l'allocazione delle risorse, almeno per alcune imprese, in quanto gli operatori di mercato non sono sempre in grado di accorgersi di azioni manipolative. Infatti, come nel caso Barings Bank, spesso neppure soggetti interni all'azienda e revisori sono in grado di rilevare operazioni di manipolazione. Ad esempio, prima di offerte pubbliche di azioni, alcuni manager gonfiano gli utili riportati nel tentativo di innalzare le aspettative degli investitori sulle performance future e di aumentare il prezzo dell'offerta. Successive inversioni di tendenza nella gestione degli utili sarebbero deludenti per gli investitori e porterebbero a prestazioni negative delle azioni. Dunque, il sovrapprezzo osservato nelle nuove emissioni di capitale può essere anche attribuito a pratiche di manipolazione precedenti all'emissione, dimostrando così che il prezzo delle azioni non è neutrale a fenomeni di *earnings management*.

Vi è evidenza anche di risposte significativamente negative del mercato azionistico in seguito ad accuse di manipolazione da parte della stampa finanziaria o delle autorità di regolamentazione (Healy, Wahlen, 1999), e ciò suggerirebbe che gli investitori non sono perfettamente in grado di discernere i casi di *earnings management*. Dechow *et al.* (1996) hanno osservato che il valore delle azioni di imprese soggette ad investigazione da parte

²² Con il metodo LIFO (*last in, first out* – ultimo entrato, primo uscito) per la contabilizzazione delle rimanenze di magazzino si ipotizza che i beni in uscita da esso siano quelli acquistati per più recenti e che vi rimarranno quindi i beni entrati nei primi periodi (Quagli, 2015).

della SEC per sospetti di *earnings management* ha subito un calo del 9% subito dopo l'annuncio della presenza di manipolazioni.

In una serie di interviste a diversi *Chief Financial Officer* (CFO), Dichev *et al.* (2016) riportano le parole di un direttore finanziario: “Utili di bassa qualità creano confusione e comportano una mancanza di fiducia. Quando sei là fuori ad incontrare il lato della domanda sul mercato, stai vendendo; il management è, in effetti, il prodotto che l'impresa sta cercando di offrire. Dunque, se non si fidano di te, ciò si ripercuote sui risultati aziendali. Perciò, in mancanza di fiducia, le decisioni diventano più rischiose ed è richiesto un maggior rendimento che si ripercuote sul costo del capitale, facendolo aumentare”.

3.4 Costi sociali, conseguenze legali e misure disincentivanti

Dopo aver accennato alle conseguenze di operazioni di *earnings manipulation* sugli investitori e sul mercato (perdite di fiducia, maggiore incertezza, aumento del costo del capitale), si vedranno ora quali sono gli effetti “punitivi” che si ripercuotono sui soggetti colpevoli di aver compiuto operazioni di manipolazione che hanno causato una deviazione dalla rappresentazione veritiera e corretta della vita aziendale.

Beneish (1999), all'interno del suo studio sull'*insider trading*, presenta evidenze riguardanti le perdite dei manager in termini di impiego futuro successivamente alla scoperta di pratiche di manipolazione nell'azienda, e discute dell'incidenza di sanzioni monetarie imposte dalla SEC sui responsabili. L'autore dimostra che le opportunità lavorative future di manager di imprese che hanno manipolato eccessivamente i loro utili non sono così dissimili da manager di imprese “innocenti”. Inoltre, la SEC tende a non imporre sanzioni monetarie sui manager che sopravvalutano gli utili e che traggono profitto da transazioni sul capitale proprio dell'azienda, a meno che la sopravvalutazione non avvenga nel contesto di un'offerta di azioni.

Lev (2003) descrive i costi sociali delle manipolazioni del bilancio d'esercizio. Egli propone uno studio più approfondito del trasferimento di ricchezza che avviene dagli investitori ignari agli *insider* aziendali e agli intermediari finanziari. Infatti, le perdite che tale trasferimento causa ai fondi pensione, alle dotazioni universitarie e alle compagnie di assicurazione impone indubbiamente elevati costi sulla società.

Importanti costi sociali provengono anche dagli investimenti poco accorti che le aziende effettuano pur di manipolare i bilanci. Diversi sono i casi in cui le azioni con prezzi gonfiati da manipolazioni sono state usate per acquisire altre imprese, molte delle quali si sono rivelate progetti fallimentari a causa dell'incompetenza manageriale degli acquirenti. Esempi come questo comportano perdite per centinaia di miliardi di dollari.

Un'altra dimensione dei costi sociali è quella relativa alle garanzie di cui la società si deve dotare contro le scorrettezze dei manager, come l'*auditing* dei documenti aziendali e le attività dei *corporate boards*. Il costo diretto dell'*auditing* è noto. I ricavi delle dieci maggiori società di revisione degli Stati Uniti per servizi di *auditing* (esclusi quindi i servizi di consulenza) si aggiravano attorno ai 10.2 miliardi di dollari nel 2001/2002.

Una serie di contributi si stanno facendo strada anche per quanto riguarda la relazione tra fattori istituzionali, come la natura del sistema legislativo di un paese e l'efficacia delle norme a tutela degli investitori, e le performance del mercato dei capitali e del sistema contabile. In paesi dove il sistema legislativo protegge efficacemente gli investitori, gli utili riportati dalle imprese riflettono maggiormente gli eventi economici sottostanti. Dunque, il costo del sistema legale e delle istituzioni pubbliche dovrebbe essere considerato come una ulteriore componente dei costi sociali dell'*earnings management*. Relativamente al caso Barings, i costi sociali delle operazioni di manipolazione e occultamento effettuate da Lesson possono riscontrarsi negli indubbi costi legati al fallimento e alle relative perdite subite dagli investitori, nonché nelle conseguenze della bancarotta sul mercato, come precedentemente descritte.

Per quanto riguarda le conseguenze legali, la normativa italiana fa riferimento alle fattispecie previste dagli artt. 2621²³ del Codice civile e seguenti. Tali norme sono state oggetto di molteplici interventi legislativi: da ultimo con la legge 27 maggio 2015, n. 69, recante "Disposizioni in materia di delitti contro la pubblica amministrazione, di associazioni di tipo mafioso e di falso in bilancio". Il falso in bilancio è un reato che, sulla

²³ L'art. 2621 c.c. "False comunicazioni sociali" recita: "Fuori dai casi previsti dall'art. 2622, gli amministratori, i direttori generali, i dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari, i sindaci e i liquidatori, i quali, al fine di conseguire per sé o per altri un ingiusto profitto, nei bilanci, nelle relazioni o nelle altre comunicazioni sociali dirette ai soci o al pubblico, previste dalla legge, consapevolmente espongono fatti materiali rilevanti non rispondenti al vero ovvero omettono fatti materiali rilevanti la cui comunicazione è imposta dalla legge sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società o del gruppo al quale la stessa appartiene, in modo concretamente idoneo ad indurre altri in errore, sono puniti con la pena della reclusione da uno a cinque anni. La stessa pena si applica anche se le falsità o le omissioni riguardano beni posseduti o amministrati dalla società per conto di terzi".

scorta di accadimenti più o meno recenti, viene guardato dal legislatore con particolare attenzione. È considerato infatti come un "reato spia" di fenomeni corruttivi, poiché attraverso ad esempio la contabilizzazione di false fatturazioni vengono costituiti i cosiddetti fondi neri utilizzabili per il pagamento di tangenti o per la consumazione di altre attività illecite. L'intervento legislativo sopracitato è stato originato dalla necessità di arginare proprio gravi fenomeni corruttivi. Vale la pena richiamare la relazione del 2013 al disegno di legge di riforma al falso in bilancio che ribadisce la necessità di contrastare il fenomeno corruttivo: "La lotta alla corruzione e ai reati che normalmente si pongono con essa in rapporto di interdipendenza funzionale (tra i quali appunto il falso in scritture contabili) costituisce uno degli obiettivi politico-criminali prioritari a livello europeo e internazionale. Il ripristino della punibilità del falso in bilancio è un atto necessario che mira a garantire il rispetto delle regole di trasparenza e a favorire la libera concorrenza. Anche alla luce della crisi dei mercati internazionali la normativa penale in materia societaria va rivista: la correttezza di tale normativa rappresenta un presupposto indefettibile per garantire la trasparenza delle vicende societarie e, quindi, l'affidamento dei terzi relativamente all'andamento della società". In questo contesto di grande attenzione da parte dell'opinione pubblica nazionale ed internazionale al fenomeno corruttivo e ai reati economici è stata approvata la legge n. 69/2015, che ha modificato la fattispecie di false comunicazioni sociali prevista nel nostro Codice civile (Ghiselli, 2017).

La disciplina attuale traccia una distinzione tra false comunicazioni sociali delle società quotate (art. 2622 c.c.) e false comunicazioni sociali delle società non quotate (art. 2621 c.c.). La precedente formulazione dell'articolo 2621 del Codice civile prevedeva una figura contravvenzionale, con conseguente abbreviazione del termine di prescrizione, distinta da una figura delittuosa, prevista dall'art. 2622 del Codice civile, procedibile a querela sulla base dell'aver cagionato un danno patrimoniale. Entrambe le vecchie norme prevedevano le cosiddette "soglie di punibilità". Proprio con riferimento a quest'ultime, quali cause di non punibilità, la relazione al disegno di legge di riforma ritiene punto centrale la loro eliminazione. Era infatti previsto che chi falsificava il bilancio, se non superava per ogni singola operazione falsificata il 10% del valore reale della singola operazione o non superava importi consistenti rispetto al valore dell'attività societaria, non fosse punibile. A titolo esemplificativo, la relazione riportava che un'eventuale

operazione di acquisto di titoli con una società avente sede all'estero, se limitata a una differenza stimata come inferiore al 10% del valore reale, non comportava la punibilità. Veniva sottolineato che bastava ripetere più volte la stessa operazione, al di sotto del limite del 10%, per conseguire l'importo che si vuole trattenere all'estero, per poi, con operazioni estero su estero, trasferirlo a qualsiasi società situata in un paradiso fiscale. Si è passati quindi a due fattispecie principali strutturate come reati di pericolo concreto, procedibili d'ufficio e sanzionate come delitto, seppure con una differenziazione significativa per quanto riguarda le cornici edittali. Sicuramente l'aspetto più importante di questa nuova normativa riguarda il trattamento sanzionatorio più severo rispetto a quello previsto dalle norme antecedenti, con conseguenze sul piano della prescrizione, sull'applicabilità di misure cautelari (coercitive e interdittive) e sulla possibilità di ricorrere ad intercettazioni (Ghiselli, 2017).

L'aspetto invece più problematico derivante dalla riforma ha interessato la rilevanza penale dei cosiddetti "falsi valutativi". Il problema ha provocato un dibattito dottrinale e contrasti giurisprudenziali, compito di dirimere i quali è stato demandato alle Sezioni Unite, in seno alla Sezione V della Corte di Cassazione, con il seguente quesito di diritto: "se ai fini della configurabilità del delitto di false comunicazioni sociali, abbia tuttora rilevanza il falso "valutativo" pur dopo la riforma di cui alla legge n. 69 del 2015". Dopo lunghi lavori, la Corte conclude: "sussiste il delitto di false comunicazioni sociali, con riguardo alla esposizione o alla omissione di fatti oggetto di valutazione, se, in presenza di criteri di valutazione normativamente fissati o di criteri tecnici generalmente accettati, l'agente da tali criteri si discosti consapevolmente e senza darne adeguata informazione giustificativa, in modo concretamente idoneo ad indurre in errore i destinatari delle comunicazioni". Ghiselli (2017), ritiene che sia presto per poter sostenere se la formulazione attuale della norma sia quella più efficace per raggiungere lo scopo di prevenzione generale perseguito dal legislatore. È invece un dato certo ed inconfutabile che la Corte di Cassazione, con l'orientamento da ultimo espresso, abbia voluto dare un'interpretazione più repressiva alla norma, punendo il cosiddetto "falso valutativo", sia pure circoscrivendone la portata e attribuendo un maggior potere discrezionale al giudice. Per quanto riguarda Nick Lesson, responsabile del fallimento di Barings Bank, nel 1995 fu condannato dalla Corte di Singapore a sei anni e mezzo di carcere, con accuse di frode e falsificazione (Rodrigues, 2015).

Relativamente alle possibili azioni disincentivanti, una delle iniziative più proposte consiste nell'irrigidire i principi contabili, in quanto ritenuti troppo flessibili e poco uniformi. Lev (2003) si mostra in disaccordo con questa visione e propone un diverso sistema di mitigazione: una revisione obbligatoria degli utili annuali delle aziende in due tempi, uno alla fine dell'anno seguente a quello in cui sono stati conseguiti gli utili, e l'altro tre anni dopo. In questo modo, gli investitori avrebbero a disposizione minimo quattro anni di utili revisionati. Tale revisione dovrebbe essere basata sulla realizzazione delle stime sottostanti gli utili originalmente riportati. La seconda revisione, in particolare, dovrebbe avere l'obiettivo di catturare le stime di lungo termine, come per esempio quelle sulle garanzie di prodotto, sui ritorni attesi dei fondi pensione, o su spese relative ad operazioni di ristrutturazione. Con il metodo proposto da Lev, la realizzazione delle stime sarebbe resa pubblica e rappresenterebbe un risparmio per gli investitori, sia in termini di tempo che di denaro; inoltre, fornirebbe un forte disincentivo alla manipolazione a monte.

Al fine di attenuare gli incentivi dei membri dell'azienda a compiere operazioni di manipolazione, è possibile focalizzarsi anche sul tema della *corporate governance*. Infatti, affinché il bilancio rappresenti una immagine fedele della situazione dell'impresa, è necessario che gli amministratori e gli attori coinvolti nel processo di formazione della *disclosure* operino in maniera corretta, ovvero che si attengano diligentemente ai principi e alle regole di valutazione previste dalla legge e dai principi contabili comunemente accettati. Ferramosca (2018) spiega come vi siano una serie di meccanismi deterrenti di *corporate governance* che possono prevenire che le informazioni vengano indebitamente compromesse. L'autrice afferma che da una prospettiva *stakeholder-oriented*, un'azienda dotata di sistemi di *corporate governance* in grado di contenere le manipolazioni di bilancio provvede a divulgare le informazioni economico-finanziarie corrette, necessarie anche per individuare con maggiore certezza la *accountability* dei soggetti coinvolti nella gestione sull'utilizzo di capitali, nell'interesse appunto di tutti gli *stakeholder*. Sistemi di *corporate governance* che assicurano l'adozione di pratiche di "buon governo" incoraggiano anche la fiducia degli stessi *stakeholder*, condizione necessaria per lo sviluppo dell'azienda. Ferramosca (2018) spiega che una buona *corporate governance* è una *conditio sine qua non* per la sostenibilità nel tempo del successo dell'azienda, in quanto predispose una serie di elementi (l'impianto dei controlli, il sistema di *risk*

management e di reporting) essenziali per stimolare la fiducia degli *stakeholder* e per garantirsi un accesso più vantaggioso al mercato dei capitali.

In effetti, ciò che sembra aver causato il collasso di Barings Bank è proprio la presenza di falle nel sistema di *corporate governance*. La mancanza di divisione dei ruoli di Leeson, lo scarso coordinamento tra i diversi uffici e tra le varie sedi, la mancata comprensione da parte sia dei dipendenti che del management delle linee di *reporting* a cui fare riferimento, hanno fatto sì che le attività non autorizzate di un singolo *trader* sfuggissero al sistema di controlli, ripercuotendosi negativamente sull'intera struttura aziendale.

Un ruolo importante nella prevenzione di attività di manipolazione dei bilanci è ricoperto anche dal sistema di controlli vigente sulle aziende. Infatti, un'elevata qualità dell'*audit* migliora l'accuratezza delle informazioni presentate in bilancio e riduce la probabilità di comportamenti opportunistici da parte dei membri dell'azienda, permettendo agli investitori di acquisire stime più esatte sul valore aziendale. L'aumento della complessità del sistema economico e finanziario ha reso la valutazione diretta della qualità delle informazioni da parte degli operatori di mercato sempre più difficile. Nondimeno, il conflitto di interessi tra i produttori dell'informazione e i suoi utilizzatori, rende sempre maggiore il bisogno di efficienti sistemi di controllo da parte di autorità fortemente indipendenti (Pouraghajan *et al.*, 2013). DeAngelo (1981) riconosce come indipendenti quei soggetti che sono in grado di formulare le loro relazioni di audit in base alle proprie reali convinzioni e opinioni. L'autrice definisce la qualità dell'audit come la valutazione del mercato relativa alla probabilità che il revisore in primo luogo riesca ad individuare anomalie significative nel bilancio o nel sistema contabile dell'azienda e che poi segnali effettivamente l'errore materiale scoperto. Dunque, un sistema di controlli di elevata qualità ha le potenzialità per ridurre manipolazioni e comportamenti opportunistici dei membri dell'azienda (sia del management che di singoli individui) e per permettere agli investitori di ottenere informazioni accurate dalle quali poter ricavare stime utili sul valore dell'impresa.

In Italia, la nota operativa n. 1/2016, redatta dall'Accademia Romana di Ragioneria (ARR), ha l'obiettivo di esaminare le attività di controllo, verifica e redazione delle scritture contabili di fine esercizio, tenuto conto degli effetti derivanti dall'entrata in vigore del D.Lgs. 139/2015 con cui è stata recepita la Direttiva 34/2013/UE. La direttiva

ha abrogato il decreto legislativo 127/1991 di recepimento delle Direttive IV e VII in materia di bilanci di esercizio individuali e consolidati e ha modificato e integrato alcune norme del Codice civile. La normativa ha effetto a partire dal 1° gennaio 2016, con conseguenze rilevanti per le imprese anche sulla chiusura dei bilanci 2015. La disciplina attuale prevede dunque, prima di procedere alla chiusura dei conti, la necessità di effettuare una serie di controlli sulle scritture contabili, per verificare se sono stati commessi degli errori in fase di tenuta della contabilità. Un ruolo primario in fase di chiusura dei conti è svolto dal bilancio di verifica: tale documento rappresenta la situazione economica e patrimoniale emergente dalla contabilità aziendale, una volta registrate tutte le operazioni gestionali dell'anno e passa in rassegna i principali controlli riferiti alle singole voci.

Tra questi, ad esempio, vi sono le verifiche da effettuare sui conti finanziari, quali il conto Cassa e i conti bancari. Il conto Cassa non può chiudersi in negativo e deve rappresentare la sua effettiva consistenza fisica, essendo costituita da denaro contante, assegni e valori bollati. Le eventuali differenze devono essere rilevate nel Conto economico quali sopravvenienze attive o passive. Per quanto concerne il saldo dei conti bancari, è necessario riconciliare il saldo contabile con quello dell'estratto conto, rilevando, ad esempio, gli interessi attivi o passivi o gli importi accreditati in conto corrente ma non ancora rilevati in contabilità. Con riferimento alle immobilizzazioni, l'ARR sottolinea la necessità di verificare che tutti i cespiti acquistati siano stati contabilizzati tra le immobilizzazioni e iscritti nel libro cespiti; inoltre, i cespiti ceduti devono essere correttamente stornati dalla contabilità con la rilevazione della eventuale plusvalenza o minusvalenza. Per la voce crediti verso clienti occorre verificare se quelli falliti o inesigibili siano stati effettivamente stornati, azzerando prima il fondo svalutazione crediti e imputando solo l'eventuale differenza come costo. Per quanto riguarda i crediti tributari, infine, è opportuno verificare che le ritenute subite nell'anno in corso siano state correttamente imputate in contabilità e che siano stati stornati gli acconti IRES e IRAP dell'anno precedente e correttamente contabilizzati quelli dell'anno in corso (IPSOA, 2016).

Per quanto riguarda il caso Barings Bank, l'ambiente interno era relativamente incontrollato, e le attività di trading di Nick Leeson non erano sottoposte ad alcun controllo specifico, in quanto ritenute sostanzialmente prive di rischio. I canali di

trasmissione dei dati da Singapore a Londra non erano sufficienti a garantire un trasparente flusso delle informazioni e i soggetti responsabili dell'*audit*, sia interno che esterno, erano ingannati dalla manipolazione e dalla falsificazione dei documenti da parte di Leeson.

Conclusioni

La recente crisi finanziaria globale e i suoi effetti nell'economia internazionale hanno portato ad un crescente interesse nei confronti delle tematiche di bilancio, in quanto si sono rese più che mai necessarie l'affidabilità e l'elevata qualità delle informazioni finanziarie fornite dalle imprese al mercato.

Partendo da un caso storico esemplare di come azioni manipolative, anche solo da parte di un singolo individuo, possano a lungo termine comportare gravi conseguenze sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria di un ente, il presente lavoro ha analizzato il quadro normativo che racchiude la disciplina internazionale e nazionale relativa al bilancio d'esercizio e alla sua stesura, per poi offrire una panoramica di quelli che sono i contributi della letteratura in materia di *earnings management*.

È possibile concludere sottolineando la pervasività e l'importanza del fenomeno di manipolazione dei bilanci d'esercizio, soprattutto in relazione alle conseguenze che tali azioni risultano avere sia sui soggetti che sono direttamente legati all'impresa, sia sul mercato in generale. Al fine di disincentivare la rappresentazione di informazioni manipolate o false in bilancio, nonché l'occultamento di dati necessari alla rappresentazione veritiera e corretta, numerosi interventi sono stati proposti e messi in atto dalle autorità competenti e dal Legislatore nazionale.

Il quadro normativo di riferimento è tuttavia attualmente composto da una intricata rete di norme, previsioni e principi, e riflette la complessità del sistema economico globale. Al crescere del peso ricoperto dai mercati finanziari, aumenta anche la vastità degli strumenti offerti agli investitori, i quali hanno quindi la possibilità di indirizzare le loro scelte di investimento e di risparmio verso una sempre più ampia gamma di opportunità. Tale complessità è conseguenza anche dell'evoluzione tecnologica che ha caratterizzato l'ambiente internazionale negli ultimi decenni, e che, se da una parte ha aiutato le autorità competenti a garantire una maggiore trasparenza del mercato e delle informazioni comunicate dalle aziende, dall'altra ha messo a disposizione delle imprese ulteriori mezzi per aggirare le norme e i principi di riferimento. Sviluppi di tal genere hanno contribuito ad aumentare la concorrenza tra le aziende, le quali, di conseguenza, hanno sempre più interesse ad apparire agli occhi dei risparmiatori come il migliore investimento che essi possano conseguire tra quelli presenti sul mercato.

Ad un aumento della necessità di trasparenza e affidabilità delle informazioni, accompagnato da un crescente tecnicismo, corrisponde quindi anche un maggiore incentivo per le aziende a ricorrere a misure poco conformi pur di garantirsi un accesso al mercato vantaggioso ed economico. Un ambiente così configurato, dunque, offre alle imprese e ai loro dipendenti margini di discrezionalità più ampi nella rendicontazione delle informazioni contabili e finanziarie.

Vengono continuamente compiuti passi avanti nella sensibilizzazione delle imprese e dei loro manager a tali questioni e nell'implementazione di sistemi volti ad aumentare la portata informativa e l'affidabilità dei bilanci. Tuttavia, per quanto vi siano indubbi benefici nell'eliminazione dei margini di discrezionalità che provocano incentivi alla manomissione delle informazioni, è fondamentale ricordare la presenza di un importante ostacolo, ovvero dell'ineliminabile condizione di asimmetria informativa che caratterizza i mercati, e in particolare i rapporti tra i soggetti interni e quelli esterni all'impresa.

Bibliografia

Monografie

Amaduzzi, A. (1949) *Il sistema dell'impresa nelle condizioni prospettive del suo equilibrio*. Roma: Signorelli.

Board of Banking Supervision (1995), *Report of the Board of Banking Supervision inquiry into the circumstances of the collapse of Barings*. London: HMSO.

Cassandro, P.E. (1946) *Le riserve occulte*. Roma: Andriola.

Cavalieri, E. (1983) *Le riserve nell'economia dell'impresa*. Padova: CEDAM.

Ceccherelli, A. (1961) *Il linguaggio dei bilanci*. VII ed. Firenze: Le Monnier.

Di Toro, P. Ianniello, G. (1996) *La politica di redazione del bilancio di esercizio*. Padova: Cedam.

Ferramosca, S. (2018) *Politiche di bilancio e corporate governance: relazioni ed effetti economico-aziendali*. Torino: G. Giappichelli Editore.

Kellogg, I. Kellogg, L.B. (1991) *Fraud, Window Dressing, and Negligence in Financial Statements*. Shepards/McGraw-Hill.

Leeson, N. (2015) *Rogue trader*. Sphere.

Mackenzie, B. Njikizana, T. Coetsee, D. Chamboko, R. Colyvas, B. Hanekom, B. and Selbst, E. (2014) *Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards*. New Jersey: John Wiley & Sons.

Marchi, L. (1995) *L'analisi economico-finanziaria del profilo strategico*, in Marchi, L. Paolini, A. Quagli, A. *Strumenti di analisi gestionale*. Torino: Giappichelli Editore.

Mattei, M. M. (2006) *Dalle politiche di bilancio all'earnings management*. Bologna: D.U. Press.

Penman, S.H. (2004) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. II ed., New York: McGraw & Hill.

Pini, M. (1991) *Politiche di bilancio e direzione aziendale*. Milano: Etas Libri.

Poli, R. (1971) *Il bilancio d'esercizio*. Milano: Giuffrè.

Quagli, A. (2015) *Bilancio di esercizio e principi contabili*. Torino: G. Giappichelli Editore.

Sarcone, S. (2016) *La formazione del bilancio annuale. Disciplina civilistica e principi contabili nei loro tratti più significativi*. Vicenza: CEDAM.

Saunders, A. Millon Cornett, M. Anolli, M, Alemanni, B. (2015) *Economia degli intermediari finanziari*. IV ed. Milano: McGraw-Hill Education.

Schilit, H. (2002) *Financial Shenanigans: How to Detect Accounting Gimmicks & Fraud in Financial Reports*. New York: McGraw & Hill.

Zappa, G. (1950) *Il reddito d'impresa*. Milano: Giuffrè.

Articoli di periodici

Aubert, F. Grudnitski, G. (2012) Analysts' estimates: What they could be telling us about the impact of IFRS on earnings manipulation in Europe. *Review of Accounting and Finance*, vol. 11(1), pp.53-72.

Bagnoli, M. Watts, S.G. (2000) The Effect of Relative Performance Evaluation on Earnings Management: A Game-Theoretic Approach. *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 19(4/5), pp. 377-397.

Beneish, M.D. (2001) Earnings management: a perspective. *Managerial Finance*, vol. 27(12), pp. 3-17.

Beneish, M.D. (1999) Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements That Violate GAAP. *The Accounting Review*, vol. 74(4), pp. 425-457.

Botosan, C. (1997) Disclosure level and the cost of equity capital. *The accounting review*, vol. 72(3), pp. 323-349.

Burgstahler, D., Hail, L. Leuz, C. (2006) The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms. *The Accounting Review*, vol. 81(5), pp. 983-1016.

Deangelo, L. Deangelo, H. Skinner, D.J. (1994) Accounting Choices of Troubled Companies. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17 (Gennaio), pp. 113-143.

DeAngelo, L. (1981) Auditor Independence, Low balling and Disclosure Regulation. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3(2), pp. 113-127.

DeAngelo, L. (1981) Auditor Size and Audit Quality. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3(3), pp. 183-199

Dechow, P. Ge, W. Schrand, C. (2010) Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 50, pp. 344-401.

Dechow, P.M. Sloan, R.G. Sweeney A.P. (1996) Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, vol.13 (1), pp. 1-36.

Dechow, P. (1994) Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18 (1), pp. 3-40.

Dechow, P.M. Sloan, R.G. (1991) Executive Incentives and The Horizon Problem: An Empirical Investigation. *Journal of Accounting And Economics*, vol. 14, pp. 51-89.

- Defond, M.L. e Jiambalvo, J. (1994) Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, pp. 145-176.
- Degeorge, F. Patel, J. Zeckhauser, R. (1999) Earnings Management to Exceed Thresholds. *The Journal of Business*, vol. 72, pp. 1-33.
- Dichev, I. Graham, J. Harvey, C.R. Rajgopal, S. (2016) The Misrepresentation of Earnings. *Financial Analysts Journal*, vol. 72(1), pp. 22-35.
- Dichev, I.D. Skinner, D.J. (2002) Large Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis. *Journal of Accounting Research*, vol. 40 (4), pp. 1091-1123.
- 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, pp. 113-141.
- Hand, J. R. M. (1992) Resolving Lifo Uncertainty: A Theoretical and Empirical Examination Of 1974-1975 Adoptions and Non-Adoptions. *Journal of Accounting Research*, vol. 31, pp. 21-49.
- Healy, P.M. (1985) The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, pp. 85-107.
- Healy, P.M. Wahlen, J.M. (1999) A Review of The Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, vol. 13, pp. 365-383.
- Hribar, P. Collins, D. (2002) Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research. *Journal of Accounting Research*, vol. 40(1), pp. 105-134.
- Lev, B. (2003) Corporate Earnings: Facts and Fiction. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, pp. 27-50.
- Lucianetti, L. Battista V. (2015) La manipolazione dei valori di bilancio: pressione del management e tratti personali nell'attività del controller. *Management Control*, vol. 1(1), pp. 101-132.
- Myers, J.N. Myers, L.A. Skinner, D.J. (2007) Earnings momentum and earnings management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 22(2), pp. 249-284.
- Onida, P. (1974) Natura e limiti della politica di bilancio. *Rivista Dottori Commercialisti*, vol. 6, pp. 895-937.
- Poddighe, F. (2002) Politiche di bilancio. *Studium Oeconomiae, Economia dell'azienda e diritto dell'impresa*, vol. 4, pp. 699-701. Padova: CEDAM.
- Pouraghajan, A. Yadollahzadeh, N.A.T. Emamgholipour, M. Mansourinia, E. (2013) The Effect of Audit Quality on Earnings Management: Evidence from Iran. *International Journal of Basic Sciences & Applied Research*, vol. 2(4), pp. 399-404.
- Schipper, K. (1989) Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, December, pp. 91-102.

Sloan, R.G. (1996) Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings? *The Accounting Review*, vol. 71, pp. 289-315.

Viganò, E. (1973) L'informazione esterna d'impresa. *Rivista dei dottori commercialisti*, vol. 24(3), p. 566.

Letteratura grigia

Financial Accounting Standards Board (1984), *Statement of Financial Accounting Concepts No. 5. Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises*.

Feng, M. (2004) *A Rational Explanation for Why Managers Meet or Slightly Beat Earnings Forecasts*. University of Michigan Working Paper.

International Accounting Standards Board (2010), *The Conceptual Framework for Financial Reporting*.

Organismo Italiano di Contabilità (2018), *Finalità e postulati del bilancio d'esercizio. OIC 11*.

Documenti in rete

Borsa Italiana (2012), *Stock Option*. URL: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/stockoption203.htm> (Ultimo accesso: 07/05/18)

Borsa Italiana (2011), *Glossario: Earnings per Share*. URL: <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Earnings%20per%20Share> (Ultimo accesso: 14/05/18)

Borsa Italiana (2008), *Insider Trading*. URL: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/insidertrading.htm> (Ultimo accesso: 13/05/18)

Borsa Italiana (2007), *Gli indici mondiali. Dow Jones, Nikkei 225 e DJ Euro Stoxx 50*. URL: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/indici-internazionali.htm> (Ultimo accesso: 21/03/2018)

Bragg, S. (2018) Cookie jar accounting. *Accounting Tools*. URL: <https://www.accountingtools.com/articles/cookie-jar-accounting.html> (Ultimo accesso: 09/05/2018)

Fornaciari, L. (2018) Nuovo OIC 11: finalità e postulati del bilancio d'esercizio. *IPSOA*. URL: <http://www.ipsoa.it/documents/bilancio-e-contabilita/principi-contabili-nazionali-e-internazionali/quotidiano/2018/04/04/oic-11-finalita-postulati-bilancio-esercizio> (Ultimo accesso: 08/06/2018)

Ghiselli, P. (2017) Il reato di falso in bilancio tra considerazioni di politica criminale e valutazioni contabili. *Diritto 24 – Il Sole 24 Ore*. URL: <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/dirittoPenale/2017-06-14/il-reato-falso-bilancio-considerazioni-politica-criminale-e-valutazioni-contabili-180025.php> (Ultimo accesso: 10/06/2018)

- Il Sole 24 Ore (2016), *Parole chiave: Proxy fight*. URL: <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/proxy-fight.html> (Ultimo accesso: 15/05/18)
- Investopedia (2017) *Big Bath*. URL: <https://www.investopedia.com/terms/b/bigbath.asp> (Ultimo accesso: 9/05/2018)
- IPSOA (2016), *Controlli e scritture contabili di fine anno: le novità del “Decreto Bilanci”*. URL: <http://www.ipsoa.it/documents/bilancio-e-contabilita/contabilita/quotidiano/2016/01/23/controlli-e-scritture-contabili-di-fine-anno-le-novita-del-decreto-bilanci> (Ultimo accesso: 14/06/2018)
- Mele, C. (2018) OIC 11: l'introduzione di nuovi postulati di bilancio. *Informazione Fiscale*. URL: <https://www.informazionefiscale.it/OIC-11-nuovi-postulati-bilancio> (Ultimo accesso: 08/06/2018)
- Organismo Italiano di Contabilità (2018), *OIC pubblica l'OIC 11 Finalità e postulati del bilancio d'esercizio*. URL: <http://www.fondazioneoic.eu/?p=13679> (Ultimo accesso: 08/06/2018)
- Rodrigues, J. (2015) Barings collapse at 20: How rogue trader Nick Leeson broke the bank. *The Guardian*. URL: <https://www.theguardian.com/business/from-the-archive-blog/2015/feb/24/nick-leeson-barings-bank-1995-20-archive> (Ultimo accesso: 11/06/2018)
- Singapore National Library Board (2009) *Collapse of Barings | Infopedia*. URL: http://eresources.nlb.gov.sg/infopedia/articles/SIP_1531_2009-06-11.html (Ultimo accesso: 21/03/2018)
- Todesco, C. (2017) *Come capire se il bilancio è manipolato*. URL: <https://www.knowledge.unibocconi.it/notizia.php?idArt=17658> (Ultimo accesso: 16/05/18)
- Treccani (2012), *Dizionario di Economia e Finanza: take-over*. URL: http://www.treccani.it/enciclopedia/take-over_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/ (Ultimo accesso: 15/05/18)