

DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

Corso di Laurea Magistrale in Amministrazione, Finanza e Controllo

Cattedra di Revisione aziendale, tecnica e deontologia professionale

EARNINGS MANAGEMENT E FALSO IN BILANCIO: PROFILI TEORICI ED EVIDENZE
EMPIRICHE

RELATORE

Chiar.mo Prof.

Alessandro Mechelli

CANDIDATO

Cataldi Giacomo

Matr. 704911

CORRELATORE

Chiar.ma Prof.ssa

Maria Federica Izzo

Anno Accademico 2019/2020

SOMMARIO

INTRODUZIONE	I
CAPITOLO 1 EARNINGS MANAGEMENT E FALSO IN BILANCIO: DEFINIZIONI ED ANALISI DEI FENOMENI	1
1.1 EARNINGS MANAGEMENT	1
1.1.1 <i>Definizioni in letteratura e descrizione del fenomeno</i>	1
1.1.2 <i>Principali motivazioni</i>	6
1.1.3 <i>Differenti tipologie di earnings management</i>	10
1.2 FALSO IN BILANCIO	18
1.2.1 <i>Definizioni in letteratura e descrizione del fenomeno</i>	18
1.2.2 <i>Principali motivazioni</i>	23
1.2.3 <i>Differenti tipologie di frode contabile</i>	26
1.3 CONFINE TRA EARNINGS MANAGEMENT E FALSO IN BILANCIO	30
CAPITOLO 2 LE FALSE COMUNICAZIONI SOCIALI NELLA NORMATIVA ITALIANA – EVOLUZIONE STORICA E NORMATIVA VIGENTE	37
2.1 EVOLUZIONE STORICA	37
2.1.1 <i>Dal Codice del Commercio (1882) al Codice Civile (1942)</i>	37
2.1.2 <i>La riforma del 2002</i>	42
2.1.2.1 <i>La riforma “minore” del 2005</i>	48
2.1.3 <i>La riforma del 2015</i>	49
2.2 ELEMENTI FONDAMENTALI DELLA NORMATIVA VIGENTE	54
2.2.1 <i>I soggetti attivi</i>	54
2.2.2 <i>Il veicolo della falsità</i>	56
2.2.3 <i>Il dolo e la condotta antigiuridica</i>	59
2.2.4 <i>I fatti di lieve entità e la particolare tenuità</i>	64
2.2.5 <i>Cenni alle questioni del falso “qualitativo” e del falso “valutativo”</i>	67
CAPITOLO 3 MODELLI DI INDIVIDUAZIONE	75
3.1 MODELLI DI <i>EARNINGS MANAGEMENT DETECTION</i>	75
3.1.1 <i>Modello di Healy (1985)</i>	75
3.1.2 <i>Modello di DeAngelo (1986)</i>	77
3.1.3 <i>Modello di Jones (1991)</i>	79
3.1.3.1 <i>Modello di Dechow et al. (1995) o Modified Jones</i>	82

3.1.4 Modello di Kothari et al. (2005).....	84
3.2 MODELLI DI EARNINGS MANIPULATION DETECTION	87
3.2.1 Modello di Beneish (1999)	87
3.2.1.1 Modello di Beneish (1999) adattato alla realtà delle PMI italiane	94
3.2.2 Benford's law (1938).....	96
3.2.3 Dechow's F-Score (2011).....	99
3.2.4 Altman's Z-Score e cenni all'utilizzo della ratio analysis.....	104
CAPITOLO 4 APPLICAZIONE PRATICA DEL MODELLO DI BENEISH	
ADATTATO ALLA REALTÀ DELLE PMI ITALIANE.....	110
4.1 SCELTA E MODALITÀ DI IMPLEMENTAZIONE DEL MODELLO	110
4.2 SELEZIONE DEL CAMPIONE.....	115
4.3 PRESENTAZIONE DEI RISULTATI ED ANALISI DEI CASI IDENTIFICATI COME MANIPOLATI DAL MODELLO APPLICATO.....	122
4.4 IL CASO BIO ON S.P.A.	134
RIFLESSIONI CONCLUSIVE.....	138
BIBLIOGRAFIA	141

INTRODUZIONE

L'elaborato che segue si pone come obiettivo quello di approfondire due tematiche tra loro fortemente collegate: l'*earnings management* e la frode contabile.

Si è deciso di impostare tale lavoro soffermandosi dapprima sulla lettura e l'analisi della letteratura relativa ai temi in oggetto e successivamente procedendo all'applicazione di uno dei modelli proposti dalla letteratura ad un campione di imprese italiane.

Il lavoro si struttura in quattro capitoli: i primi tre relativi ai profili teorici delle suddette tematiche ed il quarto concernente l'applicazione pratica del modello prescelto.

Il primo capitolo intende affrontare, prima autonomamente e poi mettendoli in relazione tra di loro, i fenomeni dell'*earnings management* e della frode contabile.

Dunque, saranno presentate ed analizzate alcune delle definizioni di *earnings management (EM)* individuate in letteratura, con l'obiettivo di individuarne gli elementi comuni e di fornire una panoramica del fenomeno.

Successivamente saranno individuate ed esposte le principali motivazioni per cui l'*earnings management* viene messo in atto.

Innanzitutto, le politiche di *earnings management* sono attuate con lo scopo ultimo di far apparire il bilancio in modo diverso da quello reale e privo di alterazioni. Tuttavia, sebbene questo obiettivo sia comune a tutti casi di *EM*, ogni caso nasce da una differente motivazione che ha spinto il management aziendale ad alterare i valori di bilancio.

Saranno allora proposte due differenti classificazioni dei motivi alla base dell'*earnings management*.

Inoltre, verranno individuate le diverse tipologie di classificazione dell'*earnings management* e le modalità di implementazione.

In letteratura le tecniche di *earnings management* sono generalmente divise in due differenti tipologie: **real earnings management (REM)** ed **accrual earnings management (AEM)**.

La suddetta divisione si basa su quale sia l'effettivo oggetto dell'alterazione: le concrete operazioni di gestione nel primo caso, i c.d. *accruals* nel secondo. All'interno di ciascuna categoria sono individuate differenti tecniche di effettiva implementazione dell'*EM*.

Inquadrato il fenomeno dell'*earnings management* si è deciso di procedere con l'analisi della frode contabile, procedendo in maniera sostanzialmente speculare, potendo così rendere più agevole l'individuazione dei tratti comuni e delle differenze che esistono tra i due.

Anche per la frode contabile bilancio (o falso in bilancio, o ancora *financial statement fraud*) saranno proposte ed esaminate alcune delle definizioni di falso in bilancio individuate nella letteratura – proposte ad esempio dalla *Association of Certified Fraud Examiners (ACFE)* e del principio di revisione ISA Italia 240 – in materia economico-contabile, con l'obiettivo di individuarne gli elementi fondamentali ed inquadrare il fenomeno nel suo insieme.

Successivamente, anche per la frode contabile, saranno individuate ed esposte le principali motivazioni che spingono al compimento delle frodi contabili.

Sul punto è ricorrente in letteratura il riferimento a quello che viene definito “il triangolo della frode” e che identifica tre elementi la cui contemporanea esistenza risulta fondamentale affinché un comportamento fraudolento possa compiersi.

Infine, specularmente alla trattazione dell'*EM*, verrà presentata una tassonomia della *financial statement fraud* - proposta da Zack (2013) e che prevede 4 macro-categorie - che ha il pregio di essere una delle più ampie ed articolate rintracciabili nella letteratura sul tema.

Trattati, quindi, i fenomeni di *earnings management* e di falso in bilancio, si proverà a definire quale rapporto esista tra i due e, in particolare, quando una politica di *EM* sfoci nella frode contabile.

Dopo aver inquadrato il fenomeno della frode contabile (*rectius* falso in bilancio) da un punto di vista prettamente economico-aziendale, la prosecuzione dell'analisi – nel capitolo secondo – non potrà certamente prescindere dall'illustrazione della normativa che l'ordinamento nazionale prevede in relazione alle manipolazioni contabili, ossia la disciplina delle false comunicazioni sociali.

Nella stesura dell'elaborato si è voluto ripercorrere le principali tappe normative che dal 1882 ad oggi hanno segnato l'evoluzione delle disposizioni relative al reato di false comunicazioni sociali (*rectius* falso in bilancio).

La “narrazione” si aprirà quindi con la prima manifestazione storica di una disposizione in materia di falso in bilancio, rintracciabile nel Codice del Commercio del 1882, per trattare poi le prime modificazioni negli anni '30, concernenti un forte inasprimento della pena sulla scorta dell'ideologia fascista e quindi della nuova concezione dell'impresa nell'economia pubblica.

Si tratterà poi l'inserimento delle disposizioni in oggetto nel Codice Civile del 1942, con la formulazione rimasta invariata per oltre mezzo secolo, fino alla riforma del 2002, fortemente criticata per la mitezza delle pene e la sostanziale depenalizzazione attuata.

Dopo una breve trattazione delle poche e superficiali modificazioni attuate nel 2005, si passerà a trattare la riforma operata nel 2015, dalla quale deriva, vista l'assenza di successivi interventi del legislatore, la disciplina ad oggi vigente.

Ricostruita, quindi, l'evoluzione storica della normativa che in Italia ha regolato – e regola – le false comunicazioni sociali, si procederà con l'individuazione e l'approfondimento di alcuni degli elementi fondamentali della normativa nella sua formulazione ad oggi vigente.

Innanzitutto, saranno individuati i soggetti attivi che la legge prevede possano commettere il reato: si tratta di un elenco di soggetti espressamente identificati dalla legge, che pertanto configura le false comunicazioni sociali come reato proprio.

Sarà successivamente analizzato il c.d. veicolo della falsità, che si costituisce dei bilanci, delle relazioni e delle altre comunicazioni sociali. Si è quindi voluto individuare quali tipologie di questi possano effettivamente veicolare delle false comunicazioni sociali.

Anche l'elemento soggettivo del reato sarà oggetto di analisi, individuando innanzitutto la natura dolosa della fattispecie e successivamente quale tipologia di dolo possa effettivamente integrare la stessa. Oltre a ciò, sarà individuata quale sia la condotta anti-giuridica atta ad integrare il reato di false comunicazioni sociali, sia nella sua forma c.d. “commissiva” che in quella c.d. “omissiva”.

L'analisi toccherà anche le due fattispecie “di favore”: i “fatti di lieve entità” e la “non punibilità per particolare tenuità”. Per entrambe saranno individuati elementi fondamentali e criticità.

Infine, si tratteranno due questioni di innegabile interesse: il falso “qualitativo” ed il falso “valutativo”. Per entrambi – il primo attinente alla classificazione delle voci nel bilancio, il secondo all’ambito delle stime effettuate dagli amministratori – si ripercorrerà il dibattito dottrinale e giurisprudenziale relativo alla loro effettiva rilevanza penale nella normativa precedente e successiva alla riforma del 2015.

Nel terzo capitolo si lascerà l’ambito giuridico per tornare in quello economico-contabile ed in particolare per trattare differenti modelli di individuazione dell’*earnings management* e delle frodi contabili.

Infatti, il fenomeno dell’*earnings management* ha suscitato l’interesse di molteplici autori, ciascuno dei quali ha elaborato un proprio modello per l’individuazione – *detection* – dell’*EM*, in molti casi correggendo ed integrando modelli già esistenti.

La maggioranza di questi modelli si basa sull’analisi degli *accruals*, per lo più come aggregato (*total accrual*) invece che come *specific accrual*.

Saranno esposti alcuni tra i principali modelli di *earnings management detection* proposti in letteratura, tra cui il modello di Healy (1985), quello di Jones (1991) e quello di Dechow et al. (1995).

Più nel dettaglio, questi modelli testano la presenza di *earnings management* utilizzando i *discretionary accruals* – misurati come il residuo o l’errore atteso di un modello predittivo – come *proxy* dell’alterazione da parte del management. Oltre che l’essere tutti *accrual based models*, ad accomunare tali modelli è anche il fatto di avere come oggetto di studio l’*earnings management*, inteso come l’alterazione non fraudolenta delle voci di bilancio che partecipano alla determinazione del risultato netto.

Successivamente saranno esposti alcuni tra i principali modelli di *earnings manipulation detection*.

Si tratta di modelli che, fondati su metodologie statistiche, permettono di individuare possibili manipolazioni del bilancio attraverso l’analisi dei dati economici in esso riportati.

Tra i modelli che saranno oggetto di analisi rientrano il modello di Beneish (1999) e la sua versione adattata alla realtà delle PMI italiane Giunta *et al.* (2014).

La fondamentale differenza tra i modelli di *earnings management detection* e quelli di *earnings manipulation detection* risiede nel fatto che i secondi intendono individuare le manipolazioni dei valori di bilancio che hanno carattere di frode, e che quindi oltrepassano il perimetro di discrezionalità stabilito dai *GAAP*.

In tal senso, Beneish (1999) definisce l'*earnings manipulation* come “*an instance in which a company's managers violate generally accepted accounting principles (GAAP) to favorably represent the company's financial performance*”.

Nessuno dei modelli che saranno analizzati è in grado di affermare con certezza la presenza o meno di manipolazioni, e quindi di una frode contabile. Tuttavia, tutti questi modelli restituiscono all'utilizzatore un *output* che segnala la probabile presenza di frode, suggerendo – ed in alcuni casi anche orientando – maggiori approfondimenti.

Il quarto ed ultimo capitolo intende presentare i risultati dell'applicazione del modello di Beneish nella sua versione adattata alle PMI italiane ad un campione di 100 imprese italiane relativamente al bilancio per l'esercizio 2019.

La trattazione del capitolo si aprirà con dei richiami alle fondamenta teoriche del modello e con una puntuale spiegazione delle modalità con cui ciascuna componente del modello è stata calcolata.

Successivamente verrà presentata la modalità di costruzione, attraverso il *database* AIDA, del campione composto da 100 società di capitali appartenenti a 10 diverse Divisioni ATECO.

Individuato il campione verranno presentati i risultati dell'applicazione del modello alle imprese selezionate e si procederà con una analisi dei casi che il modello ha individuato come potenziali manipolatrici, attraverso una lettura critica dei dati contabili e dei fascicoli di bilancio, cercando di comprendere se l'individuazione quale potenziale manipolatrice possa avere cause diverse dall'effettiva manipolazione fraudolenta dei dati contabili confluiti nel bilancio d'esercizio.

CAPITOLO 1

EARNINGS MANAGEMENT E FALSO IN BILANCIO: DEFINIZIONI ED ANALISI DEI FENOMENI

1.1 Earnings management

1.1.1 Definizioni in letteratura e descrizione del fenomeno

Nel corso degli ultimi 30 anni molteplici studi hanno affrontato il tema dell'*earnings management*, senza tuttavia arrivare a proporre una definizione unica e comune.

Per comprendere l'essenza del fenomeno oggetto di questo paragrafo è quindi necessario prendere in considerazione alcune tra le definizioni che la letteratura ha proposto nel corso del tempo, cercando di coglierne gli elementi comuni.

Il filone di ricerca sull'*earnings management* muove i primi passi partendo da una pubblicazione di Hepworth nel 1953¹, in cui l'autore evidenzia come nell'arco di 50 anni l'interesse dei soggetti terzi si sia spostato dagli *assets and liabilities*, al *net income*. Di conseguenza la struttura dei report informativi pubblicati si è andata a modificare, passando dal solo *balance sheet*, a report che comprendevano, e tuttora comprendono, l'*income statement*.

Hepworth mette in risalto, dunque, la necessità di stabilire principi e procedure che permettano di raggiungere un elevato livello di oggettività nella determinazione del risultato netto di ciascun periodo, perché è possibile mettere in atto delle tecniche contabili tali da agire sulla ripartizione del *net income* tra differenti periodi contabili.

Successivamente, nel 1989, Schipper descrive l'*earning management* come un'alterazione delle informazioni, e quindi dei valori contabili, che vengono comunicati all'esterno da parte dell'impresa:

“Earnings management means disclosure management in the sense of a purposeful intervention in the external financial reporting process, with

¹ S. R. Hepworth, “Smoothing Periodic Income”, *The Accounting Review*, 1953, Vol. 28, No. 1, pp. 32-39

the intent of obtaining some private gain as opposed to, say, merely facilitating the neutral operation of the process”².

Nel 1999 Healy e Wahlen individuano fenomeni di *earnings management* ogni qual volta i valori riportati in bilancio sono modificati con l'intento di ingannare gli *stakeholders* o di ottenere dei benefici contrattuali. In tal senso asseriscono che:

“Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers”³.

Mulford e Comiskey (2002), invece, individuano nell'*earnings management* uno strumento per far convergere i risultati esposti in bilancio verso dei target prestabiliti, ossia:

“The active manipulation of earnings toward a predetermined target, which may be set by management, a forecast made by analysts, or an amount that is consistent with a smoother, more sustainable earnings stream”⁴.

Nel 2003, Goel e Thakor mettono in luce come l'attuazione dell'*earning management* porti ad una divergenza tra gli utili conseguiti e quelli dichiarati attraverso la comunicazione economico-finanziaria. Gli autori propongono la seguente definizione:

“Earnings management means manipulating reported earnings so that they do not accurately represent economic earnings at every point in time”⁵.

² Katherine Schipper, “Commentary on earnings management”, Accounting Horizons, December 1989, pp. 91-102

³ Healy, P. M., & Wahlen, J. M., “A review of the earnings management literature and its implications for standard setting”, Accounting Horizons, 1999, No. 13, pp. 365–383.

⁴ Charles W. Mulford, Eugene E. Comiskey, “The Financial Numbers Game Detecting Creative Accounting Practices”, John Wiley & Sons Inc., 2002

⁵ A. M. Goel, A.V. Thakor, “Why do firms smooth earnings?”, The Journal of Business, Vol. 76, No. 1 (January 2003), pp. 151-192

Gyroux, in due pubblicazioni successive (2003 e 2004), in linea con la definizione proposta da Mulford e Comoskey (2002), individua nell'*earnings management* l'espedito per portare gli utili ai livelli desiderati:

*“The operating and discretionary accounting methods to adjust earnings to a desired outcome”*⁶.

*“The planning and control of the accounting and reporting system to meet the personal objectives of management”*⁷.

Walker (2013) intende l'*earnings management* come l'utilizzo della discrezionalità nella rappresentazione contabile dei fatti di gestione e nelle scelte manageriali, restando nel “perimetro” dei GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*):

*“The use of managerial discretion over (within GAAP) accounting choices, earnings reporting choices, and real economic decisions to influence how underlying economic events are reflected in one or more measures of earnings”*⁸.

Con una formulazione più incentrata sul rapporto tra *insiders* (estensori del bilancio) ed *outsiders* (utilizzatori del bilancio), Cimini (2015) definisce l'*earnings management* come:

*“The manipulation of accounting numbers and so [of] the substance of the annual report. [...] We consider earnings management as the insiders' mind-set to manipulate earnings against the interest of outsiders”*⁹.

Infine, El Diri (2018) fornisce una descrizione dell'*earnings management* che rappresenta una sintesi delle principali definizioni offerte dalla letteratura, inserendo però considerazioni innovative circa le condizioni che permettono al management di poter “gestire gli utili”:

⁶ Giroux, G., “Financial analysis: A user approach”, Wiley, 2003

⁷ Giroux, G., “Detecting earnings management”, Wiley, 2004

⁸ M. Walker, “How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management”, *Accounting and Business Research*, 2013 Vol. 43, No. 4, pp. 445 – 481

⁹ R. Cimini, “The selective misrepresentation of financial information due to earnings management. Theoretical background, models and empirical evidence from the European Union”, G. Giappichelli Editore, 2015

“I define earnings management as the within GAAP management discretion over external financial reporting by abusing some contracting deficiencies, stakeholders’ bounded rationalities, and information asymmetry in the market, through some economic decisions, a change in the accounting treatment, or other sophisticated methods. The purpose of management is to present earnings in a way different (up or down) from what is known to them to achieve private benefits while misleading the stakeholders; although such discretion may not always be harmful to them”¹⁰.

Le definizioni sopra proposte si presentano come un gruppo eterogeneo, dal momento che ciascuna predilige alcuni aspetti a scapito di altri e che, mancando una definizione unica ed universalmente condivisa, ogni definizione è costruita per adattarsi al meglio al contesto empirico e di ricerca in cui viene proposta.

Tuttavia, alcuni elementi comuni possono essere identificati:

1. si può effettivamente parlare di *earnings management* solamente nell’ambito della comunicazione economico-finanziaria che l’impresa rivolge ai soggetti esterni; l’oggetto delle azioni di *earnings management* è quindi il bilancio d’esercizio ed ogni report periodico che l’impresa pubblica. In tal senso, Schipper (1989) sottolinea come il fenomeno dell’EM sia limitato ai report indirizzati a soggetti esterni e non sia applicabile alla reportistica interna, come quella prodotta dalle funzioni di *managerial accounting*.
2. l’applicazione di politiche di *earnings management* determina l’alterazione dei valori esposti in bilancio, portando ad una rappresentazione non più neutrale dei fatti di gestione¹¹. L’alterazione si sostanzia nel fatto che l’EM porta ad esporre *“bottom line numbers that would have been different in the absence of any manipulation”¹²*.

¹⁰ M. El Diri, “Introduction to earnings management”, Springer, 2018

¹¹ Cfr. C. Florio, “La verifica di impairment nella prospettiva delle politiche di earnings management. Profili teorici ed evidenze empiriche”, FrancoAngeli Editore, 2011

¹² P. S. Mohanram, “How to manage earnings management”, Accounting World, 2003, Vol. 10, No. 1, pp. 1 - 12

3. l'alterazione dei valori di bilancio è di natura intenzionale. Florio (2011) sottolinea che “le politiche di *earnings management* non hanno nulla a che vedere, nella loro sostanza, con la commissione, in via casuale, di errori e/o omissioni, anche se gli effetti prodotti dai due eventi [...] possono considerarsi analoghi”.
4. la possibilità per il management di porre in essere politiche di *earnings management* nasce fundamentalmente dall'esistenza in bilancio di poste valutative e quindi di margini di discrezionalità nella definizione dei valori di bilancio¹³.
5. altro elemento di continuità tra le diverse definizioni è lo scopo¹⁴ che spinge gli estensori del bilancio a porre in essere politiche di *EM*: “Scopo ultimo delle politiche di bilancio¹⁵ è quello di far apparire un bilancio differente da quello reale e/o influenzare gli aspetti sostanziali della gestione aziendale”¹⁶.
6. infine, è opportuno evidenziare che, sebbene in letteratura si faccia sempre riferimento all’“*earnings management*” – letteralmente “gestione degli **utili**” – oggetto del fenomeno non è solamente il risultato economico, ma qualsiasi altra voce di bilancio, dal momento che esiste un legame – imposto dal sistema della partita doppia¹⁷ – che coinvolge tutti i valori e che ciascuno di essi rappresenta, per il lettore del bilancio, un'informazione¹⁸.

¹³ Sul punto, si rimanda al paragrafo 1.1.3, dove sarà trattato il c.d. *accrual earnings management*

¹⁴ Una più puntuale analisi delle principali motivazioni che spingono all'attuazione di politiche di *earnings management* si rimanda al paragrafo 1.1.2

¹⁵ “politiche di bilancio”, “manipolazioni di bilancio” e “artifici contabili” sono i lemmi più ricorrenti nella letteratura nazionale per tradurre la locuzione “*earnings management*”

¹⁶ R. Verona, “Le politiche di bilancio. Motivazioni e riflessi economico-aziendali”, Giuffrè Editore, 2006

¹⁷ Sebbene riferito alla frode contabile – che sarà oggetto di maggiore approfondimento nel paragrafo 1.2 – Zack (2013) afferma che “*Since accounting inherently involves two sides to every transaction, when a revenue account is misstated, some other account is likely to be misstated as well*”, evidenziando come l'alterazione o manipolazione di un conto, coinvolga necessariamente anche un altro conto di bilancio.

¹⁸ Cfr. Schipper 1989 e Florio 2011

L'*earnings management* si esplica dunque come una alterazione intenzionale, attraverso l'esercizio della discrezionalità concessa al management e sfruttando le asimmetrie informative, dei valori esposti nel bilancio d'esercizio e nella comunicazione economico finanziaria indirizzata ai soggetti terzi.

Alla luce di quanto sinora esposto, gli effetti dell'*earnings management* consistono nel fatto che gli "*earnings reports reflect e desires of management rather than e underlying financial performance of the company*"¹⁹.

1.1.2 Principali motivazioni

Come anticipato nel precedente paragrafo, le politiche di *earnings management* sono attuate con lo scopo ultimo di far apparire il bilancio in modo diverso da quello reale e privo di alterazioni.

Sebbene questo obiettivo sia comune a tutti casi di *EM*, ogni caso nasce da una differente motivazione che ha spinto il management aziendale ad alterare i valori di bilancio.

Come per la definizione, anche per le motivazioni non esiste in letteratura una classificazione unica e condivisa, ma ogni autore tende ad individuare diverse motivazioni ed a classificarle in maniera differente.

Ai fini di questo lavoro, sono prese in considerazione due differenti classificazioni e le relative motivazioni, elaborate da Duncan (2001) e da El Diri (2018).

¹⁹ A. Levitt, all'epoca presidente della SEC, nel discorso presso NYU Center for Law and Business, 28 settembre 1998

La classificazione di Duncan²⁰ individua tre diverse fonti di incentivi all'*EM*:

External Forces	Company Culture	Personal Factors
Si tratta di pressioni e/o incentivi che hanno origine all'esterno dell'impresa	Sono pressioni e/o incentivi che nascono all'interno dell'impresa stessa	Pressioni e/o incentivi strettamente legati agli interessi personali dei manager

Duncan (2001) elenca 20 diversi motivi per cui vengono attuate politiche di *earnings management*, di seguito saranno analizzati alcuni tra i principali che l'autore propone per ciascuna categoria.

Nella prima fonte di incentivi – *External Forces* – all'*earnings management* rientrano le previsioni degli analisti (*Analysts' forecast*) e le obbligazioni contrattuali (*Contractual obligations*).

Quando per più periodi successivi un'impresa registra performance inferiori rispetto alle previsioni degli analisti, sorge il rischio che il valore delle azioni possa crollare. Questa situazione può generare sul management una pressione a presentare risultati economici alterati, proprio con la finalità di comunicare al pubblico dei risultati in linea con le aspettative degli analisti, e quindi del mercato.

Duncan (2001) individua poi in alcune clausole contrattuali un possibile incentivo all'*EM*: si tratta di accordi in cui l'impresa si impegna a mantenere determinati livelli di alcune grandezze contabili (utili, indebitamento, indici di bilancio, limiti al pagamento di dividendi, etc.). In questi casi la pressione all'attuazione di politiche di *earnings management* deriva dalle conseguenze del mancato rispetto dei suddetti accordi (anche definiti *covenant*), che possono prevedere l'immediato rimborso del debito o altre prestazioni.

La seconda fonte di incentivi identificata da Duncan (2001) è quella della *Company Culture*, in cui l'autore fa rientrare la remunerazione del management (*Management compensation*) e la paura del declino degli utili dopo un periodo di eccessivo profitto (*Excessive profit followed by fear of decline*).

Per far fronte al problema della divergenza di interessi tra soci e management (c.d. Problema di agenzia), le imprese sono solite prevedere dei piani di remunerazione

²⁰ R. Duncan, "Twenty pressures to manage earnings", The CPA Journal, July 2001

del management, attraverso bonus e *stock options*, che sono legati ai risultati economici raggiunti.

Sebbene tali schemi di remunerazione siano in grado di allineare gli interessi delle due parti, nell'analisi di Duncan (2001) sono anche un incentivo ad alterare i risultati con l'obiettivo di massimizzare i benefici personali che il piano remunerativo prevede.

Altro incentivo all'*earnings management* che Duncan (2001) individua è legato alla paura di molte imprese che "*a famine will follow feast year*". Il management, temendo scarse performance future, tende a manipolare al ribasso i risultati degli anni positivi per creare delle "riserve di utili" da utilizzare nei successivi periodi meno profittevoli²¹.

Infine, nella classificazione proposta da Duncan (2001), pressioni all'attuazione di politiche di *earnings management* derivano da quelli che l'autore definisce *Personal Factors*; tra questi include il mantenimento del posto di lavoro – "*job retention*".

Viene messo in risalto come negli anni '90 il metodo preferito dalle imprese per ridurre i costi ed aumentare la profittabilità fosse il *downsizing*, e quindi come la performance della propria area di competenza di diventasse fondamentale affinché il manager mantenesse il proprio impiego. Tale situazione, evidentemente, genera un forte incentivo all'alterazione al rialzo dei risultati relativi alla propria divisione.

L'altra classificazione, proposta da El Diri (2018), si articola anch'essa in tre macro-categorie di motivazioni:

Contracting motives	Capital market motives	Third-party motives
Motivazioni che sorgono dai contratti che l'impresa stipula sia con soggetti interni che esterni.	Motivazioni che hanno origine nel rapporto tra risultato economico e prezzo di borsa.	Motivazioni legate ai rapporti che l'impresa mantiene con i terzi.

²¹ Levitt (1998) definisce questa modalità di *EM* "*Cookies jar reserves*", evidenziando il fatto che, all'occorrenza, il management possa attingere al "barattolo dei biscotti" per esporre un risultato migliore di quello reale.

Nei cc.dd. *Contracting motives* rientrano, tra gli altri, quelli legali all'avvicinarsi di diversi CEO – “*CEO turnover*” – e quelli connessi all'ottenimento di capitale di terzi – “*Loans*”.

Quando un CEO passa il testimone al suo successore si vengono a creare motivazioni ad implementare politiche di *earnings management* per entrambi i soggetti: il CEO uscente sarà portato a presentare risultati quanto più positivi possibile, così da incrementare eventuali bonus di fine rapporto legati all'utile, oltre che migliorare la propria immagine e le proprie chances di ottenere un'altra posizione lavorativa di rilievo; il CEO entrante, al contrario, è interessato a far apparire il risultato economico inferiore a quello reale, così da far sembrare le performance future in netto incremento rispetto al passato²².

Quando un'impresa decide di incrementare l'apporto di capitale di terzi mediante l'ottenimento di un prestito, nasce per il management un incentivo ad alterare i valori di bilancio. Le azioni di *earnings management*, in questa situazione, possono essere finalizzate tanto all'incremento quanto alla diminuzione del risultato presentato rispetto a quello reale. L'interesse dell'impresa a presentare un risultato economico maggiore può essere spiegato dal fatto che il management voglia fittiziamente migliorare il merito creditizio dell'impresa e quindi ridurre il costo del debito; al contrario, il management può essere incentivato a mostrare un risultato inferiore a quello effettivo, così da assicurarsi la capacità di soddisfare le aspettative dei propri creditori lungo tutta la durata del prestito.

Nella macro-categoria dei *Capital market motives*, El Diri (2018) considera diversi motivi, tra cui le acquisizioni da parte del management – “*Management buyouts*” – ed il mercato azionario – “*Stock market*”.

Quando vengono poste in essere operazioni *Management buyout*²³, gli interessi del management e degli azionisti sono in netto contrasto: il management, ossia l'acquirente, vuole pagare il prezzo più basso possibile; gli azionisti, ossia i venditori, desiderano vendere al prezzo più alto possibile²⁴.

È chiaro che l'interesse del management, fino al momento dell'acquisizione, è

²² Cfr. J. Ronen, V. Yari, “Earnings management: emerging insights in theory, practice and research”, Springer Science and Business Media, 2008

²³ Operazioni finalizzate al cambiamento totale della proprietà di un'impresa a favore di manager interni alla società stessa. www.borsaitalia.it

²⁴ Cfr. J. Ronen, V. Yaari, “Earnings management: emerging insights in theory, practice and research”, Springer Science and Business Media, 2008

quello di implementare politiche di *earnings management* che portino all'esposizione di un risultato economico al ribasso, così da diminuire il valore, e quindi il prezzo, dell'impresa (Ronen e Yari, 2008).

Inoltre, El Diri (2018), evidenzia come, vista l'esistenza di una relazione tra il risultato d'esercizio ed il prezzo di borsa²⁵, il management potrebbe essere interessato a migliorare fittiziamente il risultato stesso, con la finalità di migliorare la valutazione delle azioni. Oltre a ciò, il management potrebbe mettere in atto politiche di *EM* finalizzate a rendere stabile nel tempo il risultato economico di più esercizi successivi (c.d. *earnings smooting*), ottenendo una minore volatilità del prezzo delle azioni e quindi una migliore valutazione di queste.

L'ultima macro-categoria prevista dalla classificazione di El Diri (2018) è quella dei *Third party motives*. Tra i motivi che questi vi individua all'interno rientrano la diversificazione – "*Industrial diversification*" – ed i rapporti con clienti e fornitori – "*Suppliers and customer*".

L'autore individua nella diversificazione delle attività aziendali la causa di una maggiore asimmetria informativa tra management ed azionisti, dovuta alla maggiore complessità dell'impresa e quindi alla più complicata comprensione dell'andamento economico della stessa.

Infine, anche i rapporti che l'impresa instaura con clienti e fornitori possono generare incentivi ad alterare i valori riportati in bilancio: l'*EM* viene utilizzato per influenzare la percezione che clienti e fornitori hanno delle performance future dell'impresa²⁶.

1.1.3 Differenti tipologie di *earnings management*

Nella letteratura sul tema, le tecniche di *earnings management* sono generalmente divise in due differenti tipologie: *real earnings management (REM)* ed *accrual earnings management (AEM)*.

²⁵ Per Beaver (1998) esiste la seguente relazione: I) il risultato economico attuale fornisce informazioni utili a prevedere i risultati economici futuri; II) le previsioni sui risultati futuri forniscono informazioni per prevedere i dividendi futuri; III) sulla base dei dividendi futuri previsti – attraverso il Dividend Discount Model – viene definito il prezzo corrente delle azioni.

²⁶ Cfr. K. Ramana, H. Shahrur, "Relationship-specific investments and earnings management: Evidence on corporate suppliers and customers", *The Accounting Review*, 83, pp. 1041–1081

La suddetta divisione, si basa su quale sia l'effettivo oggetto dell'alterazione: le concrete operazioni di gestione nel primo caso, i c.d. *accruals* nel secondo²⁷. All'interno di ciascuna categoria sono individuate differenti tecniche di effettiva implementazione dell'*EM*.

La ricerca inerente al *real earnings management* è certamente più “giovane” e prende piede da una pubblicazione di Graham et al. (2005)²⁸ in cui gli autori rilevano, all'esito della loro indagine, come i manager siano disposti a modificare le scelte gestionali per raggiungere determinati target di risultato economico, anche sacrificando il valore dell'impresa²⁹.

Dunque, il *real earnings management* può essere definito come:

“[...] *departures from normal operational practices, motivated by managers' desire to mislead at least some stakeholders into believing certain financial reporting goals have been met in the normal course of operations. These departures do not necessarily contribute to firm value even though they enable managers to meet reporting goals*”³⁰.

Roychowdury (2006) identifica tre possibili tecniche di *REM*: *Overproduction*, *Reduction of discretionary expenditure*, *Sales manipulation*.

La prima tecnica, *overproduction*, può trovare applicazione nell'industria manifatturiera e consiste nel raggiungere livelli produttivi che eccedono la domanda.

In questo modo i costi fissi vengono ripartiti su un maggior numero di unità prodotte, parte delle quali andrà a comporre il magazzino prodotti. Mediante l'allocazione dei costi fissi anche sulle unità prodotte e non vendute³¹, il management riesce a

²⁷ “*Accruals are the components of earnings that insiders opportunistically manipulate to mislead perceptions of company performance*”, Cimini (2015)

²⁸ J. R. Graham, “The economic implications of corporate financial reporting”, *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 40, pp. 3 – 73

²⁹ “*More than half (55.3%) state that they would delay starting a new project to meet an earnings target, even if such a delay entailed a small sacrifice in value*”, J. R. Graham, 2005

³⁰ S. Roychowdhury, “Earnings management through real activities manipulation”, *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 42, pp. 335 – 370

³¹ Il principio contabile IAS 2, nel paragrafo 12, prevede che “I costi di trasformazione delle rimanenze includono i costi direttamente correlati alle unità prodotte, come il lavoro diretto. Essi comprendono anche una ripartizione sistematica dei costi generali di produzione fissi e variabili che sono sostenuti per trasformare le materie in prodotti finiti. [...]”

“spostare” parte dei costi di produzione dal conto economico allo stato patrimoniale³², mostrando così un risultato operativo migliorato in maniera artificiale.

Altra tecnica di *REM* individuata da Roychowdury (2006) è quella di *reduction of discretionary expenditure*. Per *discretionary expenditure* si intendono tutti quei costi che l’impresa può fare a meno di sostenere, poiché non strettamente legati alle operazioni fondamentali che questa compie.

Per Roychowdury (2006) le *discretionary expenditure* – come R&S, pubblicità e costi di manutenzione – dal momento che vengono spese a conto economico interamente nell’esercizio in cui sono sostenute, posso essere uno strumento nelle mani del management per attuare politiche di *real earnings management*.

Quando queste spese non generano immediati vantaggi economico-reddituali, allora i manager possono decidere di ridurle per migliorare il risultato economico esposto in bilancio.

La terza, ed ultima, tecnica di *real earnings management* individuata da Roychowdury (2006) consiste nella *sales manipulation*: i manager tentano di incrementare le vendite durante un determinato periodo offrendo degli sconti o delle migliori condizioni di credito. In questo modo le vendite extra, anche se a prezzi scontati, contribuiscono ad un miglioramento del risultato di periodo.

L’analisi di Roychowdury (2006) mette in luce anche gli effetti che le tecniche sopra illustrate hanno sul *Cash Flow (CF)*:

- l’*overproduction* genera ad un *CF* operativo ridotto in confronto a quello senza *REM* ed a parità di vendite³³;
- la *reduction of discretionary expenditure* genera, evidentemente, un effetto positivo sul *Cash Flow Operativo*;
- la *sales manipulation* genera una riduzione del *CF* operativo.

³² Cfr. M. Gupta et al., “The Implications of Absorption Cost Accounting and Production Decisions for Future Firm Performance and Valuation”, *Contemporary Accounting Research*, 2010, Vol. 27 No. 3, pp. 889–922

³³ L’autore, infatti, specifica che questa tecnica viene messa in atto quando la riduzione dei costi di produzione almeno compensa i costi di magazzino che l’impresa deve sostenere per stoccare i beni non venduti

Proprio per via degli effetti che il *REM* ha sui *Cash Flow*, l'applicazione di queste tecniche incide sul valore dell'impresa. Tuttavia, la direzione degli effetti (incremento o riduzione del *firm value*) è questione dibattuta: Darmawan et al. (2019)³⁴ individuano una riduzione del *firm value*; affermazione diametralmente opposta è invece quella dello stesso Roychowdury (2006).

Un'ulteriore tecnica di *real earnings management* è quella del *timing of asset sale*: dal momento che i manager possono decidere in quale periodo vendere un *asset*, e che l'intera differenza tra il valore di mercato e il valore netto contabile viene allocata nell'esercizio in cui la vendita si perfeziona, la scelta del momento in cui cedere un *asset* diventa uno strumento per i manager idoneo ad alterare il risultato di periodo³⁵.

La seconda, e principale, tipologia di *EM* individuata dalla letteratura è quella dell'*accrual earnings management*.

*“Accruals are revenues earned or expenses incurred which impact a company's net income on the income statement, although cash related to the transaction has not yet changed hands. Accruals also affect the balance sheet, as they involve non-cash assets and liabilities”*³⁶.

Gli *accruals*, dunque, sono voci di bilancio la cui esistenza è dovuta all'applicazione di uno dei principi fondamentali della redazione del bilancio: la competenza economica.

Infatti, *“accruals arise when there is a discrepancy between the timing of cash flows and the timing of the accounting recognition of the transaction”*³⁷.

Per maggiore chiarezza, si riporta uno schema esemplificativo del c.d. *accruals process*:

³⁴ I. P. E. Darmawan et al., “Accrual Earnings Management and Real Earnings Management: Increase or Destroy Firm Value?”, *International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding*, 2019, Vol. 6, Issue 2, pp. 8 – 19

³⁵ Cfr. E. Bartov, “The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation”, *The Accounting Review*, 1993, Vol. 68, No. 4, pp. 840 – 855

³⁶ <https://www.investopedia.com/terms/a/accruals.asp>

³⁷ Ronen e Yari, 2008

Period	1	2	3
Event	An advance from a customer	Shipment of the merchandize to the customer	The customer settles his account
Cash flows	Inflow of advance	None	Inflow of the final payment
Accounting recognition of revenue	None	Recording of revenues	None
Accruals	Increase in “unearned revenues”	Decrease in “un-earned revenues” and/or increase in “accounts receivable”	Decrease in “accounts receivable”

Fig. 1 - Ronen e Yari, 2008

Di fondamentale importanza nella comprensione dell'*accrual earnings management* è il momento 3 della fig. 1, il c.d. *reversal*.

Infatti, Mohanram (2003) descrive l'*AEM* come un prestito “intertemporale” di utili tra differenti periodi contabili, dal momento che “*If a firm is aggressive with its accounting, it is in a sense borrowing from the future. If a firm is conservative, it is saving up for the future. None of this matters in steady state, because of the natural reversal in accruals*”³⁸.

Chiarito cosa siano gli *accruals*, si può passare ad individuarne il rapporto con gli *earnings* e quindi con l'*EM*.

Gli *earnings*, ovvero il risultato economico di un esercizio, non sono altro che una misura riassuntiva della performance dell'impresa in un contesto di *accrual accounting*^{39 40}.

La relazione che lega gli *accruals* agli *earnings* è la seguente (Cimini, 2015):

$$E_{it} = CF_{it} + TA_{it} \quad [1.0]$$

³⁸ Mohanram, 2003. Similmente, Florio, 2011, afferma che “e politiche di bilancio facenti leva sui componenti di reddito stimati e congetturati (...) non esauriscono i loro effetti nell'esercizio di implementazione, ma esercitano un effetto di segno opposto sulla performance di uno o più esercizi successivi”

³⁹ *Accrual accounting* ovvero contabilità per competenza

⁴⁰ Cfr. P. M. Dechow, “Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, 1994, Volume 18, Issue 1, pp. 3 – 42

Dove,

E_{it} sono il risultato economico (*earnings*) dell'impresa i nel periodo t ;

CF_{it} sono i flussi di cassa dell'impresa i nel periodo t ;

TA_{it} sono i *total accruals* dell'impresa i nel periodo t .

Nell'*AEM*, quindi, il risultato di bilancio viene alterato agendo sulla componente TA_{it} dell'equazione [1.0], mentre – come esposto poco sopra – il *REM* agisce su entrambe le componenti.

Partendo dall'equazione [1.0], attraverso una serie di sostituzioni dei termini all'interno della stessa⁴¹, si arriva a definire i *total accruals* come (Cimini, 2015):

$$TA_{it} = \Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} - \Delta CASH_{it} + \Delta STD_{it} - DEP_{it} \quad [1.1]$$

Dove,

ΔCA_{it} è la variazione dell'attivo corrente dell'impresa i tra i periodi $t-1$ e t ;

ΔCL_{it} è la variazione delle passività correnti dell'impresa i tra i periodi $t-1$ e t ;

$\Delta CASH_{it}$ è la variazione delle disponibilità liquide dell'impresa i tra i periodi $t-1$ e t ;

ΔSTD_{it} è la variazione della parte corrente dei debiti a lungo termine dell'impresa i tra i periodi $t-1$ e t ;

DEP_{it} è il costo non monetario dovuto all'ammortamento ed alle svalutazioni.

L'equazione [1.1] identifica nettamente a quali elementi del bilancio il management può applicare politiche di *earnings management* (Cimini, 2015). Ciò è reso possibile dai margini di discrezionalità che esistono nella definizione dei valori di alcune poste di bilancio: definire la vita utile di un *asset* ha un'influenza diretta sulla quota di ammortamento che viene imputata a ciascun esercizio, oppure, la svalutazione dei crediti ha effetto sulla variazione dell'attivo corrente.

⁴¹ Vista l'equazione [1.0], è possibile esprimere i *total accruals* come $TA_{it} = E_{it} - CF_{it}$. È allora possibile calcolare il *Cash Flow*, attraverso il c.d. metodo indiretto, come $CF_{it} = E_{it} + DEP_{it} - \Delta WC_{it}$. Attraverso un semplice passaggio algebrico, si ottiene $E_{it} - CF_{it} = \Delta WC_{it} - DEP_{it}$, da cui $TA_{it} = \Delta WC_{it} - DEP_{it}$.

Definendo $\Delta WC_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta CASH_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta STD_{it})$ si arriva all'equazione [1.1]

Sebbene esistano singole voci di bilancio che possono essere oggetto di *accrual earnings management*, la maggior parte dei ricercatori analizza ed investiga l'*EM* con riferimento ai *total accruals*⁴².

Una tassonomia delle possibili tecniche di *earnings management* è stata fornita da A. Levitt nel suo discorso presso il NYU Center for Law and Business, nel settembre del 1998.

L'allora *Chairman* della *Securities and Exchanges Commission (SEC)* esprimeva la propria preoccupazione per il dilagare dei fenomeni di *earnings management* e per l'erosione della qualità degli utili e del *financial reporting*.

Levitt (1998), dopo aver precisato che la flessibilità nei principi contabili⁴³ è dovuta al fatto che chi li emana è cosciente dell'impossibilità di anticipare ogni possibile struttura di mercato e transazione innovativa e quindi cerca di renderli quanto più generici ed adattabili possibili agli sviluppi futuri, presenta al proprio pubblico 5 "*illusions*" attraverso cui i manager alterano i risultati economici:

1. "*Big bath*" charges

Implementando questa tecnica i manager imputano all'esercizio un elevato livello di costi, generalmente dovuti a ristrutturazioni aziendali. L'obiettivo di tale operazione è quello di porre le fondamenta per un sostanziale, sebbene fittizio, incremento di performance nel futuro (Mohanram, 2003). I presupposti su cui questa tecnica si fonda sono due: I) Quando la performance dell'impresa subisce una variazione significativa, il mercato azionario tende ad "ignorarla" ed a tenere conto delle performance future attese (Levitt, 1998); II) Quando un'impresa presenta una performance insoddisfacente, il costo di mostrare un risultato ancora peggiore è minimo (Florio, 2011).

2. *Creative acquisition accounting*

Quando le imprese, nell'ambito delle operazioni di acquisizione o *spin-off*, classificano una parte rilevante del prezzo dell'operazione come costi di ricerca e sviluppo, godendo così del beneficio di poterli iscrivere interamente a conto economico nell'esercizio (*one-time charge*),

⁴² Si vedano i modelli proposti nel paragrafo 3.1 del presente lavoro

⁴³ L'ex presidente della *SEC* faceva riferimento agli *US GAAP*, ma quanto segue può essere ritenuto valido per altri set di regole, tra cui gli *IAS/IFRS* e gli *ITA GAAP*.

scongiurando ogni futuro assorbimento di utili. Inoltre, Levitt (1998) mette in luce come queste stesse operazioni siano utilizzate come “maschera” per nascondere la creazione di passività legate a futuri costi operativi, con lo scopo di salvaguardare gli utili futuri.

3. *Miscellaneous “cookie jar reserves”*

La tecnica consiste nel sovrastimare le passività stanziare per far fronte a: resi di vendita, perdite su prestiti e garanzie. In questo modo, andando a ridurre il risultato attuale, l’impresa implicitamente crea delle riserve di utile per i periodi futuri (Mohanram, 2003), nei quali non dovrà fare altro che immergere la mano nel “barattolo dei biscotti”.

4. *Materiality*

Alcuni elementi che compongono le voci di bilancio potrebbero essere non materiali – ossia non significativi⁴⁴ – e quindi non vi sarebbe convenienza nel misurarli ed esporli con esatta precisione. Levitt (1998), quindi, spiega come alcune imprese usino impropriamente questo concetto ed inseriscano intenzionalmente dei valori in bilancio affetti da errori – che però ricadono sempre all’interno di una predeterminata soglia – giustificandosi poi asserendo che il loro effetto sul risultato economico sia talmente piccolo da essere *not material*.

5. *Revenue recognition*

Le imprese, quando applicano questa tecnica, vanno ad a, e lo fanno iscrivendoli prima che la vendita sia completata, prima che la merce sia consegnata al cliente o quando questi ha ancora la possibilità di annullare o posticipare l’acquisto (Levitt, 1998).

⁴⁴ Come nozione di significatività, o materialità, in materia di bilancio, è preso a riferimento il paragrafo 36 del principio contabile nazionale OIC 11: “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. Il concetto di rilevanza è pervasivo nel processo di formazione del bilancio”

Infine, tra le possibili tecniche di implementazione dell'*earnings management* è inserito il *classification shifting*, ossia “*the deliberate misclassification of items within the income statement*”⁴⁵.

Questa tecnica si esplica nello spostamento (*shifting*) di costi e ricavi in differenti voci all'interno del conto economico, non andando però ad agire sul risultato economico in sé, il quale rimane invariato nonostante l'intervento opportunistico del management. Tuttavia, a subire le conseguenze di questa politica di *EM* sono i saldi delle singole componenti del conto economico, le quali rappresentano comunque un elemento informativo per il lettore del bilancio⁴⁶.

Più nello specifico, McVay (2006) si focalizza sull'allocazione dei costi tra costi della gestione caratteristica (*core expenses*) ed oneri straordinari (*special items* o *one-off items*)⁴⁷ ed evidenzia come i manager possano migliorare il risultato della gestione caratteristica (*core earnings*) andando a classificare come *special items* quelle che in realtà sono *core expenses*.

1.2 Falso in bilancio

1.2.1 Definizioni in letteratura e descrizione del fenomeno

Come per l'*earnings management*, anche per il falso in bilancio, o frode contabile, o ancora *financial statement fraud (FSF)*, non è possibile individuare una definizione unica e condivisa, che sia in grado di coglierne i diversi aspetti.

Per comprendere cosa sia e come si espliciti la frode contabile, è bene partire da una definizione generica di frode, per poi individuare ed analizzare alcune tra le definizioni di *FSF* che la letteratura offre.

⁴⁵ S. E. McVay, “Earnings Management Using Classification Shifting: An Examination of Core Earnings and Special Items”, *The accounting review*, 2006, Vol. 81, No. 3, pp. 501 – 531

⁴⁶ “*Classification in financial statements facilitates analysis by grouping items with essentially similar characteristics and separating items with essentially different characteristics*”, Financial Accounting Standards Board (FASB), Statement of Financial Accounting Concepts No. 5, par. 20

⁴⁷ McVay (2006) specifica che l'*earnings management* mediante *classification shifting* può essere attuato anche agendo sui ricavi: “Alternatively, managers might shift revenue that should be classified as special items upward to be netted against core expenses”.

In via generale, la frode viene definita come:

- *“The intentional deception to cause a person to give up property or some lawful right”*⁴⁸;
- *“Something that is not what it appears to be and is deliberately used to deceive people, especially to get money”*⁴⁹;
- *“Atto o comportamento diretto a ledere con l’inganno un diritto altrui”*⁵⁰.

In via generale, quindi, la frode si sostanzia in comportamenti ingannevoli che hanno l’obiettivo di procurare al frodatore un vantaggio ingiusto ed al frodato un danno, anch’esso ingiusto⁵¹.

In ambito aziendale, viene proposta una tassonomia della frode che identifica tre macro - categorie di schemi fraudolenti, che compongono il c.d. *tree of fraud*⁵²:

- *Corruption* – *“A scheme in which an employee misuses his or her influence in a business transaction in a way that violates his or her duty to the employer in order to gain a direct or indirect benefit”*⁵³;
- *Asset Misappropriation* – *“A scheme in which an employee steals or misuses the employing organization’s resources”*⁵⁴;
- *Financial Statement Fraud* - *“A scheme in which an employee intentionally causes a misstatement or omission of material information in the organization’s financial reports”*⁵⁵.

Di estremo interesse è la distribuzione di frequenza dei casi riferibili alle tre diverse tipologie di frode messa in relazione alla perdita mediana che ciascuna di esse

⁴⁸ Webster’s new world dictionary, Houghton Mifflin Harcourt Publishing Company, 2014

⁴⁹ Cambridge Dictionary, consultabile presso <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/>

⁵⁰ Treccani vocabolario online, consultabile presso <http://www.treccani.it/vocabolario/>

⁵¹ Cfr. M. Allegrini et al., “Le frodi aziendali. Frodi amministrative, alterazioni di bilancio e computer crime”, FrancoAngeli Editore, 2003

⁵² ACFE – Report to the nations on occupational fraud and abuse, 2020

⁵³ *Ibidem*

⁵⁴ *Ibidem*

⁵⁵ *Ibidem*

determina⁵⁶:

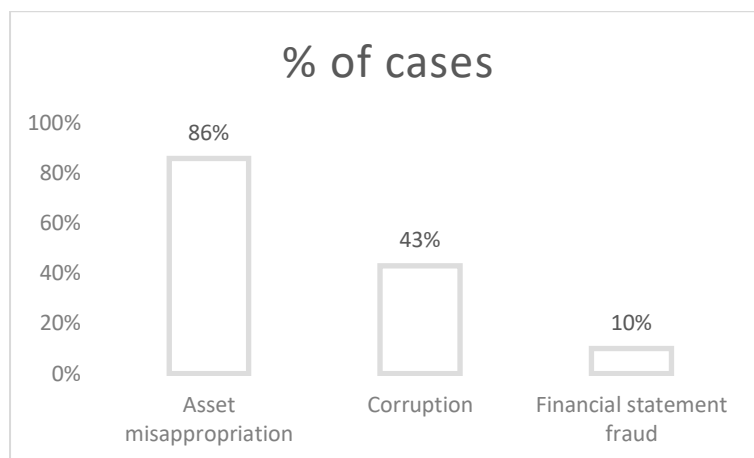


Fig. 2⁵⁷

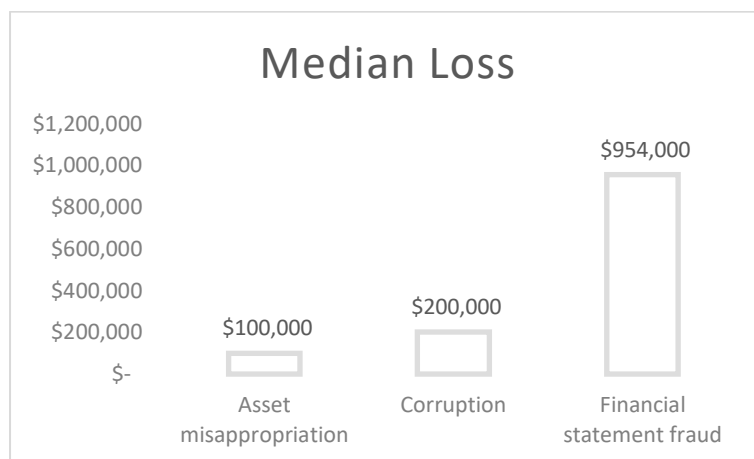


Fig. 3

Le Fig. 1 e 2 rendono visivamente evidente come la meno ricorrente delle categorie di frode (la *FSF*), che rappresenta solamente il 10% dei casi, sia quella che determina la maggiore perdita mediana, attestandosi ad un valore di \$ 954.000, più del quadruplo rispetto alla perdita mediana dovuta a casi di frode per corruzione (\$ 200.000).

⁵⁶ *Ibidem*

⁵⁷ Si segnala come il fatto che la somma delle frequenze relative sia superiore al 100% non è dovuto ad un errore, bensì al fatto che la *ACFE* identifichi situazioni in cui si sovrappongono le tre tipologie. Per una maggiore chiarezza si invita a visionare pagina 12 del report citato nella nota 52.

Oggetto di trattazione in questo elaborato è proprio quella che l'ACFE definisce *financial statement fraud*, ovvero la frode che coinvolge le informazioni che l'impresa fornisce ai soggetti esterni mediante il bilancio (*financial statement*).

Con riferimento a questa macro-categoria di frode, invece, sono individuate molteplici definizioni, offerte sia dalla letteratura scientifica che da diversi organismi specializzati in materia.

La *Association of Certified Fraud Examiners (ACFE)* fornisce la seguente definizione di frode contabile:

*“The intentional, deliberate, misstatement or omission of material facts, or accounting data, which is misleading and, when considered with all the information made available, would cause the reader to change or alter his or her judgment or decision”*⁵⁸.

Anche la *National Commission on Fraudulent Financial Reporting* fornisce una propria nozione di frode contabile:

*“Fraudulent financial reporting [is defined] as intentional or reckless conduct, whether act or omission, that results in materially misleading financial statements”*⁵⁹.

La *AICPA – American Institute of Certified Public Accountants* – nell'espone alcune considerazioni sul ruolo degli *auditors* nell'individuare errori dovuti alla frode contabile, definisce quest'ultima come:

*“An intentional act that results in a material misstatement in financial statements”*⁶⁰.

Ancora, la *financial statement fraud* viene descritta come:

“A deliberate attempt by corporations to deceive or mislead users of published financial statements, especially investors and creditors, by

⁵⁸ ACFE, “Cooking the Books: What Every Accountant Should Know About Fraud”, No. 92-5401. Self-study Workbook: 12, 1993

⁵⁹ National Commission on Fraudulent Financial Reporting (NCFRR), “Report of the National Commission on Fraudulent Financial Reporting”, 1987

⁶⁰ AICPA, “SAS No. 82 - Consideration of Fraud in a Financial Statement Audit”, 1997, Revised 2007

*preparing and disseminating materially misstated financial statements*⁶¹.

Nel contesto nazionale, il falso in bilancio viene delineato come:

“[La] compilazione di false comunicazioni sociali ovvero un rendiconto non veritiero e corretto dei fatti accaduti e degli indicatori di rilievo che dovrebbero essere espressi nel bilancio d'esercizio di un'azienda”⁶²;

o ancora,

“La frode [si individua] sia nel caso di falsa informativa finanziaria sia di appropriazione illecita di beni ed attività dell'impresa[...]. La falsa informativa finanziaria include errori intenzionali, inclusa l'omissione in bilancio di importi o di adeguata informativa, al fine di trarre in inganno gli utilizzatori dello stesso”⁶³.

Infine, abbandonando il contesto della letteratura scientifica, una definizione di falso in bilancio è contenuta nell'art. 2621⁶⁴ del Codice Civile. Il testo normativo parla di consapevole esposizione di fatti materiali rilevanti non rispondenti al vero, ovvero omissione di fatti materiali rilevanti, mediante il bilancio di esercizio o altre comunicazioni sociali dirette ai soci o al pubblico, la cui comunicazione è imposta dalla legge sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società o del gruppo, in modo concretamente idoneo ad indurre altri in errore e al fine di conseguire per sé o per altri un ingiusto profitto.

Individuate diverse nozioni del fenomeno in analisi e mettendole a sistema, possiamo delineare la frode contabile come un atto intenzionale, che pertanto si discosta nettamente dal mero errore⁶⁵, in cui lo scopo del frodatore risulta essere

⁶¹ Z. Rezaee, “Causes, consequences, and deterrence of financial statement fraud”, *Critical Perspectives on Accounting*, 2005, Vol. 16, pp. 277 – 298

⁶² Commissione di studio di diritto societario – ODCEC di Modena, “Il falso in bilancio nell'ultima riforma del 2015”, 2016

⁶³ ISA Italia 240, “Le responsabilità del revisore relativamente alle frodi nella revisione contabile del bilancio”

⁶⁴ L'articolo, rubricato “False comunicazioni sociali”, trova collocazione nel Libro V, Titolo XI, Capo I – Delle falsità.

⁶⁵ In tal senso, “The difference between fraud and error is whether the underlying action that results in the mis-statement in the financial statements is intentional or unintentional. Unlike error, fraud is intentional [...]” B. K. B. Kwok, “Accounting Irregularities in Financial Statements – A Definitive guide for Litigators, Auditors and Fraud Investigators”, Gower Publishing, 2005

quello di ottenere un beneficio per sé o per altri mediante la manipolazione dei dati comunicati attraverso il fascicolo di bilancio, la quale risulta essere materiale e quindi incide sulle scelte che i terzi prendono facendo affidamento sulla comunicazione economico-finanziaria dell'impresa, e si sostanzia nell'omissione di fatti rilevanti o nella loro infedele rappresentazione.

1.2.2 Principali motivazioni

Nello studio delle cause che spingono uno o più individui a porre in essere azioni e comportamenti diretti al compimento di una frode contabile, è ricorrente in letteratura il riferimento a quello che viene definito “il triangolo della frode”⁶⁶.

“*The fraud triangle*” (Fig. 4) identifica tre elementi la cui contemporanea esistenza risulta fondamentale affinché un comportamento fraudolento possa compiersi:

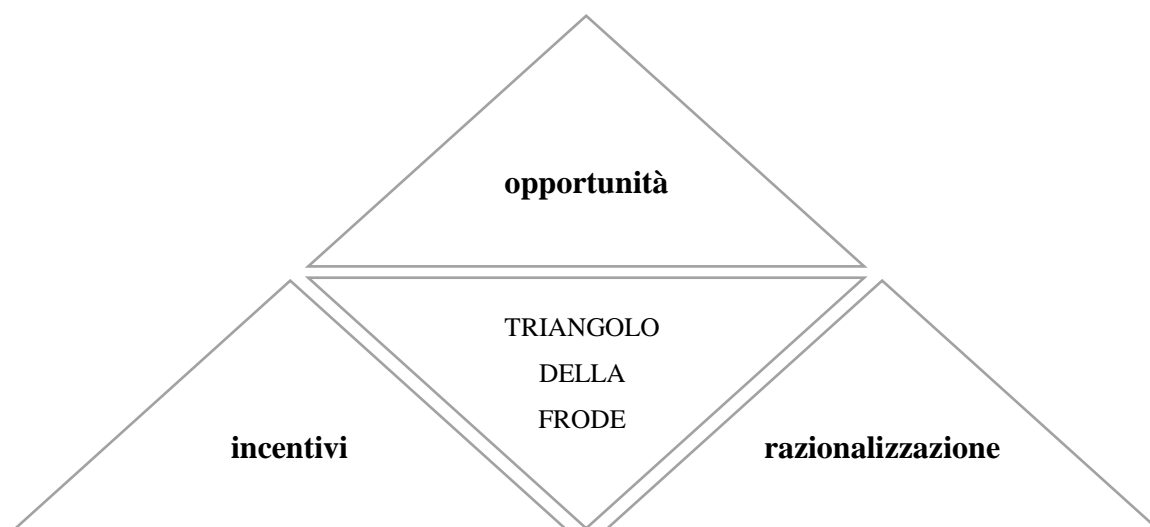


Fig. 4

Il primo elemento è l'opportunità, intesa come ciò che, se presente (o assente), permette al soggetto di compiere la frode.

⁶⁶ La paternità del lemma “*fraud triangle*” viene rivendicata da W. S. Albrecht in “IconicFraud Triangle endures – Metaphor diagram helps everybody understand fraud”, *Fraud Magazine*, July/August, 2014. Tuttavia, viene riconosciuto a D. Cressey il merito di aver delineato il concetto alla base del “triangolo” nella sua opera “*Other People’s Money, A Study in the Social Psychology of Embezzlement*”, Patterson Smith, 1953

Le opportunità, o occasioni, possono essere molteplici ed avere differente natura; l'ISA Italia 240 individua quattro tipologie di occasione per la frode contabile:

- quelle che derivano dalla natura del settore o dall'operatività dell'impresa.
A titolo di esempio:
 - Esistenza di significativi conti bancari, società controllate o filiali in paradisi fiscali per i quali non sembri sussistere una motivazione economica evidente;
 - Operazioni significative, inusuali o molto complesse, specialmente quelle effettuate in prossimità della fine del periodo amministrativo che pongono difficili questioni riguardo al principio di prevalenza della sostanza sulla forma.
- quelle dovute ad un inefficace monitoraggio da parte della direzione. Causa dell'inefficacia può essere:
 - l'inefficace supervisione, da parte dei responsabili dell'attività di governance, sul processo di predisposizione dell'informativa finanziaria e sul controllo interno.
- quelle legate alla complessità o instabilità della struttura organizzativa, per via di:
 - difficoltà nell'identificazione delle organizzazioni o dei soggetti che controllano l'impresa;
 - una struttura organizzativa eccessivamente complessa che comporta la presenza di strutture societarie o linee gerarchiche nella direzione inusuali.
- quelle connesse ad un inadeguato livello dei controlli interni perché:
 - alti tassi di rotazione del personale dipendente o utilizzo di personale dipendente poco capace in contabilità, nella revisione interna o nei sistemi informativi;
 - l'utilizzo di sistemi contabili ed informativi inefficaci, incluse le situazioni che implicano carenze significative nel controllo interno.

Secondo elemento del *fraud triangle* sono gli incentivi, o pressioni, che rappresentano la causa scatenante della scelta di commettere la frode.

Possono essere incentivo alla frode contabile:

- una minaccia alla stabilità o profittabilità dell'impresa che deriva dal contesto economico, industriale o operativo⁶⁷;
- eccessive pressioni sul management al raggiungimento di determinati obiettivi, imposti da soggetti interni (come gli *earning targets*) o da soggetti terzi (come l'onerosa *compliance* con alcune normative, come quelle ambientali)⁶⁸;
- significativa riduzione della domanda e crescenti insuccessi commerciali nel settore in cui l'impresa opera o nell'intero sistema economico⁶⁹;
- esistenza di garanzie personali a fronte dei debiti dell'impresa⁷⁰.

Terzo, ed ultimo, elemento del triangolo della frode è la razionalizzazione. Questa componente, anche definita inclinazione o giustificazione, attiene alle caratteristiche personali del frodatore.

Sono individuate come inclinazioni al comportamento fraudolento:

- la sovrapposizione tra proprietà e management, quando il proprietario-manager non separa gli affari personali da quelli dell'impresa⁷¹;
- il management ricorre spesso al concetto di materialità per giustificare trattamenti contabili non corretti⁷²;
- il mancato intervento della direzione per porre tempestivo rimedio alle carenze significative riscontrate nel controllo interno⁷³;
- un basso livello morale tra i vertici della direzione⁷⁴.

Infine, Albrecht (2014) evidenzia il parallelo che esiste tra il triangolo della frode ed il triangolo del fuoco⁷⁵ e quindi la possibilità di prevenire le frodi contabili

⁶⁷ International Federation of Accountants (IFAC), "Guide to Using ISAs in the Audits of Small- and Medium-Sized Entities VOLUME 2 — PRACTICAL GUIDANCE"

⁶⁸ *Ibidem*

⁶⁹ ISA ITALIA 240

⁷⁰ *Ibidem*

⁷¹ IFAC, *op. cit.*

⁷² *Ibidem*

⁷³ ISA Italia 240

⁷⁴ *Ibidem*

⁷⁵ Affinché la reazione di combustione possa avvenire sono necessari tre elementi: combustibile, comburente e calore. Per ulteriori informazioni si veda: https://online.scuola.zanichelli.it/immaginidellachimica_arancione-files/Approfondimenti/cap02/Zanichelli_Bagatti_Immarancio_Cap02_fuoco.pdf

eliminando anche uno solo dei tre elementi, proprio come per estinguere un incendio è necessario escludere almeno una delle tre componenti del triangolo.

1.2.3 Differenti tipologie di frode contabile

Come per l'*earnings management*⁷⁶, anche per la frode contabile è possibile individuare diversi schemi attraverso cui il fenomeno viene implementato.

Una prima, più generica, organizzazione concettuale può essere rintracciata al di fuori dell'ambito strettamente economico-aziendale ed individua due possibili strategie per ingannare il lettore del bilancio: *dissimulation* e *simulation*⁷⁷.

Attraverso la dissimulazione il frodatore utilizza una o più tecniche con l'obiettivo di nascondere la realtà; con la simulazione, invece, intende mostrare qualcosa che non coincide al vero.

Nel 1998 Bonner et al. propongono una classificazione dei *financial statement schemes* che prevede 12 diverse categorie di frode: (A) *Fictitious revenues*; (B) *Premature revenue recognition*; (C) *Misclassification*; (D) *Fictitious Assets and/or Reductions of Expenses /Liabilities*; (E) *Overvalued Assets and Undervalued Expenses/ Liabilities*; (F) *Omitted or Undervalued Liabilities*; (G) *Omitted or Improper Disclosures*; (H) *Equity Frauds*; (I) *Related Party Transactions*; (J) *“Wrong Way” Frauds*; (K) *Illegal Acts*; (L) *Miscellaneous*⁷⁸.

Sulla base della tassonomia costruita da Bonner et al. (1998), nel 2011 Gao e Srivastava elaborano una nuova classificazione (*Fig. 5*) delle possibili forme che il falso in bilancio può assumere, scindendo tra *“account schemes”*, ovvero gli schemi messi in atto a livello contabile per manipolare i saldi di bilancio, e

⁷⁶ Cfr. par. 1.1.3

⁷⁷ Cfr. J. Bowyer Bell, “Cheating: Deception in war & magic, games & sports, sex & religion, business & con games, politics & espionage, art & science”, St Martin's Press, 1982

⁷⁸ S. E. Bonner, “Fraud Type and Auditor Litigation: An Analysis of SEC Accounting and Auditing Enforcement Releases”, *The Accounting Review*, 1998, Vol. 73, No. 4, pp. 503-532

“*evidence schemes*” ovvero gli elementi che il management crea o nasconde per implementare la frode⁷⁹.

<i>Account schemes categories</i>	<i>Evidence Schemes Categories</i>
(A) Fictitious Revenues	(A) Fake Documents
(B) Premature Revenue Recognitio	(B) Collusion with Third Parties
(C) Overvalued Assets and Understated Expenses	(C) Altered Documents
(D) Omitted or Understated Expenses/Liabilities	(D) Hidden Documents/Information
(E) Fictitious Assets	(E) False Oral/Written Responses from Clients
(F) Other Methods to Overstate Revenues	(F) Fake Products/Equipment
(G) Overvalued Assets/Equity	(G) Collusion with Related Parties
(H) Misclassification	(H) Shifts and/or the Spreading of Fraudulent Items among Accounts
(I) Omitted or Improper Disclosure	(I) Reversal Accounting Entries
(J) “Wrong Way” Frauds	(J) Miscellaneous
(K) Miscellaneous	

Fig. 5

Infine, gli schemi attraverso cui la *financial statement fraud* viene implementata possono essere classificati ricorrendo ad un modello⁸⁰ che individua 4 macro-categorie di frode contabile. All’interno di ciascuna sono poi individuate diverse modalità di manipolazione dei valori esposti in bilancio.

La tassonomia proposta da Zack (2013) e presentata nella *Fig. 6*, risulta essere una delle più ampie ed articolate rintracciabili nella letteratura sul tema.

⁷⁹ *Cfr.* L. Gao, R. P. Srivastava, “The Anatomy of Management Fraud Schemes: Analyses and Implications”, *Indian Accounting Review*, 2011, Vol. 15, No. 1, pp. 1-23

⁸⁰ *Cfr.* G. M. Zack, “Financial Statement Fraud – Strategies for Detection and Investigation”, John Wiley & Sons, Inc., 2013

REVENUE-BASED SCHEMES	Timing schemes Fictitious and Inflated Revenue Misclassification Schemes Gross-Up Schemes
ASSET-BASED SCHEMES	Improper Capitalization of Costs Asset Valuation Schemes Fair Value Accounting
EXPENSE AND LIABILITY SCHEMES	Shifting Expenses to Future Periods Omissions and Underreporting of Liabilities
OTHER FINANCIAL REPORTING SCHEMES	Consolidations and Business Combinations Financial Reporting Fraud as a Concealment Tool Financial Statement Fraud by Not-for-Profit Organizations Disclosure Fraud

Fig. 6

Zack (2013) identifica 3 delle 4 macro-categorie sulla base delle aree di bilancio che possono essere oggetto di manipolazione: attivo patrimoniale (*Asset*), passivo patrimoniale (*Liability*), costi (*Expense*) e ricavi (*Revenue*) di esercizio. La quarta macro-categoria, invece, è composta di elementi eterogenei che attengono all'ambito delle operazioni straordinarie, delle organizzazioni non profit, delle frodi di altro tipo che però impattano la formazione del bilancio e della redazione del fascicolo di bilancio nella sua interezza.

Più nel dettaglio, le categorie di *financial statement fraud* proposte da Zack (2013) sono le seguenti:

- **Revenue-based schemes:**
 - *Timing schemes*: la manipolazione riguarda il momento in cui il ricavo viene “riconosciuto” e quindi la scelta di imputarlo ad un determinato esercizio⁸¹.
 - *Fictius and inflated revenue*: si tratta di un incremento fraudolento dei ricavi. I ricavi sono fittizi quando non hanno alcuna base veritiera, sono invece gonfiati quando hanno alla base una transazione reale, ma non riflettono le effettive condizioni di questa.
 - *Misclassification schemes*: la manipolazione non influenza il risultato dell'esercizio, ma – classificando in maniera volutamente errata una componente di conto economico – ha un impatto significativo su alcune grandezze economico-finanziarie.

⁸¹ Zack (2013) afferma che “Over the course of two or more periods, combined, the fraud self eliminates. However, since each accounting period stands on its own and must conform to relevant accounting principles, timing schemes represent a form of financial statement fraud”

- *Gross-up schemes*: sono alterazioni indirizzate a far apparire, fraudolentemente, l'impresa più grande di quello che è in realtà, spesso gonfiando proporzionalmente costi e ricavi: l'utile netto non è influenzato, ma il *business* appare più esteso di quanto sia realmente.
- ***Asset-based schemes***:
 - *Improper capitalization of costs*: questa categoria comprende tutte quelle manipolazioni contabili che consistono nel “prendere” un costo – che ha per sua natura un effetto negativo sul risultato netto – e trasformarlo in un *asset*.
 - *Asset valuation schemes*: manipolazioni contabili che incidono sul valore di bilancio degli *asset*, e quindi sulle conseguenze reddituali che le variazioni di questi valori determinano.
 - *Fair value accounting*: la determinazione del *Fair Value*⁸² (*FV*) richiede una dose significativa di “giudizio professionale”, ne consegue che le valutazioni al *FV* rappresentano un'opportunità non indifferente per compiere delle frodi contabili.
- ***Expense and liability schemes***:
 - *Shifting expenses to future periods*: si tratta sostanzialmente di schemi che, non conformemente ad uno dei principi cardine di redazione del bilancio – quello della competenza –, applicano un sistema di contabilità per cassa.
 - *Omission and underreporting of liabilities*: nascondendo o sottostimando le proprie passività, l'impresa mostra al pubblico una situazione patrimoniale non veritiera.
- ***Other financial reporting schemes***
 - *Consolidations and Business Combinations*: nella redazione del bilancio consolidato è possibile che il management della consolidante decida, disapplicando i *GAAP*, di escludere dal perimetro di consolidamento le imprese in perdita e/o includere quelle in utile. Con riferimento alle *business combination*, il rischio

⁸² “Il presente IFRS definisce il fair value come il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione”, IFRS 13, traduzione italiana consultata sul sito www.revisorionline.it

di frode, come per il *fair value*, è legato all'ampio spazio lasciato a *judgment and estimation*.

- *Financial Reporting Fraud as a Concealment Tool*: si tratta dei casi in cui il falso in bilancio è una frode “secondaria”, ossia è uno strumento utilizzato per nascondere altre frodi (come operazioni illegali e/o appropriazioni indebite).
- *Financial Statement Fraud by Not-for-Profit Organizations*: in questi casi le frodi contabili hanno obiettivi di natura non “commerciale” e non strettamente legata al risultato d’esercizio. Gli obiettivi di queste frodi possono ricadere in un’ampia sfera che, tra gli altri, comprende l’ottenimento di benefici fiscali o il raggiungimento di obiettivi programmati.
- *Disclosure Fraud*: la frode contabile non attiene strettamente ai numeri iscritti nei prospetti di bilancio (intesi come gli schemi di stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario), ma anche a quanto esposto nella nota integrativa. Il management potrebbe fornire informazioni volutamente confuse, con l’obiettivo di non far emergere trattamenti contabili non corretti, oppure non fornire informazioni rilevanti che la normativa applicabile gli imporrebbe di rendere note.

1.3 Confine tra earnings management e falso in bilancio

Definiti nei paragrafi precedenti i fenomeni di *earnings management* e di falso in bilancio, è ora opportuno provare a definire quale rapporto esista tra i due e, segnatamente, quando una politica di *EM* sfoci nella frode contabile.

Innanzitutto, è bene affermare sin da subito che, sebbene vi possano essere dei margini di sovrapposizione, *earnings management* e falso in bilancio sono due fenomeni separati e distinti.

Benché tracciare una netta linea di confine tra *EM* e *FSF* sia pressoché impossibile, in letteratura si ricorre spesso alla conformità con i principi contabili di riferimento per distinguere i due fenomeni.

Dunque, si parla di *earnings management* quando il management non espone in bilancio un utile ottenuto mediante un'applicazione neutrale⁸³ dei principi contabili applicabili (*GAAP*), ma opera delle alterazioni che, tuttavia, sono consentite dai principi contabili stessi – in tal senso si parla di *EM* come un fenomeno *within-GAAP*. Al contrario, si parla di *financial statement fraud* ogni qual volta le manipolazioni operate dal management oltrepassano i confini della discrezionalità consentita dai *GAAP* – diventando un fenomeno di *GAAP-violation*.

Coerentemente con l'idea dei *GAAP* come “spartiacque”, Dechow e Skinner (2000) propongono uno dei grafici più emblematici del rapporto che intercorre tra *earnings management* e frode contabile (Fig. 7):

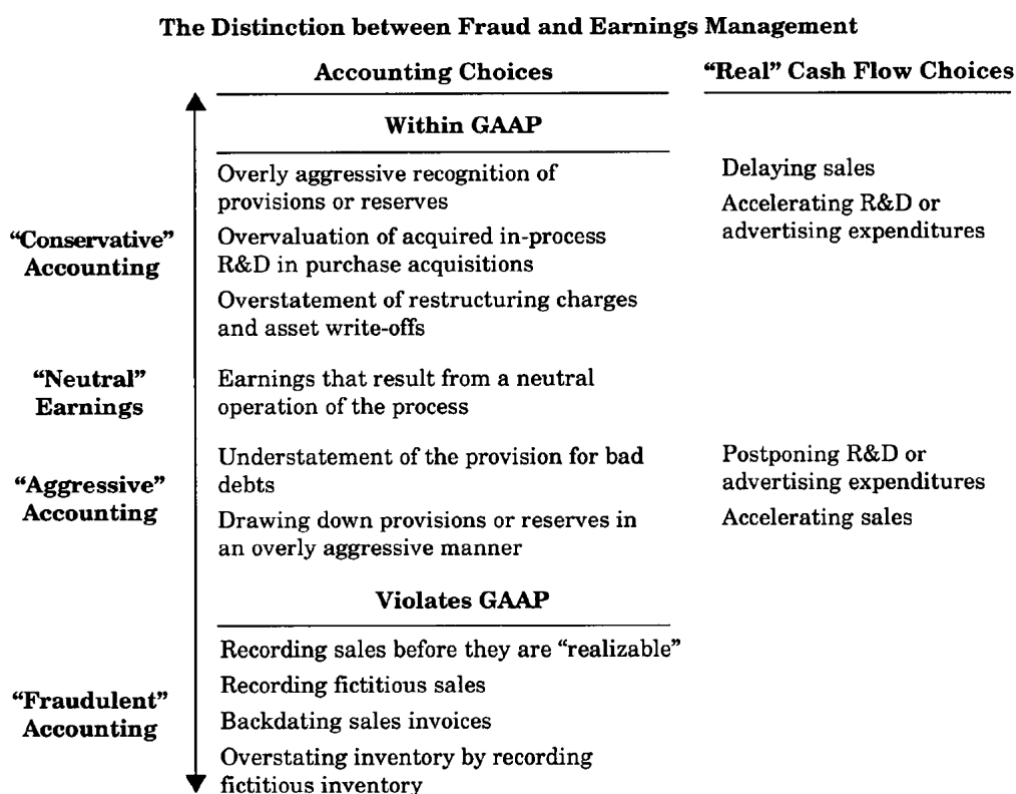


Fig. 7

La Fig. 7 mostra chiaramente come gli autori individuino nella violazione dei *Generally Accepted Accounting Standards* l'elemento chiave per distinguere trattamenti contabili fraudolenti da politiche contabili non fraudolente.

⁸³ “[...] that is, the earnings number that would have resulted from a “neutral operation of the process” (absent some form of managerial intent)”, così P. M. Dechow e D. J. Skinner in “Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators”, *Accounting Horizons*, 2000, Vol. 14, No. 2, pp. 235 – 250, descrivono un trattamento contabile c.d. neutral.

Dechow e Skinner (2000) individuano poi una tripartizione delle scelte contabili che comunque ricadono nel perimetro stabilito dai *GAAP*:

- “*conservative*” *accounting*: quando tra diverse alternative nel trattamento contabile di una certa posta, il management sceglie opportunisticamente quello che sottostima le performance dell’impresa⁸⁴.
- “*neutral*” *accounting*: quando le scelte contabili non sono influenzate da obiettivi personali del management, e quindi sono imparziali.
- “*aggressive*” *accounting*: nei casi in cui i manager decidono opportunisticamente di applicare politiche contabili che determinano un maggiore valore dell’utile o del patrimonio netto⁸⁵.

Tuttavia, Dechow e Skinner (2000) individuano anche nelle intenzioni del management un elemento per distinguere le due casistiche:

*“Perhaps the main point to be made here is that there is a clear conceptual distinction between fraudulent accounting practices (that clearly demonstrate intent to deceive) and those judgments and estimates that fall within GAAP and which may comprise earnings management depending on managerial intent. However, in the case of the latter types of choice it would, in many cases seem difficult, absent some objective evidence of intent, to distinguish earnings management from the legitimate exercise of accounting discretion”*⁸⁶.

Gli autori, dunque, costruiscono una casistica generale in cui la frode in bilancio consiste nella violazione dei *GAAP* con l’intento di ingannare i lettori del bilancio; mentre la scelta di applicare differenti trattamenti contabili, comunque ammessi dai *GAAP*, si sostanzia in *earnings management* quando guidata da scelte opportunistiche piuttosto che dal legittimo esercizio della discrezionalità che gli stessi *GAAP* ammettono.

⁸⁴ Cfr. Cimini, 2015

⁸⁵ Cfr. Cimini, 2015

⁸⁶ Dechow e Skinner, 2000

Similmente, El Diri (2018) afferma che:

“[...] earnings management may take place through the aggressive or conservative accounting within the Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) [...]. It may also happen through some aggressive or conservative economic decisions that managers may take anytime during the fiscal year to influence cash flows. [...] Nevertheless, earnings management does not involve any violation of the accounting principles.

[...] In contrast, fraud involves a violation of GAAP [...].”

Ferma restando l'idea che *earnings management* e frode contabile siano fattispecie differenti, non tutti gli autori sono concordi sul fatto la violazione dei *GAAP* sia sempre sintomo di frode contabile.

Sul punto si segnala innanzitutto come il *continuum* delle scelte contabili mostrato nella *Fig. 7* possa essere considerato incompleto, mancando quello che viene definito “*Overly aggressive accounting*”⁸⁷.

Infatti, viene evidenziato che:

*“Accrual accounting uses accrual, deferral, and allocation procedures whose goal is to relate revenues, expenses, gains, and losses to periods to re-reflect an entity’s performance during a period [...]”*⁸⁸.

Quindi, la contabilità per competenza deve essere utilizzata per riflettere, e non distorcere o nascondere, la reale performance economica dell'impresa.

Sulla base di questo concetto, viene sottolineato come sia possibile violare i *GAAP*, distorcendo la reale performance dell'impresa, senza però ricadere nell'ipotesi di *financial statement fraud*.

⁸⁷ Cfr. B. E. Needles *et al.*, “Earnings Management: A Review of Selected Cases”, MED - Journal of Accounting Institute, 2018

⁸⁸ Financial Accounting Standards Board (FASB), Statement of Financial Accounting Concepts No. 6

Dunque, il nuovo *continuum* delle scelte contabili si presenta come tale⁸⁹:

Conservative Accounting	Neutral Accounting	Aggressive Accounting	Overly Aggressive Accounting	Fraudulent Accounting
Earnings Management				Financial Statement Fraud
Within GAAP			Violating GAAP	

Fig. 8

Per comprendere meglio cosa si intenda per *Overly Aggressive Accounting* si può ricorrere ad un esempio: le *warranty expenses* previste dallo *Statement of Financial Accounting Concepts* No. 5.

Il sopracitato *GAAP* prevede che il costo legato alla garanzia sia registrato nello stesso esercizio in cui viene iscritto il ricavo della relativa vendita. Questo costo viene stimato dal management, ricorrendo all'esperienza degli anni precedenti, all'interno di un intervallo compreso tra il minimo ed il massimo costo sostenuto degli esercizi precedenti.

Se il management intende incrementare gli utili, tenderà ad orientare la propria scelta verso il valore minimo dell'intervallo, senza però superarlo, implementando così una tecnica di *earnings management*.

Ma cosa accade se il management opta per una stima inferiore al valore minimo riscontrato negli esercizi precedenti, uscendo quindi dai limiti del *GAAP*?

*“The earnings management is also related to the materiality of the transactions. When the amount included on the earnings management is a small amount then this practice may be listed as a slight deviation from of the law, if the amount is alarge one then this practice is considered as serious violation of the law”*⁹⁰.

Allora, la “dimensione” della deviazione dai *GAAP* sembra essere un ulteriore elemento per definire quale sia il confine tra *EM* e *FSF*.

Una piccola deviazione viene considerata “*Overly Aggressive Accounting*”, ma non un comportamento fraudolento⁹¹.

⁸⁹ Cfr. Needles, 2018

⁹⁰ I. Shuli, “Earnings management and the quality of the financial reporting”, *Perspectives of Innovations Economics and Business*, 2011, Volume 8, Issue 2, pp. 45 – 48

⁹¹ Per maggiore chiarezza si veda il seguente esempio: se nei 5 anni precedenti il costo per le garanzie si è attestato in un range tra \$ 2,50 e \$ 2,80 per unità di prodotto, senza un

Infine, è opportuno evidenziare che, sebbene siano due fenomeni distinti, tra *earnings management* e frode contabile esiste un legame:

*“Firms with income-increasing accruals in prior years must, therefore, either deal with the consequences of the accrual reversals or commit fraud to offset the reversals”*⁹².

Perols e Lougee (2011) mettono in evidenza l'esistenza una correlazione positiva tra *EM* e *FSF*: quando il management compie azioni di *earnings management*, negli esercizi successivi si trova ad affrontarne le conseguenze (i *reversal*⁹³) o a mettere in atto scelte contabili fraudolente proprio per compensare queste conseguenze.

Inoltre, le imprese che hanno implementato precedentemente politiche contabili aggressive negli esercizi precedenti si trovano in una situazione in cui lo “spazio di manovra” a loro disposizione, rimanendo nei confini dei *GAAP*, è ormai minimo ed il loro incentivo alla commissione di frodi contabili è invece elevato⁹⁴.

Similmente, Perols e Lougee (2011) rilevano che:

“[...] firms that manipulate financial statements over multiple years [...] become increasingly likely to use fraud rather than earnings management to manipulate financial statements”.

evidente andamento regolare, allora una stima di \$ 2,25 può essere considerata “*Overly Aggressive Accounting*”, mentre una stima di \$ 1,25 identifica chiaramente una decisione fraudolenta.

⁹² J. L. Perols, B. A. Lougee, “The relation between earnings management and financial statement fraud”, *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 2011, Issue 27, pp. 39 – 53

⁹³ *Cfr.* par. 1.1.3

⁹⁴ *Cfr.* K. A. Kamarudin *et al.*, “Aggressive financial reporting and corporate fraud”, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 2012, No. 65, pp. 638 – 643

CAPITOLO 2

LE FALSE COMUNICAZIONI SOCIALI NELLA NORMATIVA ITALIANA – EVOLUZIONE STORICA E NORMATIVA VIGENTE

2.1 Evoluzione storica

2.1.1 Dal Codice del Commercio (1882) al Codice Civile (1942)

La disciplina delle false comunicazioni sociali – più comunemente definite falso in bilancio – come fattispecie autonoma affonda le proprie radici nella separazione dal più generico delitto di truffa, come accaduto nelle codificazioni prussiane (*Allgemeines Landrecht, 1794*) e francesi (*Code Napoleon, 1810*) intervenute tra la fine del 18° e l’inizio del 19° secolo⁹⁵.

In ambito nazionale una prima spinta in tal senso viene mossa dall’Avv. Restelli, il quale, dopo aver chiarito che un intervento diretto dello Stato nella gestione delle imprese in forma di società al fine di evitare inganni non può essere la strada da percorrere perché “non può che influire dannosamente sul prospero andamento delle aziende sociali”, critica pesantemente l’assenza di una norma di legge atta a sanzionare penalmente i “fatti di dolosa amministrazione”, perché spesso risultavano difficoltose o incerte le prove del danno necessarie ad integrare la fattispecie della truffa.

Da qui la necessità di prevedere nel corpo normativo una “truffa qualificata per la natura del fatto senza riguardo al danno [...] l caso in cui [...] gli amministratori [...] abbiano formato inventari e bilanci non sinceri per ingannare i soci sul vero stato degli affari sociali”⁹⁶; dal momento che gli amministratori “per le speciali loro funzioni [sono] in grado di poter facilmente nascondere la frode alle ricerche della giustizia”⁹⁷.

⁹⁵ *Cfr.* C. Rubino, “Le false comunicazioni sociali. Aspetti giuridici, economici, pratici”, Edizioni Le Penseur, 2019

⁹⁶ F. Restelli, “Progetto di legge intorno alle società commerciali”, in “Dell’Influenza Delle Associazioni Industriali E Commerciali Sulla Prosperità Pubblica Dei Più Congrui Mezzi Per Tutelarle. Memoria Dell’Avvocato Francesco Restelli”, Presso L’I.R. Istituto, 1845

⁹⁷ *Ibidem*

Le considerazioni di Restelli (1845) trovano concretezza negli articoli 246 e 247 n.1 del Codice di Commercio del 1882, nel quale viene individuato il primo riferimento normativo al falso in bilancio⁹⁸.

L'art. 246 introduce una norma relativa al momento genetico della società, la costituzione, stabilendo che:

“Sono puniti colle pene stabilite dal Codice penale per la truffa coloro, che simulando o asserendo falsamente l'esistenza di sottoscrizioni o di versamenti ad una società per azioni, od annunziando al pubblico scientemente come addette alla società persone che tali non sono, ovvero commettendo altre simulazioni, hanno ottenuto o tentato di ottenere sottoscrizioni o versamenti”⁹⁹.

Ne deriva, dunque, una sostanziale equiparazione dal punto di vista della pena – individuata, per espresso richiamo al Codice Penale, nella reclusione sino a tre anni e con la multa oltre le lire cento, come stabilito dall'art. 413¹⁰⁰ rubricato “della truffa e di altre frodi” – tra l'ottenimento fraudolento delle sottoscrizioni o versamenti ed il mero tentativo di ottenerli. Risulta evidente, dunque, che tale previsione sia assolutamente in linea con la “*truffa qualificata*” auspicata da Restelli (1845).

Di maggiore importanza nella storia del falso in bilancio risulta essere, invece, l'art. 247 n.1 il quale costituisce l'archetipo della normativa ad oggi vigente (artt. 2621 e ss. del Codice Civile).

Il citato articolo, prevede che:

“Sono puniti con multa sino a 5000 lire, salve le maggiori pene comminate dal Codice Penale:

1. I promotori, gli amministratori, i direttori, i sindaci e i liquidatori delle società, che, nelle relazioni o nelle comunicazioni d'ogni specie fatte all'assemblea generale, nei bilanci o nelle situazioni delle azioni,

⁹⁸ Cfr. A. Manna, in A. Cadoppi, S. Canestrari, A. Manna, M. Papa, “Diritto penale dell'economia – Tomo II”, UTET Giuridica, 2019

⁹⁹ Codice di Commercio 1882 – consultato presso <http://www.antropologiagiuridica.it/codecomit82.pdf>

¹⁰⁰ Codice Penale per il Regno D'Italia 1889 – consultato presso <http://www.antropologiagiuridica.it/cp1889.pdf>

abbiano scientemente enunciato fatti falsi sulle condizioni della società, o abbiano scientemente in tutto od in parte nascosti fatti relativi alle condizioni medesime”¹⁰¹.

Così, per la prima volta, la normativa nazionale individuava delle sanzioni per le false comunicazioni sociali, siano esse avvenute mediante una condotta omissiva (nascondendo fatti relativi alle condizioni della società) ovvero attiva (esponendo fatti falsi).

È evidente, però, che dal punto di vista sanzionatorio le due fattispecie siano in disequilibrio: la prima (quella dell’art. 246) prevede la reclusione fino a tre anni, mentre la seconda (art. 247 n. 1) prevede solamente una sanzione pecuniaria.

Tuttavia, a seguito dell’intervento giurisprudenziale della Suprema Corte di Cassazione, il *favor rei* dell’art. 247 viene mitigato dall’applicazione estensiva dell’art. 280¹⁰² del Codice Penale, al quale, tra l’altro, erano ricondotti i reati di falso nei documenti sociali prima dell’introduzione dell’art. 247¹⁰³.

Una prima modifica alla normativa in analisi viene apportata dal Regio D.L. 30 ottobre 1930 n. 1459, registrano un inasprimento della pena sulla scorta dell’ideologia fascista e dell’esperienza della crisi finanziaria del 1929¹⁰⁴.

Il sopracitato Decreto, poi convertito in legge¹⁰⁵, ha accorpato in un’unica fattispecie quelle di cui agli artt. 246 e 147 n.1 del Codice del Commercio del 1882, statuendo che:

“Sono puniti con la reclusione da tre a dieci anni e con la multa, da lire diecimila a centomila:

1. I promotori, gli amministratori, i direttori, i sindaci e i liquidatori delle società commerciali che, nelle relazioni o comunicazioni fatte al pubblico o alla assemblea o nei bilanci, fraudolentemente espongono fatti falsi sulla costituzione o sulle condizioni economiche delle società’

¹⁰¹ Codice di Commercio 1882 – consultato presso <http://www.antropologiagiuridica.it/codecomit82.pdf>

¹⁰² “Chiunque forma, in tutto o in parte, una scrittura privata falsa o altera una scrittura privata vera, ove ne possa derivare pubblico o privato documento, è punito, quando egli o altri ne faccia uso, con la reclusione da uno a tre anni”, Codice Penale per il Regno D’Italia 1889

¹⁰³ Cfr. C. Rubino, 2019

¹⁰⁴ *Ibidem*

¹⁰⁵ Legge 4 giugno 1931, n. 660 (di conversione)

o nascondono in tutto o in parte fatti concernenti le condizioni medesime”¹⁰⁶.

L’inasprimento della pena viene ricondotto alla circostanza per cui “nella concezione del fascismo, tutti i fenomeni economici devono essere riguardati dal punto di vista nazionale [...] e quelli che dirigono le società amministrano non tanto capitali appartenenti a un numero più o meno limitato di individui singoli, quanto un capitale della nazione”¹⁰⁷; derivandone che “le malversazioni e le dispersioni dei capitali della società sono dispersioni di ricchezza nazionale, che colpiscono direttamente la forza economica della nazione e quindi la sua potenza”¹⁰⁸.

Inoltre, viene utilizzata per la prima volta la parola “fraudolentemente”, in sostituzione di “scientemente”, nell’art. 247 n. 1.

Dunque, “la legge ha richiesto [...] un requisito più complesso: quello della frode, cioè della intenzione specifica rivolta ad ingannare altrui”¹⁰⁹.

Ne emerge allora una restrizione del campo di applicazione della norma – si parla infatti di dolo di danno – essendo necessario, oltre alla intenzione diretta ad ingannare (“scientemente”), anche il proposito di recar danno altrui (“fraudolentemente”)¹¹⁰.

Con il Regio Decreto 16 marzo 1942 n. 262 prende vita il Codice Civile, all’interno del quale viene trasposta, nell’art. 2621 n. 1, la disciplina delle false comunicazioni sociali, rimasta sostanzialmente invariata sino alla riforma del 2002¹¹¹.

¹⁰⁶ Legge 4 giugno 1931, n. 600, Art. 2, consultato presso <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:legge:1931-06-04;660>

¹⁰⁷ A. Rocco, “Relazione a S.M. il Re del Ministro Guardasigilli (ROCCO) presentata nell’udienza del 19 ottobre 1930 – Anno VIII per l’approvazione definitiva del Codice di Procedura Penale”

¹⁰⁸ *Ibidem*

¹⁰⁹ “Discussione del disegno di legge: Conversione in legge del Regio decreto-legge 30 ottobre 1930, n. 1459, contenente disposizioni penali in materia di società commerciali”, consultato presso <https://storia.camera.it/regno/lavori/leg28/sed126.pdf>

¹¹⁰ In tal senso *Cfr.* F. Antolisei, “Manuale di Diritto Penale – Volume primo”, Dott. A. Giuffrè editore, 2007. La c.d. interpretazione restrittiva viene avvalorata anche dallo stesso ministro Rocco, che aveva proposto la riforma, il quale, individuava come elementi costitutivi della fattispecie: I) l’intenzione di ingannare o indurre altri in errore; II) l’intenzione di danneggiare, recando altrui un ingiusto danno; III) l’intenzione di trarre un ingiusto lucro o profitto; *Cfr.* A. Rocco “Il dolo nella falsità dei bilanci delle società commerciali”, *Rivista penale*, 1941, Fascicolo I, pag. 3 e ss,

¹¹¹ Di cui si darà maggiore approfondimento nel par. 2.1.2

L'art. di cui sopra, rubricato "False comunicazioni ed illegale ripartizione di utili", nella sua formulazione originale prevede che

“Salvo che il fatto costituisca reato più grave, sono puniti con la reclusione da uno a cinque anni e con la multa da lire diecimila a centomila¹¹²:

1) i promotori, i soci fondatori, gli amministratori, i direttori generali, i sindaci e i liquidatori, i quali nelle relazioni, nei bilanci o in altre comunicazioni sociali, fraudolentemente espongono fatti non rispondenti al vero sulla costituzione o sulle condizioni economiche della società o nascondono in tutto o in parte fatti concernenti le condizioni medesime”.

Nel codice del 1942, quindi, riappare la clausola di salvaguardia (“salvo che il fatto costituisca reato più grave”) come contrapposizione ad una riduzione della cornice edittale della pena¹¹³.

Inoltre, permane l'avverbio “fraudolentemente” e per la prima volta viene utilizzato il lemma “non rispondenti al vero”, invece dell'aggettivo “falsi”.

La permanenza di una locuzione, e la modifica dell'altra, sono certamente da osservarsi come fenomeno unico. Infatti, come espressamente chiarito dal Guardasigilli Grandi, la scelta di utilizzare l'espressione “fatti non rispondenti al vero” è stata operata con la finalità di evitare che per l'esistenza del reato in oggetto fosse richiesto un elemento soggettivo intenso, quale quello dello scopo di frode¹¹⁴. Proprio in tal senso il Guardasigilli Grandi scriveva:

“Nell'art. 2621, n. 1, appagando un bisogno avvertito nella pratica e risolvendo una questione a lungo dibattuta, si è configurata l'ipotesi di falsità in relazioni, bilanci o in altre comunicazioni sociali, nel fatto di coloro che fraudolentemente espongono fatti non rispondenti al vero, anziché, come si legge nell'art. 2 della legge del 1931, nel fatto di coloro che fraudolentemente espongono fatti falsi. Giustamente si osservava

¹¹² L'importo della multa è stato poi modificato in “da lire due milioni a venti milioni” dall'art. 31 del DPR 10 febbraio 1986, n. 30

¹¹³ Cfr. C. Rubino, 2019

¹¹⁴ Cfr. Relazione del Ministro Guardasigilli Grandi al Codice Civile del 1942, consultato presso <https://www.consiglionazionaleforense.it/web/cnf/collana-studi-storici-e-giuridici>

che questa locuzione o implica una tautologia, perché l'espone fatti falsi è già azione fraudolenta o impone un significato del fraudolentemente che gravita sull'elemento soggettivo del reato fino a esigere l'accertamento dell'*animus decipiendi et lucrandi* (in questo senso alcuni proponevano che all'avverbio "fraudolentemente" si sostituisse la frase "a scopo di frode"). È sembrato pertanto meglio rispondente alle finalità della norma, rettificarne il testo nel modo su indicato. Col nuovo testo infatti si evita la tautologia, ma si evita anche il pericolo di chiedere per l'esistenza del reato (avente ad oggetto atti che, almeno per la loro influenza sul credito e sulla fede pubblica, devono ormai ritenersi più vicini agli atti pubblici, che alle scritture private) un elemento soggettivo diverso e più intenso di quello richiesto per le varie forme di comune falso in atto pubblico, ossia una intenzione di frode anziché la coscienza e la volontà di produrre con le false esposizioni un semplice stato di pericolo"¹¹⁵.

2.1.2 La riforma del 2002

Dopo l'inserimento nel Codice Civile del 1942 il reato di false comunicazioni sociali ha vissuto, salvo un limitato intervento normativo nel 1986¹¹⁶, un sessantennio privo di qualsivoglia modifica.

Anche dal punto di vista dell'applicazione giurisprudenziale i reati societari, ed il reato di false comunicazioni sociali in particolare, hanno vissuto un periodo di scarsa attività. Già nel 1955 era evidenziato come si trattasse di norme "per lungo

¹¹⁵ *Ibidem*; In tal senso anche il Tribunale di Milano, Sent. 28 aprile 1994, chiarendo nella motivazione che: "l'avverbio "fraudolentemente" contenuto nell'art. 2621 c.c., significando semplicemente "con modalità fraudolente", non ha alcun rilievo ai fini di connotare l'intento del soggetto agente [...]; ad integrare il dolo specifico di false comunicazioni sociali è sufficiente la volontà di determinare un errore negli organi societari, nei soci o nei terzi; allo scopo di indurli a comportarsi in modo diversi da quello che terrebbero se fossero a conoscenza della realtà della situazione [...]"

¹¹⁶ Si veda la nota 112

tempo scarsamente applicate perché poco conosciute, e poco studiate perché, appunto, raramente applicate”¹¹⁷.

Nel periodo tra il 1970 ed il 1995 le decisioni edite in materia di false comunicazioni sociali risultano essere circa ottanta, implicando quindi una modesta media di poco più di tre l’anno; tuttavia, gli scandali dei primi anni ’90 (“Tangentopoli” e “Manipulate”) hanno portato in auge le false comunicazioni sociali, reato spesso contestato unitamente alle ipotesi di corruzione¹¹⁸.

Nel contesto delle indagini per corruzioni dell’inizio del XX secolo, il falso in bilancio sembra essere un “grimaldello”¹¹⁹, utilizzato dagli inquirenti, nell’ambito della lotta alla corruzione, con un possibile duplice obiettivo: I) allargare la cerchia degli ipotetici responsabili dalle persone direttamente indagate per corruzione (generalmente funzionari di minor livello) agli organi amministrativi delle società coinvolte; II) ottenere la collaborazione di banche e Paesi esteri che altrimenti non collaborerebbero alle indagini¹²⁰.

È per porre fine a queste tendenze repressive e per dirimere le questioni interpretative del passato che si è avvertita l’esigenza di una riforma organica del settore penale societario¹²¹.

La riforma, che prende spunto dal c.d. “Progetto Mirone”¹²², è attuata mediante la Legge Delega n. 366 del 3 ottobre 2001, poi convertita nel D.lgs. 11 aprile 2002, n. 61.

¹¹⁷ G. D. Pisapia, “Il reato di false comunicazioni sociali”, *Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 1964, pag. 768 e ss

¹¹⁸ *Cfr.* G. E. Colombo, “La “moda” dell’accusa di falso in bilancio nelle indagini delle Procure della Repubblica”, *Rivista delle società*, 1996, Vol. 4; *Cfr.* C. Rubino, 2019

¹¹⁹ Così lo definisce C. Predazzi in AA.VV., “False comunicazioni sociali: presidio dell’informazione societaria o delitto ostacolo?”, in “Studi in ricordo di Giandomenico Pisapia – Vol. I”, Giuffrè, 2000

¹²⁰ *Cfr.* G. E. Colombo, 1996

¹²¹ *Cfr.* C. Rubino, 2019

¹²² Si tratta dello “Schema di disegno di legge per la riforma organica del diritto societario”, consultabile presso http://www.uniroma2.it/facolta/giurispr/cattedre/DirittoTributario/allegati_2000/schema_1_egge_societati_professionali.htm proposto nel 1998 dal Governo Prodi, affidandolo alla Commissione presieduta da Antonino Mirone.

L’art. 10, lett. a), n. 1 prevedeva che fosse previsto il reato per “falsità in bilancio, nelle relazioni o in altre comunicazioni sociali, consistente nel fatto degli amministratori, direttori generali, sindaci e liquidatori, i quali, nei bilanci, nelle relazioni o in altre

Il D.lgs. 11 aprile 2002 n. 61, abrogando l'allora vigente art. 2621 c.c., introduce, agli artt. 2621 c.c. e 2622 c.c., nell'ordinamento due fattispecie relative alle false comunicazioni sociali, rubricate rispettivamente "False comunicazioni sociali" e "False comunicazioni sociali in danni dei soci o creditori".

La dualità del reato, che prevede due autonome fattispecie incriminatrici differenziate sul presupposto della esistenza o meno di un danno patrimoniale ai soci o ai creditori, viene ricondotta ad una esigenza di polarizzazione dell'intervento penale attorno alla tutela di interessi ben definiti e di differenziarne il trattamento in relazione alla diversa oggettività giuridica¹²³.

Sulla scorta dell'idea che le fattispecie elaborate sul modello del pericolo sono maggiormente in grado di assicurare una tutela a una pleora di soggetti indeterminati – dal momento che l'attesa del danno del singolo può condurre ad una reazione tardiva dell'ordinamento giuridico, con conseguenze negative per l'equilibrio del sistema economico¹²⁴– il legislatore delegato ha inteso costruire quella dell'art. 2621 c.c. come una "una fattispecie di pericolo, di natura contravvenzionale e punita solo se commessa con dolo intenzionale. [Mentre], la seconda fattispecie, [dell'art. 2622 c.c.], di natura delittuosa, è posta a tutela esclusiva del patrimonio ed è costruita come reato di danno"¹²⁵.

Gli artt. 2621 e 2622 c.c., come modificati dalla riforma in oggetto, prevedono:

Art. 2621, "False comunicazioni sociali"

“Salvo quanto previsto dall'articolo 2622, gli amministratori, i direttori generali, i sindaci e i liquidatori, i quali, con l'intenzione di ingannare i soci o il pubblico e al fine di conseguire per se' o per altri un ingiusto profitto, nei bilanci, nelle relazioni o nelle altre comunicazioni sociali

comunicazioni sociali dirette ai soci o al pubblico, intenzionalmente espongono false informazioni sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società, o del gruppo al quale essa appartiene, ovvero occultano informazioni sulla situazione medesima, al fine di conseguire, per sé o per altri, un ingiusto profitto; precisare che la condotta deve essere idonea a trarre in inganno i destinatari sulla predetta situazione; estendere la punibilità al caso in cui le informazioni riguardino beni posseduti o amministrati dalla società per conto di terzi; prevedere la pena della reclusione”

¹²³ Cfr. Relazione ministeriale al D.lgs. 11 aprile 2002, n. 61, consultata presso https://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/2002_61_Relazione.pdf

¹²⁴ Cfr. A. Alessandri, "La legge delega n. 366 del 2001: un congedo dal diritto penalesocietario", *Corriere Giuridico*, 2001, N. 12, pp. 1545 – 1553

¹²⁵ *Ibidem*

previste dalla legge, dirette ai soci o al pubblico, espongono fatti materiali non rispondenti al vero ancorche' oggetto di valutazioni ovvero omettono informazioni la cui comunicazione e' imposta dalla legge sulla situazione economica, patrimoniale, o finanziaria della societa' o del gruppo al quale essa appartiene, in modo idoneo ad indurre in errore i destinatari sulla predetta situazione, sono puniti con l'arresto fino ad un anno e sei mesi. La punibilita' e' estesa anche al caso in cui le informazioni riguardino beni posseduti od amministrati dalla societa' per conto di terzi. La punibilita' e' esclusa se le falsita' o le omissioni non alterano in modo sensibile la rappresentazione della situazione economica, patrimoniale o finanziaria della societa' o del gruppo al quale essa appartiene. La punibilita' e' comunque esclusa se le falsita' o le omissioni determinano una variazione del risultato economico di esercizio, al lordo delle imposte, non superiore al 5% o una variazione del patrimonio netto non superiore all'1 per cento. In ogni caso il fatto non e' punibile se conseguenza di valutazioni estimative che, singolarmente considerate, differiscono in misura non superiore al 10 per cento da quella corretta”.

Art. 2622, “False comunicazioni sociali in danno dei soci o dei creditori”

“Gli amministratori, i direttori generali, i sindaci e i liquidatori, i quali, con l'intenzione di ingannare i soci o il pubblico e al fine di conseguire per se' o per altri un ingiusto profitto, nei bilanci, nelle relazioni o nelle altre comunicazioni sociali previste dalla legge, dirette ai soci o al pubblico, esponendo fatti materiali non rispondenti al vero ancorche' oggetto di valutazioni, ovvero omettendo informazioni la cui comunicazione e' imposta dalla legge sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria della societa' o del gruppo al quale essa appartiene, in modo idoneo ad indurre in errore i destinatari sulla predetta situazione, cagionano un danno patrimoniale ai soci o ai creditori sono puniti, a querela della persona offesa, con la reclusione da sei mesi a tre anni. Si procede a querela anche se il fatto integra altro delitto, ancorche' aggravato a danno del patrimonio di soggetti diversi

dai soci e dai creditori, salvo che sia commesso in danno dello Stato, di altri enti pubblici o delle Comunità europee. Nel caso di società soggette alle disposizioni della parte IV, titolo III, capo II, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, la pena per i fatti previsti al primo comma e' da uno a quattro anni e il delitto e' procedibile d'ufficio. La punibilità per i fatti previsti dal primo e terzo comma e' estesa anche al caso in cui le informazioni riguardino beni posseduti o amministrati dalla società per conto di terzi. La punibilità per i fatti previsti dal primo e terzo comma e' esclusa se le falsità o le omissioni non alterano in modo sensibile la rappresentazione della situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società o del gruppo al quale essa appartiene. La punibilità e' comunque esclusa se le falsità o le omissioni determinano una variazione del risultato economico di esercizio, al lordo delle imposte, non superiore al 5 per cento o una variazione del patrimonio netto non superiore all'1 per cento. In ogni caso il fatto non e' punibile se conseguenza di valutazioni estimative che, singolarmente considerate, differiscono in misura non superiore al 10 per cento da quella corretta”.

Gli elementi di maggiore novità, rispetto alla previgente disciplina, risultano dunque essere; I) La duplice struttura del reato; II) L'eliminazione dell'avverbio “fraudolentemente”; III) L'inserimento di soglie quantitative di rilevanza.

Vista l'irrinunciabilità della sanzione penale nel campo dei reati societari, atta a garantire il minimo etico della vita degli affari ed a tutelare gli interessi esposti a pregiudizio dallo svolgimento dell'attività societaria¹²⁶, la riforma del 2002 mostra una tutela organizzata per cerchi concentrici, così, venuto meno il delitto, si ricade nella contravvenzione¹²⁷.

In questa struttura del reato è l'esistenza o meno di un danno patrimoniale ai soci o ai creditori a determinare la fattispecie concretamente applicabile, e dunque a delinearne i profili di procedibilità.

Infatti, un falso in bilancio da cui non deriva alcun documento per i soci o creditori viene punito, a norma dell'art. 2621 c.c., con una contravvenzione; invece, se dalla

¹²⁶ Cfr. A. Alessandri, 2001

¹²⁷ Cfr. E. Musco, “I nuovi reati societari”, Giuffrè Editore, 2007

falsità del bilancio deriva un danno patrimoniale ai soggetti sopra indicati, a norma dell'art. 2622 c.c., si configura un delitto, procedibile però solamente a querela della persona offesa, salvi i casi del comma terzo.

Questa struttura, che sembra offrire una risposta dell'ordinamento progressiva e parametrata agli effetti negativi che il falso in bilancio concretamente genera, è oggetto di forti critiche, soprattutto dal punto di vista della procedibilità.

Infatti, la clausola "Salvo quanto previsto dall'art. 2622" che apre l'art. 2621 c.c. è fonte di equivocità nel rapporto che lega le due ipotesi di falsità¹²⁸.

Sul punto due tesi si contrappongono: la prima tendente a ribadire un rapporto di specialità tra le due fattispecie, per cui la presenza del danno patrimoniale subito dai soci o creditori rende applicabile la sola disposizione delittuosa del 2622 c.c.¹²⁹; la seconda, oltretutto avallata dallo stesso legislatore¹³⁰, individua nella clausola la possibilità di applicare la fattispecie contravvenzionale laddove, pur in presenza del danno patrimoniale, manchi la querela¹³¹.

Secondo elemento di novità, e di rottura con il passato, è l'eliminazione dell'avverbio "fraudolentemente", che aveva acceso diversi dibattiti interpretativi nel passato.

Il legislatore della riforma, dunque, ha optato per una più chiara esplicitazione della condotta atta ad integrare la fattispecie di false comunicazioni sociali, individuandola nell'"intenzione di ingannare i soci o il pubblico e al fine di conseguire per sé o per altri un ingiusto profitto"¹³².

Dunque, con questa formulazione appare esclusa la rilevanza del dolo eventuale e, in via ingenerale, è affermata l'estraneità alla fattispecie dei casi colposi di scostamento contabile¹³³.

¹²⁸ Cfr. *Ibidem*

¹²⁹ In tal senso, A. Alessandri, "Il ruolo del danno patrimoniale nei nuovi reati societari", *Le Società*, 2002, N. 7, per il quale la clausola di apertura non legittima una progressione criminosa e non permette di regredire dal delitto alla contravvenzione

¹³⁰ Nella relazione ministeriale al D.lgs. 11 aprile 2002, n. 61 viene specificato che "La norma prevede inoltre una clausola di riserva che rende applicabili le disposizioni in essa contenute ogniqualvolta non trovi applicazione la fattispecie delittuosa prevista dal successivo articolo 2622"

¹³¹ Cfr. S. Seminara, "False comunicazioni sociali, falso in prospetto e nella revisione contabile e ostacolo alle funzioni delle autorità di vigilanza", *Diritto Penale e Processo*, 2002, N. 6

¹³² Cfr. Relazione ministeriale al D.lgs. 11 aprile 2002, n. 61

¹³³ Cfr. Seminara, 2002

Ulteriore elemento di assoluta novità, nonché di aspra critica da parte della dottrina, è l'introduzione delle c.d. soglie di rilevanza., al di sotto delle quali la falsità diveniva trascurabile¹³⁴.

Le soglie stabilite dal legislatore – 5% del risultato economico, 1% del patrimonio netto e, nelle valutazioni, il 10% rispetto a quella corretta – hanno natura elemento essenziale ai fini dell'integrazione della fattispecie di false comunicazioni sociali e rappresentano una determinazione *a priori* della sensibile alterazione della situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società o del gruppo, realizzata mediante la falsità o omissione, di cui al penultimo comma dell'art. 2621 c.c.

Dunque, ne emerge una cornice in cui sono punibili le false comunicazioni sociali che “sopravvivono” ad un duplice filtro: quello della idoneità ad “indurre in errore i destinatari della predetta comunicazione” e quello delle soglie di rilevanza. In tal modo, viene a generarsi “una fascia di impunità (terreno assai fertile per la commissione di illeciti) di estensione direttamente proporzionale alla redditività o alle dimensioni dell'ente”¹³⁵.

Proprio sulla base di quanto finora esposto – la riduzione delle misure edittali, la natura di contravvenzione della fattispecie di cui all'art. 2621 c.c., la procedibilità a querela per l'art. 2622 c.c. e l'introduzione delle soglie di rilevanza – la riforma viene criticata per aver attuato una “generale e sostanziale depenalizzazione dei reati”¹³⁶.

2.1.2.1 La riforma “minore” del 2005

Le aspre critiche della dottrina alla riforma del 2002 hanno spinto il legislatore ad una rilettura dei reati societari, operando una riforma “minore” mediante la legge 28 dicembre 2005, n. 262¹³⁷.

¹³⁴ Cfr. V. Manes, “La nuova disciplina delle false comunicazioni sociali”, *Diritto Penale Contemporaneo*, 2016, consultato presso: https://archivioldpc.dirittopenaleuomo.org/upload/1455797076MANES_2016a.pdf

¹³⁵ S. Seminara, 2002

¹³⁶ C. Rubino, 2019; di “sostanziale depenalizzazione” parla anche A. Crespi, “Le false comunicazioni sociali: una riforma faceta”, *Rivista delle Società*, 2001, N. 6;

¹³⁷ Cfr. C. Rubino, 2019

La legge 262/2005, all'art. 30, introduce delle modifiche certamente di non estremo rilievo:

- le pene edittali dell'art 2621 c.c. vengono elevate “fino a due anni”;
- vengono inseriti tra i soggetti attivi i “dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari”, in entrambi gli artt. 2621 e 2622 c.c.;
- la società stessa è inserita tra i soggetti dell'art. 2622 c.c. (insieme ai soci ed ai creditori);
- prevede sanzioni amministrative per i falsi che rimangono al di sotto delle soglie rilevanti;
- introduce un'ipotesi aggravate di reato nell'art. 2622 c.c., qualora si fosse provocato un “grave nocumento ai risparmiatori”, la cui gravità è parametrata sulla popolazione censita dall'ISTAT o sul PIL.

2.1.3 La riforma del 2015

Con la Legge 27 maggio 2015, n. 69, anche detta “Legge Anticorruzione”, la fattispecie delle false comunicazioni sociali torna ad avere piena rilevanza penale, riportando la fattispecie nell'alveo del delitto anche in assenza di danno patrimoniale.

La Legge 69/2015, riportante “disposizioni in materia di delitti contro la pubblica amministrazione, di associazioni di tipo mafioso e di falso in bilancio”, rappresenta uno strumento di repressione dei fenomeni corruttivi e coinvolge il falso in bilancio in quanto si individua in esso un “reato-spia”, indicatore possibili dinamiche corruttive perché “strumento in grado di realizzare (o coprire) con alchimie contabili la creazione del “rapporto di provvista” alla base delle transazioni illecite (i cc.dd. fondi neri)”¹³⁸.

Inoltre, un ritorno alla severa punibilità del falso in bilancio è sentito come atto fondamentale, dal momento che 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 delle società [che le]

¹³⁸ V. Manes, 2016

modifiche al diritto penale commerciale del 2002 hanno pregiudicato in maniera gravissima”¹³⁹.

La Riforma ha operato superando la divisione in contravvenzione (per la fattispecie di cui all’art. 2621 c.c.) e delitto (per la fattispecie di cui all’art. 2622 c.c.), ed introducendo, invece, una differenziazione in base al contesto societario in cui il falso in bilancio viene a realizzarsi.

Ne derivano così due fattispecie, entrambe delittuose, in cui una (art. 2621 c.c. – False comunicazioni sociali) trova applicazione in tutte le società; l’altra (art. 2622 c.c. – False comunicazioni sociali delle società quotate) trova, altresì, applicazione nelle società quotate ed in quelle che la medesima disposizione individua come ad esse equivalenti.

La struttura normativa introdotta dalla L. 69/2015, oltre che delle due disposizioni appena citate, si compone anche di due nuove fattispecie, entrambe espressamente riferite all’art. 2621 c.c., ed entrambe “di favore”: art. 2621-*bis* c.c. “Fatti di lieve entità” e art. 2621-*ter* c.c. “Non punibilità per particolare tenuità”.

Ne deriva così quella che viene generalmente definita come “piramide punitiva”¹⁴⁰, in cui al livello inferiore troviamo i casi di non punibilità (art. 2621-*ter* c.c.); al livello appena superiore i fatti di lieve entità (art. 2621-*bis* c.c.); al secondo livello l’ipotesi generale per le società non quotate (art. 2621 c.c.); ed al vertice le ipotesi di falso in bilancio nelle società quotate (art. 2622 c.c.).

Punto fondamentale della Riforma del 2015 è l’eliminazione delle “famigerate”¹⁴¹ soglie di rilevanza introdotte nella precedente riforma, che costituivano un “autentico obbrobrio che mai avrebbe dovuto fare la sua comparsa a livello normativo”¹⁴².

La scomparsa delle soglie, insieme alla dicitura “fatti rilevanti”, risulta in linea con il criterio per cui la rilevanza penale delle false comunicazioni sociali non deve essere vincolata ad un criterio esclusivamente quantitativo – sia esso assoluto o percentuale – ma deve necessariamente raccordarsi all’ottica dei destinatari

¹³⁹ Disegno di legge n. 19, comunicato alla presidenza il 15 marzo 2013, consultato presso <http://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/00699371.pdf>

¹⁴⁰ Cfr. M. Gambardella, “Il “ritorno” del falso in bilancio, tra fatti materiali rilevanti, fatti di lieve entità e fatti di particolare tenuità”, Cassazione Penale, 2015, N. 5

¹⁴¹ Così le ha definite Manes, 2016;

¹⁴² S. Seminara, “La riforma dei reati di false comunicazioni sociali”, Diritto penale e processo, 2015, N. 7

dell'informazione ed alle conseguenze che la falsità comporta sulle loro decisioni economiche; dal che, “fatti rilevanti” non ha più una dimensione meramente contabile, bensì in rapporto alle scelte di investimento o disinvestimento da parte dei destinatari delle comunicazioni¹⁴³.

È opportuno evidenziare, però, che se da un lato il legislatore ha eliminato le soglie, dall'altro ha sentito il bisogno di graduare il trattamento sanzionatorio, introducendo *ex-novo* gli artt. 2621-*bis* e 2621-*ter* c.c.¹⁴⁴.

Per espressa volontà del legislatore¹⁴⁵, il falso in bilancio che segue alla riforma del 2015 si configura come reato di pericolo, per cui l'esistenza di un danno patrimoniale alla società, ai soci o ai creditori sociali costituisce circostanza aggravante.

Inoltre, inserendo la formula “in modo concretamente idoneo a indurre in inganno”, il legislatore ha inteso “mantenere al di fuori dell'ambito di rilevanza penale quelle difformità sostanzialmente irrilevanti, in quanto inidonee a generare nel destinatario della comunicazione un inganno in ordine alla situazione economica, finanziaria e patrimoniale della società”¹⁴⁶, qualificandolo così un reato di pericolo concreto¹⁴⁷.

Viste le modifiche apportate dalla L. 69/2015, la disciplina delle false comunicazioni sociali contenuta nel codice civile risulta essere la seguente:

Art. 2621, “False comunicazioni sociali”

“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

¹⁴³ Cfr. S. Seminara, 2015, in cui l'autore riprende il pensiero di C. Predazzi, 2000

¹⁴⁴ Cfr. M. Sterpos, “La riforma delle false comunicazioni sociali l. 27 maggio 2015, n. 69”, Il nuovo diritto delle società, 2016, Vol. 2

¹⁴⁵ Cfr. Disegno di legge n. 19

¹⁴⁶ *Ibidem*

¹⁴⁷ “Dal punto di vista della qualità dell'evento, i reati si distinguono in reati di danno e in reati di pericolo a seconda che la condotta abbia effettivamente danneggiato un bene giuridico meritevole di tutela, o lo abbia solo esposto a pericolo. Il reato di pericolo può distinguersi, altresì, in reato di pericolo concreto ed astratto: nel primo caso il pericolo integra un elemento costitutivo della fattispecie ed oggetto di accertamento da parte del giudice; nel secondo caso il pericolo è presunto dal legislatore nel momento in cui formula la fattispecie penale incriminatrice”, Così in Treccani vocabolario online

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”

Art. 2621-bis, “Fatti di lieve entità”

“Salvo che costituiscano più grave reato, si applica la pena da sei mesi a tre anni di reclusione se i fatti di cui all’articolo 2621 sono di lieve entità, tenuto conto della natura e delle dimensioni della società e delle modalità o degli effetti della condotta.

Salvo che costituiscano più grave reato, si applica la stessa pena di cui al comma precedente quando i fatti di cui all’articolo 2621 riguardano società che non superano i limiti indicati dal secondo comma dell’articolo 1 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267. In tale caso, il delitto è procedibile a querela della società, dei soci, dei creditori o degli altri destinatari della comunicazione sociale”

Art. 2621-ter, “Non punibilità per particolare tenuità”

“Ai fini della non punibilità per particolare tenuità del fatto, di cui all’articolo 131 bis del codice penale, il giudice valuta, in modo prevalente, l’entità dell’eventuale danno cagionato alla società, ai soci o ai creditori conseguente ai fatti di cui agli artt. 2621 e 2621 bis”

Art. 2622, “False comunicazioni sociali delle società quotate”

“Gli amministratori, i direttori generali, i dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari, i sindaci e i liquidatori di società emittenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell’Unione europea, 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 consapevolmente espongono fatti materiali 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 tre a otto anni.

Alle società indicate nel comma precedente sono equiparate:

- 1) le società emittenti strumenti finanziari per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea;
- 2) le società emittenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano;
- 3) le società che controllano società emittenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea;
- 4) le società che fanno appello al pubblico risparmio o che comunque lo gestiscono.

Le disposizioni di cui ai commi precedenti si applicano anche se le falsità o le omissioni riguardano beni posseduti o amministrati dalla società per conto di terzi”

Vista l’assenza di successivi interventi normativi riguardanti gli articoli di cui sopra – ricompresi nel Capo I “delle falsità”, Titolo XI “disposizioni penali in materia di società, di consorzi e di altri enti privati”, Libro V “del lavoro – questi compongono la normativa attualmente vigente.

2.2 Elementi fondamentali della normativa vigente

2.2.1 I soggetti attivi

Sia l'art. 2621 c.c. che l'art. 2622 c.c. si aprono con l'elencazione, peraltro identica, dei soggetti attivi del reato: gli amministratori, i direttori generali, i dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari, i sindaci e i liquidatori.

L'elencazione, che peraltro la riforma del 2015 ha lasciati sostanzialmente invariata, ricomprende tutti quei "soggetti protagonisti delle funzioni di amministrazione attiva e di controllo"¹⁴⁸.

Il legislatore, dunque, ha inserito tra i soggetti attivi i "dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari" ed ha confermato la scelta già operata con la riforma del 2002 di escludere dall'elenco i "promotori" ed i "soci fondatori". La prima scelta è dettata dalla particolare funzione che questo soggetto svolge: "predispone adeguate procedure amministrative e contabili per la formazione del bilancio di esercizio e, ove previsto, del bilancio consolidato nonché di ogni altra comunicazione di carattere finanziario"¹⁴⁹, ne consegue un'evidente relazione tra le attività svolte dal soggetto e le comunicazioni sociali. Tuttavia, non si può mancare di sottolineare che il legislatore abbia inserito tale figura non solo nel novero dei soggetti attivi dell'art. 2622 c.c., ma anche in quello dei soggetti attivi dell'art. 2621, sebbene il "dirigente preposto" sia una qualifica prevista solamente per le società quotate¹⁵⁰.

La conferma dell'esclusione dai soggetti attivi dei "promotori" e dei "soci fondatori", invece, conferma "l'intenzione di non considerare più la costituzione della società come possibile oggetto di informazioni menzognere rilevanti ai fini

¹⁴⁸ V. Manes, 2016

¹⁴⁹ Art. 154-*bis* T.U.F.

¹⁵⁰ *Cfr.* C. Rubino, 2019; "Il secondo errore riguarda la previsione dei dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari, assolutamente fuori luogo in una fattispecie dedicata alle società non quotate: tali soggetti, regolati dall'art. 154 bis T.U.F., trovano infatti spazio solo all'interno degli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine e l'esercizio delle loro funzioni non può acquisire rilievo in differenti forme societarie neppure attraverso l'art. 2639, la cui applicabilità è pur sempre subordinata alla tipicità della qualifica nel suo contesto di riferimento", così S. Seminara, 2015

del reato in esame, [assumendo] rilievo, eventualmente, alla luce di altre ipotesi di reato”¹⁵¹.

Le false comunicazioni sociali, dunque, si configurano come un reato proprio¹⁵², ossia un reato che può essere commesso solamente dai soggetti espressamente individuati dalla norma¹⁵³.

Ne consegue che il soggetto attivo è individuato in virtù di una qualificazione giuridica, o di fatto, che esprime un particolare collegamento con il bene giuridico tutelato dalla norma¹⁵⁴.

Risulta quindi quantomeno anomalo che il legislatore del 2015 non abbia provveduto ad aggiornare il novero dei soggetti attivi tenendo conto dell’introduzione, operata dalla riforma del diritto societario del 2003¹⁵⁵, nel nostro ordinamento di due ulteriori modelli di *governance*, dualistico e monistico, che si affiancano a quello tradizionale. Infatti, se nella formulazione dell’art. 2621 c.c. introdotta dalla riforma del 2002 il legislatore non poteva, ovviamente, comprendere nei soggetti attivi delle figure che l’ordinamento non contemplava, nella L. 69/2015 il legislatore avrebbe potuto, e dovuto, allineare la disposizione alle nuove tipologie degli organi gestionali e di controllo¹⁵⁶.

Tuttavia, la dimenticanza del legislatore viene agevolmente superata dalla circostanza per cui la responsabilità per false comunicazioni sociali viene estesa dal Codice Civile anche a soggetti che formalmente non rivestono una delle cariche menzionate dalla norma, ma sostanzialmente ne svolge le medesime funzioni.

Infatti, l’art. 2639, primo comma c.c. prevede che:

¹⁵¹ V. Manes, 2016; sull’esclusione dei “promotori” e “soci fondatori” dai soggetti attivi Cfr. G. Canzio, L. D. Cerqua, L. Luparia, “Diritto Penale delle società – Tomo Primo”, CEDAM, 2014

¹⁵² I reati societari, in prevalenza, sono reati propri. Rileva sul punto il fatto che “il naturale campo di incidenza dei reati propri sono le strutture sociali complesse” quali sono le società, A. Gullo, “Il reato proprio: dai problemi tradizionali alle nuove dinamiche d’impresa”, Giuffrè, 2005

¹⁵³ Cfr. E. Dolcini, G. L. Gatta, “Codice Penale commentato – Tomo III”, IPSOA, 2015

¹⁵⁴ Cfr. N. Mazzacuva, E. Amati, “Diritto Penale dell’economia”, CEDAM, 2016. Per quanto concerne il bene giuridico tutelato, in questa trattazione ci si limita a rendere noto che, nella disciplina modellata dalla riforma del 2015 ed oggi vigente, questo viene rinvenuto nella correttezza, verità e trasparenza dell’informazione societaria, Cfr. C. Rubino, 2019; S. Seminara, 2015; V. Manes, 2016

¹⁵⁵ D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6

¹⁵⁶ Cfr. S. Seminara, 2015

“Per i reati previsti dal presente titolo al soggetto formalmente investito della qualifica o titolare della funzione prevista dalla legge civile è equiparato sia chi è tenuto a svolgere la stessa funzione, diversamente qualificata, sia chi esercita in modo continuativo e significativo i poteri tipici inerenti alla qualifica o alla funzione”

La *ratio* di questa previsione normativa risiede nella volontà del legislatore di punire determinate condotte indipendentemente da una formale qualifica; e non potrebbe essere altrimenti, perché in assenza di tale previsione delle fattispecie rimarrebbero impunte solo perché commesse da soggetti non previsti dall'ordinamento¹⁵⁷.

2.2.2 Il veicolo della falsità

L'oggetto materiale del reato¹⁵⁸ di false comunicazioni sociali, ossia il veicolo della falsità, è espressamente individuato dalla normativa stessa nei bilanci, nelle relazioni o nelle altre comunicazioni sociali dirette ai soci o al pubblico (previste dalla legge¹⁵⁹).

La triade dei possibili veicoli della falsità non ha subito alcuna variazione nella riforma del 2015, mantenendo la medesima forma introdotta dal legislatore del 2002 con l'obiettivo tipizzare maggiormente le “altre comunicazioni sociali”: la specificazione “dirette ai soci o al pubblico” è stata infatti introdotta dal D.lgs. n. 61/2001.

Il principale veicolo della falsità è individuabile giustappunto in quello che il legislatore presenta per primo: i bilanci. Il bilancio, infatti, svolge l'importante funzione di comunicare a tutti i soggetti esterni all'impresa la situazione patrimoniale e finanziaria della società ed il risultato economico dell'esercizio cui esso fa riferimento.

¹⁵⁷ Cfr. C. Rubino, 2019

¹⁵⁸ L'oggetto materiale è l'elemento della realtà esterna sul quale incide la condotta criminosa; definizione tratta da <http://www.diritto-penale.it/oggetto-reato.htm>

¹⁵⁹ La tipizzazione è contemplata nell'art. 2621 c.c., ma non nell'art. 2622 c.c.; pertanto riguarda solo le comunicazioni delle società non quotate

La disciplina delle false comunicazioni sociali fa riferimento quindi ai bilanci – che l’art. 2343 c.c. prevede sia composto dallo stato patrimoniale (art. 2424), dal conto economico (art. 2425), dal rendiconto finanziario e dalla nota integrativa (art. 2427) – includendo, quindi, non solo i “normali” bilanci d’esercizio, ma anche i bilanci consolidati ed i bilanci che la legge richiede siano predisposti in particolari fasi della vita di un’impresa in forma sociale (es. fusioni, scissioni)¹⁶⁰.

Sono esclusi, invece, dall’ambito di applicazione degli artt. 2621 e 2622 c.c. tutti quei “bilanci che rappresentano documenti aventi carattere meramente previsionale e programmatico”¹⁶¹. Infatti, dal momento che il legislatore richiede che i bilanci riguardino la “situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società o del gruppo al quale la stessa appartiene”, questi hanno necessariamente natura retrospettiva; dal che sono esclusi dal reato di false comunicazioni sociali i cc.dd. “bilanci – tipo” o “budget”, che sono per loro natura rivolti al futuro svolgimento della attività sociali¹⁶².

Dal momento che la norma stessa parla di gruppo, è evidente che anche il bilancio consolidato rientri nei veicoli della falsità.

Il bilancio consolidato, che rappresenta la situazione economica, patrimoniale e finanziaria del gruppo nella sua interezza – ed è quindi ben distinto sia dai bilanci d’esercizio delle società del gruppo che da quello della capogruppo – è redatto dagli amministratori è redatto dagli amministratori della capogruppo sulla base delle risultanze dei singoli bilancio d’esercizio, cui poi sono applicate le rettifiche di consolidamento.

Nell’ambito del bilancio consolidato, allora, è possibile individuare due possibili tipi di falsità¹⁶³:

- falsità originaria, quella che riguarda solamente il bilancio consolidato e nasce in seno al processo di consolidamento;

¹⁶⁰ Cfr. C. Rubino, 2019

¹⁶¹ C. Benussi, “I nuovi delitti di false comunicazioni sociali e la rilevanza penale delle false valutazioni”, *Diritto Penale Contemporaneo*, 2016, consultato presso: https://www.penalecontemporaneo.it/upload/1472456635BENUSSI_2016a.pdf

¹⁶² Cfr. N. Mazzacuva, E. Amati, 2016

¹⁶³ Cfr. C. Benussi, 2016; E. Musco, 2007

- falsità derivata (o riflessa), quella consegua alla consapevole recezione nel bilancio consolidato di dati informativi contenuti nel bilancio della controllata che si sa essere falsi.

Nell'ipotesi della falsità originaria le false comunicazioni sociali trovano applicazione senza alcuna ulteriore considerazione, equiparandolo quindi ad un normale falso nel bilancio d'esercizio della singola società; nel caso della falsità derivata, invece, si dovrà accertare se l'amministratore della controllante fosse o meno a conoscenza della falsità dei dati contabili ricevuti dalla controllata, potendosi ipotizzare la responsabilità concorsuale nel primo caso, ma non nel secondo¹⁶⁴.

Per quanto concerne le relazioni, queste sono genericamente individuate come documenti di accompagnamento e chiarificatori, redatti dai soggetti qualificati nello svolgimento di determinati atti durante la vita dell'impresa¹⁶⁵.

Dal momento che il lemma "previsti dalla legge" – sempre con riferimento alle sole società non quotate – è riferibile anche alle relazioni, queste sono da intendersi in senso tecnico come gli strumenti informativi individuati in ambito civile¹⁶⁶; quali, a titolo esemplificativo, la relazione sulla gestione redatta dagli amministratori ed allegata al fascicolo di bilancio (art. 2428 c.c.) e la relazione dei sindaci al progetto di bilancio (art. 2429 c.c.).

Ne deriva che le relazioni non rientrano in nessuno dei tipi previsti dal legislatore siano considerate "altre comunicazioni sociali", se ne ricorrono i presupposti.

Con riguardo alle "altre comunicazioni", invece, è da segnalare che queste, per poter integrare la fattispecie, devono essere: I) previste dalla legge (permane quindi il requisito della tipicità); II) provenienti dai soggetti attivi individuati dalla norma;

¹⁶⁴ Cfr. C. Benussi, 2016; sul punto anche la Suprema Corte di Cassazione: "gli amministratori delle società controllante, non essendo titolari di alcun potere di accertamento sulla veridicità dei dati trasmessi dalle società del gruppo, non rispondono penalmente della falsità del bilancio consolidato (addebitabile agli amministratori delle società controllate, ai sensi dell'art. 48 c.p.), a condizione che la falsità del dato contabile della società controllata non emerga e sia accertata nel corso del consolidamento", Cass. Pen., sez. V, 19/10/ 2000, rv. 218073

¹⁶⁵ Cfr. C. Benussi, 2016

¹⁶⁶ Cfr. N. Mazzacuva, E. Amati, 2016

III) riguardanti la situazione economica, finanziaria o patrimoniale della società;
IV) essere dirette ai soci o al pubblico¹⁶⁷.

Infine, si mette in evidenza come la mancanza dell'inciso "previste dalla legge" nell'art. 2622 c.c. sia dovuto alla volontà del legislatore di punire "ogni dichiarazione, orale o scritta, resa non solo sulla base di obblighi normativi espressi, taciti o impliciti, ma anche in conseguenza di iniziative volontariamente assunte"¹⁶⁸ nell'ambito delle società quotate. Così, in ragione della diversa diffusività degli effetti conseguenti all'offesa alla trasparenza societaria, il legislatore ha inteso prevedere un trattamento sanzionatorio più severo, non solo dal punto di vista delle cornici edittali, ma anche mediante una maggiore estensione della fattispecie¹⁶⁹.

2.2.3 Il dolo e la condotta anti giuridica

Il susseguirsi degli interventi del legislatore in materia di false comunicazioni sociali non ha mancato di toccare l'elemento soggettivo del reato¹⁷⁰. Sebbene sin dalla formulazione del 1882 si configuri come reato doloso, gli interventi normativi hanno di volta in volta plasmato in modo differente l'elemento psicologico necessario ad integrare la fattispecie in oggetto.

Nella disciplina introdotta dalla riforma del 2002 era necessaria la compresenza di tre distinte forme di dolo, dal momento che "sul versante soggettivo deve concorrere col dolo generico, afferente alla coscienza e volontà dell'azione - od omissione - illecita e dell'evento dannoso, anche il dolo specifico *sub specie* dello scopo di conseguire un ingiusto profitto; nonché il dolo intenzionale costituito dall'intento di ingannare i soci o il pubblico"¹⁷¹.

¹⁶⁷ Cfr. *Ibidem*

¹⁶⁸ S. Seminara, 2015

¹⁶⁹ Cfr. Manes, 2016

¹⁷⁰ L'elemento soggettivo del reato è trattato in questo elaborato in maniera sintetica e con specifico riferimento alle novità apportate dalla riforma del 2015. La scelta è dettata sia dal taglio prettamente economico dell'elaborato nella sua completezza, che dal percorso di studi, di tipo economico-aziendale, di chi scrive. Tuttavia, è sembrato opportuno trattare l'argomento per garantire completezza all'elaborato stesso.

¹⁷¹ Cass. Pen., Sez. V, 02/12/2011, N. 14759

Il dolo intenzionale, nell'art. 2621 c.c. come modificato – “con l'intenzione di ingannare i soci o il pubblico”, mentre il dolo specifico era rintracciato nel “fine di conseguire per sé o per altri un ingiusto profitto”.

Di assoluto rilievo risulta, chiaramente, l'ultimo intervento del legislatore (L. 69/2015) che costituisce la normativa tuttora vigente.

L'attuale formulazione, infatti, ha escluso la necessità del dolo intenzionale, confermando invece il dolo specifico, individuato nella medesima formulazione “al fine di conseguire per sé o per altri un ingiusto profitto”.

L'ingiusto profitto consiste in un vantaggio o utilità , non necessariamente di tipo economico, che l'autore del reato intende conseguire con uno strumento antiggiuridico o con uno strumento legale ma avente uno scopo tipico diverso¹⁷².

La principale novità introdotta dalla riforma del 2015 in tema di elemento soggettivo del reato è l'inserimento dell'avverbio “consapevolmente”.

L'utilizzo di questo avverbio potrebbe sembrare una tautologia, un doppione del requisito del dolo della “rappresentazione”¹⁷³; tuttavia, nel suo inserimento all'interno della norma viene rintracciata la volontà del legislatore di escludere il dolo eventuale¹⁷⁴.

La condotta antiggiuridica atta ad integrare le fattispecie di cui agli artt. 2621 e ss del Codice Civile, rimanendo nel solco tracciato già nel codice del 1882, continua ad essere realizzabile in due modalità alternative. Si individuano, quindi, una condotta commissiva (falso per rappresentazione) ed una condotta omissiva (falso per reticenza).

La vigente formulazione della normativa sulle false comunicazioni sociali prevede che la falsa rappresentazione o omissione riguardi “fatti materiali rilevanti”, che siano idonea ad “indurre altri in errore”.

¹⁷² Cfr. M. Gambardella, 2015; C. Benussi, 2016, l'autore fa riferimento a Cass., pen., Sez. II, 31 marzo 2008, n. 1665;

¹⁷³ Cfr. M. Gambardella, 2015

¹⁷⁴ Cfr. N. Mazzacuva, E. Amati, 2016; M. Gambardella, 2015; S. Seminara, 2015; C. Benussi, 2016

Per quanto concerne l'utilizzo del termine "fatti", il lemma "sottintende un'esigenza di specificità e concretezza che consenta una verifica di conformità al vero"¹⁷⁵.

I "fatti" cui la norma fa riferimento, tenendo conto del contesto economico-aziendale in cui la disciplina trova poi applicazione, sono i "fatti di gestione", ossia tutte le interazioni tra l'impresa e l'ambiente esterno che determinano modificazioni nella situazione economica, patrimoniale o finanziaria dell'impresa e che, dopo essere stati annotati in contabilità generale, vengono fatti confluire nel bilancio.

Ne deriva che l'"oggetto dell'esposizione difforme dal vero o reticente non è (e non può essere) il fatto materiale in sé, ma sempre e invariabilmente sua rappresentazione secondo il linguaggio convenzionale del bilancio"¹⁷⁶. Il fatto, allora, sarà giudicato vero o falso tenendo conto dell'esistenza o meno tra l'enunciato ed il fatto che questo dovrebbe rappresentare¹⁷⁷.

L'utilizzo dell'aggettivo "materiali", per descrivere i "fatti", da parte del legislatore ha portato ad un dibattito dottrinale in cui si contrappongono due differenti posizioni.

La prima corrente, ritiene che il termine "materiali" abbia solamente funzione rafforzativa di "fatti", non contribuendo in alcun modo a dettagliarne il significato dal momento che nel contesto del linguaggio giuridico non avrebbe alcun senso parlare di altri fatti se non di quelli materiali¹⁷⁸.

A questa prima tesi si contrappone quelle che individua in "materiali" una, seppur maldestra, traduzione da parte del legislatore del termine anglosassone "*material fact*", assumendo così un senso tecnico tipico della disciplina contabile e della revisione; la materialità, allora, diventa criterio selettivo ed è sinonimo di "essenzialità", rilevando ai fini della norma solo quelle falsità che riguardano fatti essenziali ai fini dell'informativa¹⁷⁹.

Una delle modifiche attuate dalla riforma del 2015 è l'inserimento del termine "rilevanti", formando così il lemma "fatti materiali rilevanti" della disciplina vigente.

Anche sul punto una parte della dottrina ritiene che si tratti di un'ulteriore

¹⁷⁵C. Pedrazzi, "Società commerciali (disciplina penale)", in Dig. disc. pen., UTET, 1998

¹⁷⁶F. Mucciarelli, "Le "nuove" false comunicazioni sociali: note in ordine sparso", Diritto Penale Contemporaneo, 2015, N. 2

¹⁷⁷ Cfr. C. Benussi, 2016

¹⁷⁸ Cfr. F. Mucciarelli, 2015

¹⁷⁹ Cfr. C. Benussi, 2016

ripetizione del medesimo concetto, per cui “dire “materiale” equivale a dire “rilevante” e un’iterazione del medesimo concetto non giova certo alla formula normativa”¹⁸⁰.

Per altra parte della dottrina, invece, anche il termine “rilevanti” assume un proprio autonomo significato all’interno della norma.

Infatti, desumendone il significato dalla materia del bilancio, un’informazione è rilevante quando “ la sua omissione o errata indicazione potrebbe ragionevolmente influenzare le decisioni prese dagli utilizzatori sulla base del bilancio dell’impresa”¹⁸¹.

Sono rilevanti, quindi, quelle informazioni con un’importanza significativa nell’analisi della situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell’impresa e sul processo decisionale degli utilizzatori del bilancio¹⁸².

Così la rilevanza assume un ruolo del tutto simile a quello che la previgente disciplina assegnava alla locuzione “alterazione sensibile” ed alle soglie di rilevanza¹⁸³: escludere il rilievo di falsità relativa a dati di bilancio del tutto periferici e trascurabili nella cornice generale della comunicazione economico-finanziaria, e quindi incapaci di inquinare le scelte dei destinatari¹⁸⁴.

In ultima istanza, si evidenzia la scomparsa del requisito della rilevanza nella condotta commissiva dell’art 2622 c.c. – che disciplina le false comunicazioni sociali delle società quotate e ad esse equiparate – e la “ricomparsa” nella condotta omissiva.

Sebbene possa essere reputata una mera dimenticanza del legislatore ¹⁸⁵ , l’esclusione del requisito di rilevanza viene letta come una vera e propria *intentio legis* diretta all’ampliamento della nozione tipica di falso in bilancio, così da ricomprendervi “ogni ipotesi di scarto contabile, anche quantitativamente minimale” e che trova giustificazione nel “particolare (e più rigoroso) regime di garanzia cui è sottoposta quella peculiare tipologia societaria”¹⁸⁶.

¹⁸⁰ S. Seminara, 2015; dello stesso parere anche F. Mucciarelli, 2015

¹⁸¹ alla Direttiva 2013/34/UE, art. 2, punto 16

¹⁸² Cfr. C. Benussi, 2016

¹⁸³ Cfr. S. Seminara, 2015

¹⁸⁴ Cfr. M. Gambardella, 2015; V. Manes, 2016; C. Benussi, 2016 che parla di “fatti falsi [che] devono presentare una loro «significatività» sul piano dell’offesa”

¹⁸⁵ Tanto che viene definito un “*lapsus calami*” da F. Superti Furga in “Riflessioni sulla novella legislativa concernente il falso in bilancio in una prospettiva economico-aziendalistica”, Le Società, 2015

¹⁸⁶ Cass. Pen., Sez. V, 12/01/2016, N. 890

Agli elementi sinora esposti del fatto tipico, il legislatore ha aggiunto il requisito dell'insidiosità del falso mediante la formula "idoneo ad indurre altri in errore". Ne deriva che "la condotta deve cioè essere idonea ad indurre in errore i destinatari della falsa informazione sull'effettiva situazione della società, dando luogo così ad un concreto pericolo di sviamento nelle loro decisioni, [perché] un falso non ingannevole è privo di significato offensivo"¹⁸⁷.

Chiarito quale sia l'oggetto della condotta commissiva od omissiva – i "fatti materiali rilevanti" – si può meglio definire in cosa le due condotte consistano.

La condotta commissiva consiste nella esposizione di fatti materiali rilevanti non rispondenti al vero. Tale condotta richiede necessariamente un comportamento positivo da parte dell'agente perché per esporre l'informazione non veritiera questi deve rendersi attivo, rendendo la falsità percepibile al mondo esteriore¹⁸⁸.

Il falso per reticenza, invece, consiste nell'aver omesso fatti materiali rilevanti la cui comunicazione è imposta dalla legge. Infatti, al pari dell'esposizione di fatti falsi, la mancata esposizione di informazioni comporta una non veritiera rappresentazione della situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società.

In questa condotta assume rilievo l'inciso "la cui comunicazione è imposta dalla legge", delineando una condotta omissiva che si sostanzia non tanto in un *non facere*, bensì in un "non aver compiuto un'azione doverosa"¹⁸⁹. Così, solamente l'assenza dei contenuti minimi imposti dalla legge – purché materiali, rilevanti ed idonei ad ingannare – può determinare l'integrazione del reato di false comunicazioni sociali nella sua condotta omissiva, perché "solo un riferimento ai contenuti prescritti dalla legge civile alle singole comunicazioni può riempire un concetto aperto come quello di nascondimento"¹⁹⁰.

¹⁸⁷ C. Benussi, 2016

¹⁸⁸ Cfr. *ibidem*

¹⁸⁹ Cfr. C. Benussi, 2016

¹⁹⁰ C. Pedrazzi, "Profili penali dell'informazione societaria", in AA.VV., "L'informazione societaria", Giuffrè, 1982

2.2.4 I fatti di lieve entità e la particolare tenuità

Come anticipato¹⁹¹, nella costruzione della “piramide punitiva” il legislatore ha introdotto due ipotesi “di favore”, relative esclusivamente alla previsione dell’art. 2621 c.c.: “fatti di lieve entità” (art. 2621-*bis* c.c.) e la “non punibilità per particolare tenuità” (art. 2621-*ter* c.c.).

La disciplina di cui all’art. 2621-*bis* c.c. contiene due distinte ipotesi, nei commi primo e secondo, di “fatti di lieve entità”, accomunate dalla medesima clausola di sussidiarietà – “Salvo che costituiscano più grave reato” – e dalla medesima cornice edittale – da sei mesi a tre anni di reclusione.

La prima ipotesi di lieve entità è valutata tenendo “conto della natura e delle dimensioni della società e delle modalità o degli effetti della condotta”.

Un primo punto critico risiede nel fatto che il legislatore non ha fissato dei parametri quantitativi precisi per individuare l’ambito di applicazione della norma ed ha utilizzato due elementi di giudizio (la “natura” e le “dimensioni”) il cui effettivo significato non risulta affatto chiarito dalla lettera della norma¹⁹². Tuttavia, è ritenuto plausibile che la “natura” attenga al modello (pubblico o privato) dell’assetto societario, mentre la “dimensione” rimandi ai criteri civilistici di determinazione delle tipologie societarie in base a ricavi, attivo patrimoniale e numero di dipendenti¹⁹³.

Inoltre, la lettera della norma, utilizzando la congiunzione “e”, spinge a ritenere che si è di fronte a “fatti di lieve entità” soltanto quando tale valutazione sia riferibile ad entrambi i profili oggetto di valutazione: la “natura” e la “dimensione”.

La seconda ipotesi di “lieve entità”, delineata dal comma secondo dell’art. 2621-*bis* c.c., è individuata dal legislatore in ogni caso in cui “i fatti di cui all’articolo 2621 riguardano società che non superano i limiti indicati dal secondo comma

¹⁹¹ Cfr. par. 2.1.3

¹⁹² Cfr. F. Mucciarelli, 2015. L’autore, criticando l’atecnicismo del gisile nell’uso del termine, si interroga sul significato da dare a questo: “si dovrà aver riguardo al tipo di attività svolta dall’ente o invece a integrare il riferimento sarà qualche altra caratteristica, ad esempio l’esser una società controllata?”

¹⁹³ Per quanto attiene alla “natura” cfr. F. Mucciarelli, 2015; per quanto concerne la “dimensione” cfr. C. Rubino, 2019

dell'articolo 1 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267"¹⁹⁴.

In questo secondo comma la norma individua in maniera esatta dei limiti quantitativi che segnano il confine tra l'applicabilità o meno della disposizione stessa e li ricava dalla legge fallimentare. L'articolo 1 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, infatti, individua gli imprenditori commerciali non soggetti alle disposizioni sul fallimento e sul concordato preventivo mediante delle soglie relative all'attivo patrimoniale, ai ricavi lordi ed all'indebitamento. I suddetti limiti quantitativi, derivati dalla disciplina fallimentare, appaiono però del tutto estranei al fatto tipico in sé e sembrano essere state utilizzate dal legislatore come strumento di identificazione delle imprese di modeste dimensioni, le cui comunicazioni sociali si presumono essere indirizzate ad un novero ridotto di destinatari¹⁹⁵.

Infine, solamente con riferimento all'ipotesi di cui al secondo comma dell'art. 2621-*bis* c.c., il legislatore ha previsto un regime di perseguibilità a querela da parte della società, dei soci, dei creditori o degli altri destinatari della comunicazione sociale.

Ne deriva quindi una disciplina dell'art. 2621-*bis* c.c. che appare slegata dalla rubrica: sebbene si tratti "fatti di lieve entità" la norma appare distante dal valutare l'entità del fatto in sé, e sembra invece indirizzata sul presumere come "lieve" il fatto delittuoso commesso nell'ambito di imprese le cui dimensioni sono medio-piccole¹⁹⁶.

La seconda ipotesi di favore introdotta dalla riforma dalla Legge 69/2015 è quella della "non punibilità per particolare tenuità" di cui all'art. 2621-*ter* c.c. .

La norma, introdotta dalla L. 69/2015, ha il compito di coordinare la disciplina delle

¹⁹⁴ Si segnala che la disciplina delle procedure concorsuali è stata riformata con il "Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza" introdotto con il D.lgs. 19 gennaio 2019, n. 14. Tuttavia, dal momento che l'entrata in vigore della nuova disciplina (inizialmente prevista per il 15 agosto 2020 e rimandata al 1° settembre 2021 dalla L. 5 giugno 2020, n. 40 causa l'emergenza sanitaria COVID-19) non abroga la previgente Legge fallimentare e che il D.lgs. 14/2019 non opera alcuna modifica al Codice Civile in tal senso, il rinvio operato dall'art. 2621-*bis* alla Legge fallimentare mantiene la propria validità.

¹⁹⁵ *Cfr.* F. Mucciarelli, 2015

¹⁹⁶ Tanto che S. Seminara, 2015, parla di "un infortunio legislativo, fondato su un'ingiustificata presunzione di "lieve entità" del fatto"

falsità, nell'ambito delle disposizioni penali in materia di società e di consorzi all'interno del Codice Civile, con l'art. 131-*bis* del Codice Penale¹⁹⁷.

L'art. 2621-*ter* c.c. non determina una mera estensione dell'art. 131-*bis* c.p. alla fattispecie di false comunicazioni sociali, ma introduce una sorta di gerarchia dei criteri di valutazione¹⁹⁸.

Infatti, pur permanendo i criteri di valutazione della "particolare tenuità" basati sulle modalità della condotta, l'esiguità del pericolo ed il comportamento non abituale, il giudice dovrà valutare "in modo prevalente" l'entità dell'eventuale danno cagionato alla società, ai soci o ai creditori.

La principale critica mossa dalla dottrina alla disposizione di cui si discute è quella di aver ancorato in maniera prevalente la valutazione delle "particolare tenuità" ad un elemento estraneo alla fattispecie: il danno¹⁹⁹.

Sulla questione il dibattito dottrinale ha evidenziato un punto di estremo interesse con riguardo al rilievo che assume, all'interno della disciplina delle false

¹⁹⁷ L'art. 131-*bis* Codice Penale recita: "Nei reati per i quali è prevista la pena detentiva non superiore nel massimo a cinque anni, ovvero la pena pecuniaria, sola o congiunta alla predetta pena, la **punibilità è esclusa quando, per le modalità della condotta e per l'esiguità del danno o del pericolo**, valutate ai sensi dell'articolo 133, primo comma, **l'offesa è di particolare tenuità e il comportamento risulta non abituale**."

L'offesa non può essere ritenuta di particolare tenuità, ai sensi del primo comma, quando l'autore ha agito per motivi abietti o futili, o con crudeltà, anche in danno di animali, o ha adoperato sevizie o, ancora, ha profittato delle condizioni di minorata difesa della vittima, anche in riferimento all'età della stessa ovvero quando la condotta ha cagionato o da essa sono derivate, quali conseguenze non volute, la morte o le lesioni gravissime di una persona. L'offesa non può altresì essere ritenuta di particolare tenuità quando si procede per delitti, puniti con una pena superiore nel massimo a due anni e sei mesi di reclusione, commessi in occasione o a causa di manifestazioni sportive, ovvero nei casi di cui agli articoli 336, 337 e 341 bis, quando il reato è commesso nei confronti di un pubblico ufficiale nell'esercizio delle proprie funzioni.

Il comportamento è abituale nel caso in cui l'autore sia stato dichiarato delinquente abituale, professionale o per tendenza ovvero abbia commesso più reati della stessa indole, anche se ciascun fatto, isolatamente considerato, sia di particolare tenuità, nonché nel caso in cui si tratti di reati che abbiano ad oggetto condotte plurime, abituali e reiterate.

Ai fini della determinazione della pena detentiva prevista nel primo comma non si tiene conto delle circostanze, ad eccezione di quelle per le quali la legge stabilisce una pena di specie diversa da quella ordinaria del reato e di quelle ad effetto speciale. In quest'ultimo caso ai fini dell'applicazione del primo comma non si tiene conto del giudizio di bilanciamento delle circostanze di cui all'articolo 69.

La disposizione del primo comma si applica anche quando la legge prevede la particolare tenuità del danno o del pericolo come circostanza attenuante".

¹⁹⁸ Cfr. C. Benussi, 2016

¹⁹⁹ In tal senso Cfr. C. Rubino, 2019; S. Seminara, 2015; C. Benussi, 2016; F. Mucciarelli, 2015

comunicazioni sociali nel suo complesso, l'assenza del danno.

Infatti, in dottrina c'è chi sostiene che la radicale mancanza del danno possa comportare automaticamente l'integrazione della causa di non punibilità²⁰⁰; di tesi opposta, e maggiormente condivisibile, chi sostiene che la valutazione del danno sia elemento prevalente, ma non assoluto; dal che l'assenza del danno non determina automatica applicazione della causa di non punibilità²⁰¹.

Altra critica mossa all'art. 2621-ter c.c. è quella di non aver inserito gli "altri destinatari della comunicazione sociale" tra i soggetti il cui potenziale danno subito debba essere elemento prevalente di valutazione da parte del giudice. L'omesso richiamo, che potrebbe risultare da una dimenticanza del legislatore, determina un'irrazionale esclusione del pubblico dalla valutazione che il giudice deve compiere per determinare la "particolare tenuità"²⁰².

In conclusione, giova precisare che – sebbene vi possano essere degli ambiti di sovrapposibilità – "la «lieve entità» debba essere apprezzata sulla base della dimensione della società in quanto suggestiva della estensione dell'offesa (sul presupposto che la dimensione della società sia in relazione diretta con il numero dei destinatari della comunicazione sociale), mentre il giudizio circa la «particolare tenuità» debba trovare invece fondamento essenzialmente nell'estremo del danno (eventuale) nonché nei parametri concernenti il pericolo e le modalità della condotta"²⁰³.

2.2.5 Cenni alle questioni del falso "qualitativo" e del falso "valutativo"

Il susseguirsi degli interventi di riforma nella disciplina delle false comunicazioni sociali ha determinato un acceso dibattito dottrinale sulla rilevanza penale di due particolari tipologie di falso: quello c.d. "qualitativo" e quello c.d. "valutativo".

²⁰⁰ Cfr. R. Bricchetti, L. Pistorelli, "Per le "non quotate" la tenuità del fatto salva dalla condanna", Guida al Diritto, 2015, N. 26, pp. 64 – 66

²⁰¹ Cfr. C. Benussi, 2016; F. Mucciarelli, 2015

²⁰² Cfr. S. Seminara, 2015

²⁰³ F. Mucciarelli, 2015

Per quanto concerne il falso “qualitativo”, questo consiste in “alterazioni non incidenti sul risultato economico o sull’entità complessiva del capitale, ma soltanto sulla rappresentazione che ne viene fornita”²⁰⁴. Si tratta, quindi, di falsità che non si sostanziano, ad esempio, nell’iscrizione di ricavi non sostenuti o nell’omissione di costi sostenuti, ma trovano attuazione nella non corretta classificazione di questi nelle voci di conto economico, per come prescritto dagli artt. 2423 e ss del Codice Civile.

Il dibattito sulla rilevanza penale del falso “qualitativo” nasce in seguito all’introduzione delle soglie di rilevanza, al di sotto delle quali la falsità diveniva trascurabile²⁰⁵.

Difatti, la dottrina maggioritaria escludeva la punibilità del falso “qualitativo” proprio per via della sua mancata incidenza sul risultato economico dell’esercizio²⁰⁶ e perché l’indicazione numerica, espressamente definita, della rilevanza precludeva ogni valutazione relativa all’idoneità decettiva²⁰⁷.

Tuttavia, non si può mancare di notare che “se davvero fosse stato lecito per gli amministratori allocare a proprio piacere le varie appostazioni, quella scomposizione risultava inutile e tanto sarebbe valso ridurre il bilancio a una sola voce di attivo e a una di passivo”²⁰⁸.

Con la L. 69/2015, che ha attuato la più recente riforma delle false comunicazioni sociali, le soglie di rilevanza sono venute meno ed il falso “qualitativo” è tornato ad avere rilevanza penale²⁰⁹.

Così, nella disciplina ad oggi vigente, il falso “qualitativo” è sicuramente ricompreso nel fuoco della fattispecie incriminatrice, dal momento che la corretta

²⁰⁴ *Ibidem*

²⁰⁵ *Cfr.* Par. 2.1.2

²⁰⁶ *Cfr.* T. Padovani, “Il cammello e la cruna dell’ago. I problemi della successione di leggi penali relativi alle nuove fattispecie di false comunicazioni sociali”, Cassazione Penale, N. 5

²⁰⁷ *Cfr.* Mucciarelli, 2015

²⁰⁸ S. Seminara, 2015. Di assoluto interesse il rilievo per cui “Se l’utile di esercizio, pari a 100, venisse fatto emergere dal conto economico come somma di utile della gestione ordinaria 60 ed utile della gestione straordinaria 40, mentre in realtà la gestione ordinaria era in perdita di 200 e solo dal realizzo di immobilizzazioni era derivata una plusvalenza di 300, a me pare che, pur se il risultato complessivo è corretto, l’immagine della società ne risulta seriamente falsata: essa appare produttiva, mentre senza la vendita di beni strumentali sarebbe in perdita”, G. E. Colombo, “Il falso in bilancio e le oscillazioni del pendolo”, *Rivista delle Società*, 2002, N. 2 – 3, pp. 421 – 448

²⁰⁹ In tal senso *Cfr.* S. Seminara, 2015; F. D’Alessandro, 2015

classificazione delle entrate e delle uscite (e di tutti gli elementi che confluiscono nelle poste di bilancio) è certamente rilevante ai fini della valutazione della gestione e dei possibili sviluppi della società, ferma restando la necessità di integrare tutti i requisiti di tipicità offensiva che la norma richiede²¹⁰.

Anche la rilevanza penale del falso “valutativo” è stata ambito di scontro di opposte posizioni dottrinali ed ha mostrato altalenanti interpretazioni nella giurisprudenza di merito nel corso degli sviluppi normativi che si sono susseguiti dal 1942 al 2015.

Già prima della riforma del 2002 la dottrina si interrogava sulla rilevanza delle valutazioni, domandandosi se e quando potessero essere considerate false.

La dottrina maggioritaria ha ritenuto che le valutazioni potessero essere considerate alla stregua dei “fatti” e quindi ne ha sostenuto la rilevanza penale²¹¹.

Tale tesi si basava su diversi argomenti, primo tra tutti la difficoltà di individuare il *discrimen* tra “fatto”, “esposizione di un fatto” e “valutazione” dal momento che questo non risultava essere “per nulla nitido e preciso [...], ma si appalesi all’incontro oltremodo labile, se non addirittura evanescente”²¹². Sempre nel senso della rilevanza penale delle valutazioni nell’ambito delle false comunicazioni sociali, si rilevava che “tutte le valutazioni possono ad un certo momento sembrare anche esposizioni di fatti materiali, come pure in ogni dichiarazione di fatti si può vedere nascosta una valutazione”²¹³.

Tuttavia, l’argomentazione dirimente nel sostenere la rilevanza penale delle valutazioni risiede nel fatto che una interpretazione restrittiva del termine “fatti”, tale da escludere completamente le valutazioni dall’ambito delle false comunicazioni sociali, avrebbe determinato una *intepretatio abrogans*, costituendo così una “*ratio extrema*, cui non è lecito ricorrere se non quando non sia possibile battere altra via”²¹⁴.

Prima della riforma del 2002, in ambito giurisprudenziale, erano considerate false

²¹⁰ Cfr. F. D’Alessandro, “La riforma delle false comunicazioni sociali al vaglio del Giudice di legittimità : davvero penalmente irrilevanti le valutazioni mendaci?”, *Giurisprudenza italiana*, 2015, N. 10

²¹¹ Cfr. Corte Suprema di Cassazione, Ufficio del massimario, “Rassegna della giurisprudenza di legittimità – gli orientamenti delle sezioni penali. Anno 2015”, Gennaio 2016

²¹² V. Napoleoni, “Valutazioni di bilancio e false comunicazioni sociali: lineamenti d’una indagine dopo l’attuazione della quarta direttiva CEE”, *Cassazione Penale*, 1994

²¹³ I. Caraccioli, “Reati di mendacio e valutazioni”, *Dott. A. Giuffrè Editore*, 1962

²¹⁴ L. Conti, “Diritto penale commerciale – Vol. I”, *UTET*, 1980

le valutazioni compiute discostandosi dai criteri previsti dalla normativa civilistica, con l'ulteriore filtro della "irragionevolezza"²¹⁵.

Con la riforma del 2002 il legislatore aveva parzialmente rivisitato la condotta incriminata, attribuendo rilevanza penale all' esposizione di "fatti materiali non rispondenti al vero, ancorché oggetto di valutazioni" ed introducendo le "famigerate" soglie di rilevanza.

"Nonostante l'infelice formula adottata per tipizzare"²¹⁶ le false comunicazioni sociali – dal momento che la congiunzione "ancorché" si presta ad assumere valore sia concessivo che avversativo²¹⁷ – nell'ambito della normativa introdotta dalla riforma in oggetto il falso valutativo assume piena rilevanza penale.

Tale rilevanza veniva giustificata ricorrendo a due considerazioni.

La prima, che si può definire certamente palese, risiede nel fatto che gli artt. 2621 c. 4 e 2622 c. 8 c.c., per come definiti nella riforma del 2002, prevedevano delle specifiche soglie di rilevanza per il fatto incriminante che fosse "conseguenza di valutazioni estimative".

La seconda considerazione, meno palese ma comunque ben fondata, consisteva nel rintracciare il significato del sintagma "fatti materiali non rispondenti al vero, ancorché oggetto di valutazioni" all'interno della relazione al progetto Mirone, ove per la prima volta questo costrutto era apparso nel panorama legislativo²¹⁸. Nell'ambito della relazione al progetto Mirone l'espressione era utilizzata nella parte in cui veniva fornita una spiegazione del termine "informazioni", che si proponeva di utilizzare in luogo di "fatti"; così venivano escluse dall'ambito delle false comunicazioni sociali solamente le previsioni, i soli pronostici, l'enunciazione di progetti o simili: vale a dire valutazioni di natura schiettamente soggettiva, con

²¹⁵ Cfr. Corte Suprema di Cassazione, Ufficio del massimario, 2015, in cui viene evidenziato che "ogniquale volta la assoluta carenza di ragionevolezza dell'apprezzamento discrezionale sfociasse in artificio, la valutazione veniva considerata alla stregua di un "fatto" e, dunque, penalmente rilevante"

²¹⁶ A. Perini, "I "fatti materiali non rispondenti al vero": harakiri del futuribile "falso in bilancio"?", *Diritto Penale Contemporaneo*, 2015, consultato presso https://www.penalecontemporaneo.it/upload/1429626806Perini_2015a.pdf

²¹⁷ Cfr. C. Benussi, 2016; sul punto A. Manna *et al.*, 2029, evidenziano come nel suo valore concessivo la proposizione sia "sostanzialmente inutile"; mentre una sua attribuzione avversativa è da interpretare "nel senso che la falsità resta in primo luogo legata ai fatti ed eccezionalmente può estendersi alle valutazioni, a condizione però che queste ultime posseggano una precisa base fattuale"

²¹⁸ Cfr. C. Benussi, 2016

le quali non sarebbe stato compatibile un giudizio basato sull'antitesi vero-falso²¹⁹. Si rileva infine che “con la formula «ancorché oggetto di valutazioni» il legislatore, [...] avrebbe voluto chiarire, esplicitandolo nella struttura linguistica della disposizione, che pure la falsità nelle valutazioni di bilancio era penalmente rilevante: si trattava, secondo tale impostazione, solo di una chiarificazione linguistica”²²⁰.

Con la L. 69/2015, attuatrice dell'ultima riforma operata dal legislatore e quindi attualmente vigente, è stato eliminato il sintagma “ancorché oggetto di valutazione”. Tale eliminazione, insieme all'eliminazione delle soglie di rilevanza penale ha riaperto il dibattito sulla rilevanza penale del falso “valutativo”, nonostante nella precedente dottrina avesse prevalso l'interpretazione in senso concessivo della congiunzione “ancorché”, ritenendo il sintagma in oggetto solamente esplicativo.

Sul tema del falso “valutativo”, successivamente alla riforma del 2015, la giurisprudenza di merito ha assunto posizioni ondivaghe, alternando in un breve arco di tempo posizioni diametralmente opposte, sino all'intervento delle Sezioni Unite nel maggio del 2016²²¹.

Con la c.d. Sentenza “Crespi”²²², la prima successiva alla riforma, la Suprema Corte ha ritenuto che la novella legislativa avesse determinato la non rilevanza penale delle valutazioni nell'ambito del reato di false comunicazioni sociali. Tra gli argomenti esposti nella sentenza a sostegno di questa tesi c.d. “abrogazionista” ve ne sono due che assumo particolare rilievo.

In primo luogo, la Suprema Corte evidenzia che “è del tutto evidente [...] che l'adozione dello stesso riferimento ai “fatti materiali non rispondenti al vero”, senza alcun richiamo alle valutazioni [...] consente di ritenere ridotto l'ambito di operatività delle due nuove fattispecie di false comunicazioni sociali, con

²¹⁹ Cfr. Corte Suprema di Cassazione, Ufficio del massimario, 2015

²²⁰ *Ibidem*

²²¹ Oltre alle tre pronunce di seguito trattate, si inseriscono nel filone delle “altalenanti” posizioni della Suprema Corte di Cassazione, Sez. V, anche la c.d. Sentenza “Beccari” (N. 12793/2016; che argomenta in favore della rilevanza del falso “valutativo” ripercorrendo le argomentazioni dalla Sentenza “Giovagnoli”) e la c.d. Sentenza “Banca Popolare dell'Alto Adige” (N. 6916/2016; che fa proprie le argomentazioni delle Sentenza “Crespi” e conclude nel medesimo senso)

²²² Cass. Pen., Sez. V, 30/07/2015, N. 33774

esclusione dei cosiddetti falsi valutativi”, ed aggiunge che la mancata eliminazione dello stesso identico sintagma nell’art. 2638 c.c.²²³, in una lettura ancorata al brocardo “*ubi lex voluit dixit, ubi noluit tacuit*”, sta ad indicare proprio la cessata rilevanza penale delle valutazioni, perché crea “una non giustificata differenziazione dell’estensione della condotta tipizzata in paralleli ambiti operativi, quali sono quelli degli articoli 2621 e 2622 cod. civ., da una parte, e articolo 2638 cod. civ., dall’altra, norme che, sebbene tutelino beni giuridici diversi, sono tutte finalizzate a sanzionare la frode nell’adempimento dei doveri informativi”.

Ulteriormente, nella sentenza 33774/2015, la Suprema Corte mostra come il legislatore abbia optato per l’utilizzo del lemma “fatti materiali” in luogo delle “informazioni” – espressione utilizzata nel disegno di legge n. 19 ed “indubbiamente idonea a ricomprendere le valutazioni e sicuramente più corretta avuto riguardo proprio alla normativa in materia di comunicazioni sociali (articoli 2423 e ss. cod. civ.)” – rinvenendo in tale “cambio di rotta” un’*intentio legislatoris* nel segno della esclusione della rilevanza penale del falso “valutativo”.

In una successiva pronuncia, la c.d. Sentenza “Giovagnoli”²²⁴, la Suprema Corte adotta una posizione diametralmente opposta, ammettendo la rilevanza penale del falso “valutativo”.

Nella Sentenza “Giovagnoli” i Giudici evidenziano come la sola analisi testuale, su cui si basavano le precedenti pronunce, non possa essere l’unico elemento di valutazione circa la rilevanza del falso “valutativo”, poiché è indubbio che “l’indagine letterale sconti [...] un *quid* di relativismo per la non sempre ineccepibile formulazione della struttura espositiva, talora persino in rapporto all’ortodossia sintattico-grammaticale”. Infatti, dopo aver ribadito che la congiunzione “*ancorché*” del previgente dettato normativo era chiaramente concessiva, e quindi con funzione esegetica e non additiva, la Suprema Corte afferma che “l’intervento in punta di penna del legislatore ha inteso “alleggerire” il precipitato normativo, espungendo una precisazione reputata superflua, siccome mera superfetazione linguistica”.

Spostandosi sul piano dell’indagine logico-sistematica, la Sentenza “Giovagnoli” dopo aver chiarito che la stragrande maggioranza delle poste di bilancio abbia

²²³ Rubricato “Ostacolo all’esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza”

²²⁴ Cass. Pen., Sez. V, 12/01/2016, N. 890

natura valutativa, afferma che “non può, allora, dubitarsi che nella nozione di rappresentazione dei fatti materiali e rilevanti [...] non possano non ricomprendersi anche – e soprattutto – tali valutazioni”, le quali “non sono frutto di mere congetture od arbitrari giudizi di valore, ma devono uniformarsi a criteri valutativi positivamente determinati dalla disciplina civilistica, dalle direttive e regolamenti di diritto comunitario o da prassi contabili generalmente accettate”.

Così la Suprema Corte afferma “il principio secondo cui nell’art. 2621 cod. civ. il riferimento ai “fatti materiali” oggetto di falsa rappresentazione non vale a escludere la rilevanza penale degli enunciati valutativi, che sono anch’essi predicabili di falsità quando violino criteri di valutazione predeterminati”.

Con lo scopo di dirimere la questione “se, in tema di false comunicazioni sociali, la modifica con cui l’art. 9 della legge 27 maggio 2015, n. 69, che ha eliminato, nell’art. 2621 cod. civ., l’inciso “ancorché oggetto di valutazioni, abbia determinato un effetto parzialmente abrogativo della fattispecie, ovvero se tale effetto non si sia verificato” la Quinta Sezione Penale ha rimesso la questione alle Sezioni Unite, le quali si sono espresse nel c.d. Sentenza “Passarelli”²²⁵.

Le Sezioni Unite hanno affermato il principio di diritto per cui “ sussiste il delitto di false comunicazioni sociali, con riguardo alla esposizione o alla di valutazione, se, in presenza di criteri di valutazione normativamente fissati o di criteri tecnici generalmente accettati, **l’agente da tali criteri ind**”. Le SS.UU. hanno basato tale principio sul fatto che “il legislatore non solo si fa carico di indicare la il bilancio, ma detta i criteri di redazione dello stesso e [...] impone canoni di valutazione e indica quale debba essere il contenuto della nota integrativa. Di talché non può che sottoscrivere [che] il bilancio, in tutte le sue componenti [...] è un documento dal contenuto essenzialmente valutativo [...] in cui confluiscono dati certi (es. il costo di acquisto di un bene), dati stimati (es. il prezzo di mercato di una merce) e dati congetturali (es. le quote di ammortamento)”. Aggiungendo che “appare evidente la fallacia della opzione ermeneutica che intende contrapporre “i fatti materiali”, da esporsi in bilancio, alle valutazioni, che pure nel bilancio compaiono; e ciò per l’ottima ragione che un bilancio non contiene “fatti”, ma “il racconto” di tali fatti”, la Suprema Corte afferma che “sterilizzare il bilancio con riferimento al suo contenuto valutativo significherebbe negarne la funzione e stravolgerne la natura”.

²²⁵ Cass. Pen., SS.UU., 27/05/2016, N. 22474

CAPITOLO 3

MODELLI DI INDIVIDUAZIONE

3.1 Modelli di *earnings management detection*

3.1.1 Modello di Healy (1985)

Il modello proposto da Healy nel 1985²²⁶ è considerato uno dei primissimi tentativi in letteratura di individuare la presenza di scelte opportunistiche del management nel trattamento contabile di alcune poste di bilancio.

Healy (1985), in realtà, non fa mai esplicitamente riferimento all'*earnings management*, tuttavia la sua ricerca è finalizzata ad individuare l'esistenza di una correlazione tra le scelte contabili legate agli *accruals* e l'utile netto in presenza di schemi retributivi legati al risultato contabile.

La pubblicazione di Healy (1985) muove due fondamentali critiche alle ricerche precedenti: quella di non aver preso in considerazione quali "utili" fossero alla base del piano di remunerazione (es. utile prima delle imposte oppure utile operativo) e quella di aver assunto che la presenza di schemi retributivi legati agli utili spingesse sempre i manager ad optare per politiche di *income increasing*.

Healy (1985) definisce gli *accruals* come la differenza tra il risultato netto ed il *cash flow* operativo:

$$TA_t = E_t - CF_t$$

Dove,

TA_t sono i *total accruals* al tempo t ;

E_t sono gli *earnings*, ovvero il risultato netto al tempo t ;

CF_t è il *cash flow* operativo al tempo t .

A loro volta i *total accruals* possono essere ulteriormente suddivisi:

²²⁶ Il modello viene presentato nella pubblicazione "The effect of bonus schemes on accounting decisions", *Journal of Accounting and Economics*, 1985, Vol. 7, pp. 85 – 107

$$TA_t = NDA_t + DA_t$$

Dove,

NDA_t sono i *non discretionary accruals* al tempo t , ossia quegli *accruals* la cui presenza è imposta dalle regole contabili (ad esempio l'ammortamento o la valutazione del magazzino al minore tra il costo storico ed il valore di mercato);

DA_t sono i *discretionary accruals* al tempo t , ossia gli *accruals* sotto il pieno controllo del management, che li implementa all'interno del set di regole stabilito dai *GAAP*.

Healy (1985) spiega come i manager prima osservano il *cash flow* operativo ed i *non discretionary accruals* e poi operano trattamenti contabili tali per cui, agendo sui *discretionary accruals*, raggiungono il livello di risultato netto che massimizza il loro beneficio legato al piano di remunerazione.

Il modello di Healy (1985), però, si fonda sull'idea che l'esercizio della discrezionalità manageriale nella definizione degli *accruals* permette solamente di influenzare il *timing* degli utili, "spostandoli nel tempo", e che quindi in un orizzonte di tempo più ampio la somma dei DA sia pari a 0, per via dei *reversal*; oltre che sulla supposizione che i NDA siano costanti nel tempo.

Infatti, in una successiva reinterpretazione del modello²²⁷, i NDA vengono stimati come media degli *accruals totali* divisi per il totale attivo dell'esercizio precedente.

$$NDA_t = 1/n \sum_t \frac{TA_{it}}{A_{it-1}}$$

Dove,

A_{it-1} sono i *Total Assets* dell'impresa i nel periodo $t-a$;

n è il numero di anni preso in considerazione per calcolare.

²²⁷ Ad opera di P. M. Dechow *et al.* In "Detecting Earnings Management", *The Accounting Review*, 1995, Vol. 70, No. 2, pp. 193 – 225

In questa formulazione, il modello di Healy (1985) individua la presenza di *earnings management* nelle deviazioni dalla media²²⁸.

3.1.2 Modello di DeAngelo (1986)

Come Healy (1985), anche DeAngelo pubblica nel 1986 un articolo²²⁹ in cui non viene mai fatta esplicitamente menzione dell'*earnings management*, ma che viene considerato una delle pubblicazioni fondamentali nella letteratura sul tema.

La ricerca di DeAngelo (1986) si pone l'obiettivo di studiare le scelte contabili prese dal management di 64 imprese quotate al NYSE appena prima che proponessero un *management buy-out*.

Nello studio dell'autrice, il punto fondamentale è il seguente:

*“Because the courts and investment bankers employ earnings-based valuation methods to assess fair value, managers have incentives to understate reported income in attempts to reduce the buyout compensation”*²³⁰.

Rifacendosi al precedente studio di Healy (1985), anche DeAngelo (1986) basa la propria ricerca sugli *accruals* e fa propria la suddivisione dei *total accruals* in *discretionary* e *non discretionary*.

L'autrice specifica poi che, se i *non discretionary accruals* sono “più grandi” dei *discretionary accruals*, allora i primi possono essere considerati una *proxy* dei *total accruals*, che si aspetta essere di segno negativo.

Questa impostazione viene in parte fondata sul fatto che una delle componenti principali degli *accruals*, e dei *NDA* in particolare, è quella degli ammortamenti

²²⁸ “Any deviation from the average is seen as earnings management”, B. J. van Praag, “Earnings Management: Empirical Evidence on value relevance and Income smoothing”, Amsterdam: Thela Thesis, 2001

²²⁹ L. E. DeAngelo, “Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders”, *The Accounting Review*, 1986, Vol. 61, No. 3, pp. 400 – 420

²³⁰ *Ibidem*

(*depreciation*) che, per la loro natura di costo, hanno un impatto negativo sul risultato economico.

DeAngelo (1986) basa poi la propria ricerca su un'altra *assumption* fondamentale: la variazione media dei *NDA* è pari a zero. Di conseguenza, ogni variazione in diminuzione significativa dei *total accruals* è primariamente imputabile ad una diminuzione dei *discretionary accruals*.

Come per Healy (1985), anche per il modello di DeAngelo (1986) è necessario fare riferimento ad una successiva reinterpretazione (Dechow *et al.*, 1995) per individuarne la formalizzazione ricorrentemente esposta in letteratura:

$$NDA_{it} = \frac{TA_{it-1}}{A_{it-2}}$$

Stimati i *NDA* per il periodo t come i *total accruals* dell'esercizio precedente divisi per il totale attivo del periodo $t-2$, è possibile individuare i *discretionary accruals* del periodo t come $DA_t = TA_t - NDA_t$.

Il modello, quindi, ricorrendo ad un approccio quasi analogo a quello dell'*event study approach*²³¹, individua nel periodo $t-1$ l'*estimation period* con cui calcolare il valore normale dei *total accruals*, da confrontare poi con il valore dei *TA* del periodo t , l'*event period*, definendo i c.d. *abnormal accruals* ($TA_t - TA_{t-1}$), che l'autrice identifica come approssimazione della variazione dei *discretionary accruals*.

Rispetto al modello di Healy (1985), DeAngelo (1986) propone un confronto solamente tra due esercizi successivi, e soprattutto individua la presenza di *earnings management* nella presenza degli *abnormal accruals*.

²³¹ "My approach is roughly analogous to that used in event studie", DeAngelo (1986). L'*event study approach* è una metodologia d'indagine introdotta da Dolley (1933) nello studio degli andamenti dei prezzi di borsa e successivamente avvalorato dall'utilizzo da parte di Fama *et al.* (1969) nello studiare la reazione dei prezzi di borsa alle nuove informazioni.

L'approccio, dunque, prevede la misura della variabile interessata sia in assenza di un determinato evento (*estimation period*) che in presenza di questo (*event period*). Si procede dunque con il confronto tra le due misurazioni per individuare, mediante test statistici, la significatività di queste variazioni in relazione all'evento.

Quindi DeAngelo (1986), sulla base delle assunzioni sopra descritte, dopo aver calcolato gli *abnormal accruals* ha proceduto a testare se questi fossero significativamente negativi e diversi da zero, con l'obiettivo di verificare se il management prima dell'acquisizione da parte propria avesse posto in essere politiche di riduzione degli utili per scontare un prezzo inferiore.

I risultati della ricerca di DeAngelo (1986) in realtà non confermano le ipotesi dell'autrice, dal momento che, all'esito dei test da essa svolti, non emerge alcuna evidenza che i manager avessero posto in essere alterazioni dell'utile prima del loro *buy-out*.

3.1.3 Modello di Jones (1991)

Nel 1991 Jennifer Jones pubblica una ricerca²³² il cui scopo era quello di testare se le imprese avessero messo in atto politiche di *earnings management* per ridurre il proprio risultato contabile durante le investigazioni per l'*import relief*²³³ condotte dalla *U.S. International Trade Commission* (ITC).

Il comportamento atteso dalle imprese oggetto di questa investigazione era certamente l'implementazione di una strategia di *EM* capace di ridurre il risultato netto, così da far apparire i competitors esteri pericolosi per il mercato interno, e quindi godere dei benefici legati alle politiche di *import relief*²³⁴.

Siccome la normativa relativa all'*import relief* faceva esplicitamente riferimento alle grandezze contabili, Jones (1991) individua negli *accruals* lo strumento nelle mani del management per intervenire sul risultato economico in modo da godere dei maggiori benefici possibili accordati dalla citata normativa.

Per questo motivo, infatti, Jones (1991) decide di utilizzare i *discretionary accruals*

²³² J. J. Jones, "Earnings Management During Import Relief Investigations", *Journal of Accounting Research*, 1991, Vo. 29, No. 2, pp. 193 – 228

²³³ "Import relief is meant to protect domestic producers against competition by foreign firms through measures such as tariff increases, quota reductions, market agreements that limit imports, and federal adjustment assistance to relocated employee", Ronen e Yaari, 2008.

²³⁴ Cfr. Ronen e Yaari, 2008

come *proxy* dell'*earnings management*²³⁵ e lo fa introducendo un nuovo modello di stima dei *NDA*.

Il modello introdotto da Jones (1991) rappresenta un momento fondamentale nell'evoluzione della letteratura sull'individuazione dell'*earnings management*. Innanzitutto, si tratta di una delle prime applicazioni rigorose dell'*event study approach* all'individuazione dell'*EM* (Cimini, 2015).

Inoltre, l'autrice costruisce un modello che in qualche misura supera le critiche mosse al modello di Healy (1985), ed estendibili al modello di DeAngelo (1986), da Kaplan (1985)²³⁶, il quale faceva notare che “*changes in several working capital accounts and, thereby, accruals, depend upon the economic circumstances of the firm*”.

Jones (1991), quindi, adotta un approccio in cui innanzitutto vengono calcolati i *normal accruals*, ovvero gli *accruals* dell'*estimation period*, nel quale si presume non vi sia stata alcuna alterazione intenzionale dei saldi contabili. Per superare le critiche di Kaplan (1985), Jones (1991) decide di legare i *total accruals* alle circostanze economiche dell'impresa attraverso due grandezze contabili: i ricavi (*REV*) e le immobilizzazioni materiali lorde (*PPE*).

Il modello prevede poi la stima dei *non discretionary accruals* per l'*event period* e dunque, per differenza, il calcolo dei *discretionary accruals* che Jones (1991) assume come *proxy* dell'*EM*.

Il primo passaggio nell'applicazione del modello di Jones (1991) consiste, allora, nella stima dei *TA* dell'impresa nell'*estimation period*, i c.d. *normal accruals*, mediante la seguente regressione:

²³⁵ “An estimate of the discretionary component of total accruals is used as the measure of earnings management [...] because the ITC is interested in earnings before taxes, which includes the effects of all accrual accounts, and, as such, managers are likely to use several accruals to reduce reported earnings”, Jones, 1991

²³⁶ R. S. Kaplan, “R. S. “Comments on Paul Healy: Evidence on the Effect of Bonus Schemes on Accounting Procedure and Accrual Decisions”, *Journal of Accounting and Economics*, 1975, Vol. 7, pp. 109 – 113

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_1 \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_2 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

Dove,

ΔREV_{it} è la variazione dei ricavi (*revenues*) dell'impresa i tra il periodo $t-1$ ed il periodo t ;

PPE_{it} sono le immobilizzazioni materiali (*property, plant and equipment*) dell'impresa i nel periodo t ;

ε_{it} è l'errore stimato della regressione;

$\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2$ sono i parametri di regressione;

A_{t-1} è il totale attivo del periodo $t-1$.

Una volta ottenuti mediante la sopracitata regressione i valori di α_0, α_1 e α_2 , il modello prevede la stima dei *Discretionary Accruals* (anche definiti *abnormal accruals*, e quindi sintomo della presenza di *earnings management*) mediante la seguente formula:

$$\frac{DA_{ip}}{A_{ip-1}} = \frac{TA_{ip}}{A_{ip-1}} - \frac{NDA_{ip}}{A_{ip-1}} = \frac{TA_{ip}}{A_{ip-1}} - \left(a_i \frac{1}{A_{ip-1}} + b_{1i} \frac{\Delta REV_{ip}}{A_{ip-1}} + b_{2i} \frac{PPE_{ip}}{A_{ip-1}} \right)$$

Dove,

a_i, b_{1i}, b_{2i} rappresentano i valori stimati mediante regressione di $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2$;

p indica il che le variabili fanno riferimento all'*event period*.

Jones (1991) ha quindi deciso di utilizzare le grandezze contabili ΔREV e PPE per "allentare" la rigidità dell'ipotesi di stazionarietà dei NDA . La scelta di queste due misure è stata così giustificata dall'autrice stessa:

"Total accruals (TA) includes changes in working capital accounts, such as accounts receivable, inventory and accounts payable, that depend to some extent on changes in revenues. Revenues are used to control for the economic environment of the firm because they are an

*objective measure of the firms' operations before managers' manipulations, but they are not completely exogenous.*³¹ *Gross property, plant, and equipment is included to control for the portion of total accruals related to nondiscretionary depreciation expense*²³⁷.

L'autrice spiega anche che il modello è costruito sulla base di un'ulteriore assunzione di fondo: la relazione tra i *non discretionary accruals* e le variabili utilizzate nella regressione è costante. È sulla base di questo assunto che la seconda formula presentata procede alla stima degli *accruals* utilizzando i coefficienti calcolati nella regressione.

Jones (1991) costruisce l'*estimation period* prendendo a riferimento tra i 14 ed i 32 periodo precedenti all'*event period*, ossia l'anno dell'investigazione da per dell'ICT, quello precedente e quello successivo.

Infine, è opportuno evidenziare che tutte le variabili del modello di stima degli *accruals* sono *scaled by lagged total assets*, ovvero divise per il totale attivo del periodo precedente, così da ridurre l'eteroschedasticità²³⁸.

3.1.3.1 Modello di Dechow et al. (1995) o *Modified Jones*

Nel 1995 Dechow, Sloan e Sweeney, pubblicano un articolo²³⁹ in cui, dopo aver evidenziato ed in parte riadattato i principali modelli di *earnings management detection* basati sugli *accruals* – Healy (1985), DeAngelo (1986) e Jones (1991) – propongono una loro rivisitazione del modello di Jones (1991), con l'obiettivo di superarne alcune limitazioni.

Il modello di Dechow *et al.* (1995) in letteratura viene spesso definito “*modified Jones*” proprio perché non è altro che una versione più “raffinata” del modello proposto dalla Jones nel 1991.

²³⁷ Jones, 1991

²³⁸ L'enciclopedia Treccani fornisce la seguente definizione: “Una famiglia di variabili aleatorie $\{Y_i\}$ si dice eteroschedastica se le sue componenti non hanno tutte la stessa varianza”. Cimini (2015) aggiunge che l'eteroschedasticità è imputabile alla presenta nel campione di Jones (1991) di imprese con differenti dimensioni, producendo così quello che nella letteratura economico-aziendale viene definito “*scale effect*”.

²³⁹ Dechow *et al.*, 1995

La principale critica che Dechow *et al.* (1995) muovono al modello di Jones (1991) è quella di aver considerato le *revenues* un elemento dei *non discretionary accruals*, andando così a fornire una stima distorta dei *discretionary accruals* e dunque “*causing the estimate of earnings management to be biased toward zero*”²⁴⁰. Dechow *et al.* Mostrano, infatti, come in realtà le *revenues* possano essere oggetto di alterazione da parte del *management*, potendo “*accrue revenues at year-end when the cash has not yet been received and it is highly questionable whether the revenues have been earned. The result of this managerial discretion will be an increase in revenues and total accruals (through an increase in receivables)*”²⁴¹.

Il *modified Jones model*, quindi, si articola proprio come il modello di Jones (1991), con una piccola, ma importante, differenza nella formula di stima dei *NDA* nell’*event period*:

$$NDA_{\tau} = \alpha_1(1/A_{\tau-1}) + \alpha_2(\Delta REV_{\tau} - \Delta REC_{\tau}) + \alpha_3(PPE_{\tau}) ,$$

Dove,

ΔREC è la variazione dei *receivables* (crediti commerciali) tra il periodo t-1 ed il periodo t nell’*estimation period*.

Il *modified Jones model* assume quindi che le variazioni dei *receivables* che avvengono nell’*event period* siano il risultato dell’*earnings management*, basandosi sul fatto che “*it is easier to manage earnings by exercising discretion over the recognition of revenue on credit sales than it is to manage earnings by exercising discretion over the recognition of revenue on cash sale*”²⁴².

Tuttavia, come confermato dagli stessi autori, Dechow *et al.* (1995) propongono la stima dei *total accrual* mediante la stessa formula di regressione proposta da Jones (1991). Si pone dunque un problema di incoerenza nel modello: è tenuto conto della possibilità che il *management* alteri deliberatamente i crediti commerciali nell’*event period*, ma questa stessa possibilità è ignorata nell’*estimation period* (El Diri, 2018).

²⁴⁰ Dechow *et al.*, 1995

²⁴¹ *Ibidem*

²⁴² *Ibidem*

3.1.4 Modello di Kothari *et al.* (2005)

Nel 2005 Kothari *et al.* propongono un'ulteriore versione modificata del modello di Jones (1991) basato sul *performance matching*, ossia un modello di *earnings management detection* che tiene conto anche delle *performance* dell'impresa²⁴³.

La scelta di Kothari *et al.* (2005) di tener conto della *performance* dell'impresa nella stima dei *discretionary accruals* (anche in questa ricerca assunti come *proxy* dell'*earnings management*) deriva da considerazioni sui modelli precedentemente descritti – Jones (1991) e Dechow *et al.* (1995) – e sul rapporto che esiste tra *earnings*, *cash flow* e *accruals*.

In primo luogo, Kothari *et al.* scelgono di tener conto delle *performance* dell'impresa per far fronte al problema esposto da Dechow *et al.* (1995) per cui “*all models reject the null hypothesis of no earnings management at rates exceeding the specified test-levels when applied to samples of firms with extreme financial performance*”, individuando quindi la presenza di *EM* anche qualora questo non vi fosse.

Inoltre, la scelta è legata al modello “*earnings, cash flow and accruals*” – descritto da Dechow *et al.* (1998) – sulla base del quale Kothari *et al.* mostrano la relazione tra *performance* attese ed *accruals* del capitale circolante: “*working capital accruals increase in forecasted sales growth and earnings because of a firm's investment in working capital to support the growth in sales*”²⁴⁴.

Per questi due motivi, quindi, Kothari *et al.* (2005) decidono di includere una misura della *performance* nel modello di stima dei *discretionary accruals* e quindi della presenza di *earnings management*.

Sebbene vi fossero più indici utilizzabili come parametro di *performance* (*earnings growth*, *book-to-market*, *etc.*), Kothari *et al.* (2005) decidono di utilizzare il *Return On Assets (ROA)* per misurare la *performance* delle imprese.

L'utilizzo del *ROA* viene giustificato dagli autori facendo riferimento al fatto che, vista la generica tendenza della letteratura sul tema di utilizzare la divisione per i *total assets* come strumento di riduzione dell'eteroschedasticità, gli *earnings* divisi

²⁴³ Cfr. S. P. Kothari, A. J. Leone, C. E. Wasley, “Performance matched discretionary accrual measures”, *Journal of Accounting and Economics*, 2005, No. 39, pp. 163 – 197

²⁴⁴ Kothari *et al.*, 2005

per i *total assets* altro non sono che il *ROA* stesso.

Inoltre, Kothari *et al.* motivano la scelta del *ROA* facendo riferimento a precedente letteratura²⁴⁵, in cui l'indice in oggetto viene utilizzato come una *matching variable* migliore delle altre testate.

Nella loro ricerca Kothari *et al.* propongono un duplice approccio all'utilizzo del *ROA* nella *earnings management detection*, proponendo di utilizzarlo sia come regressore in una metodologia sostanzialmente identica a quella di Jones (1991), che di usarlo come parametro guida per il *matching* tra l'impresa oggetto di studio (*treatment firm*) ed un'impresa di controllo (*control firm*).

Per il primo approccio, in cui il *ROA* diventa una componente della regressione originariamente elaborata da Jones (1991), Kothari *et al.* (2005) propongono la seguente formula:

$$TA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (1/A_{i,t-1}) + \beta_2 \Delta REV_{i,t} + \beta_3 PPE_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Dove,

ROA_{it} è il *return on assets* dell'impresa i nel periodo t ;

$\beta_{0,1,2,3,4}$ sono i parametri di regressione.

È evidente, a prima vista, la somiglianza tra il modello di regressione proposto da Jones (1991) e quello appena presentato, proposto da Kothari *et al.* (2005).

Tuttavia, la formulazione di Kothari *et al.* (2005) presenta due differenze fondamentali: un'intercetta (β_0) ed il termine $\beta_4 ROA_{it}$.

Kothari *et al.* (2005) affermano di aver utilizzato l'intercetta β_0 nella loro formula di regressione per tre ordini di motivi: I) Permette un maggiore controllo dell'eteroschedasticità, che per gli autori non è mitigata abbastanza dall'utilizzo dei *total assets* come divisore; II) Mitiga i problemi che derivano dalle variabili omesse; III) Rende il modello maggiormente simmetrico, migliorandone la comparabilità con altri modelli.

²⁴⁵ Kothari *et al.* (2005) fanno riferimento, tra i vari, a B. M. Barber, J. D. Lyon, "Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics", *Journal of Financial Economics*, 1996, No. 41, pp. 359 – 399

Fermo restando che l'utilizzo del *ROA*, piuttosto che altri indici di bilancio, è dovuto alle motivazioni precedentemente esposte, è opportuno notare che Kothari *et al.* (2005) procedono all'applicazione del modello utilizzando sia il ROA_t che il ROA_{t-1} , arrivando alla conclusione che “*matching based on ROA_t performs better than matching on ROA_{t-1}* ”²⁴⁶.

Questa rivisitazione del modello di Jones (1991) da parte di Kothari *et al.* (2005) ha il fondamentale pregio di tenere conto di quello che gli stessi autori chiamano “*normal earnings management*”, ossia un livello di *discretionary accruals* coerente con il loro livello di performance. Infatti, l'obiettivo del modello di Kothari *et al.* (2005) è quello di classificare come *earnings management firms* quelle che “gestiscono” i risultati contabili più di quanto ci si aspetti, dato il loro livello di performance.

Tuttavia, come per gli altri modelli, anche quello di Kothari *et al.* (2005) non è esente da imperfezioni. Il principale problema, identificato dagli autori stessi, risiede nell'assunzione che esista una relazione lineare tra performance (in questo caso identificate dal *ROA*) ed *accruals*²⁴⁷.

Kothari *et al.* (2005) spiegano che la non linearità sia dovuta all' “*accounting conservatism*”, e quindi al fatto che le perdite, ma non gli utili, possano essere iscritte a bilancio prima che si verifichino effettivamente²⁴⁸.

Per questo motivo, Kothari *et al.* (2005) si aspettano che “*ROA is more (less) closely associated with accruals when accruals are extremely negative (positive)*”.

Inoltre, come in di Jones (1991), anche Kothari *et al.* (2005) presuppongono, pur criticandola, la stazionarietà dei coefficienti di regressione $\beta_{0,1,2,3,4}$.

Kothari *et al.* (2005) propongono un secondo approccio, anche chiamato “*matching on ROA*” o “*matched-firm approach*”, che prevede l'individuazione di una *control firm* nella stessa industria e con un *ROA* quanto più simile possibile alla *treatment*

²⁴⁶ Kothari *et al.*, 2005

²⁴⁷ “*Overall, we expect and find that ROA is more (less) closely associated with accruals when accruals are extremely negative (positive). This suggests a non-linear relation between accruals and ROA*”, Kothari *et al.*, 2005.

²⁴⁸ Kothari *et al.* (2005) scrivono: “*Conservatism dictates that losses, but not gains, be anticipated*”. Si tratta di quello che, sulla scorta dell'art. 2423 del Codice Civile, l'OIC 11 individua come principio di prudenza e nel par. 19 stabilisce che, con effetto asimmetrico nella contabilizzazione dei componenti di reddito, gli utili non realizzati non devono essere contabilizzati, mentre tutte le perdite, anche se non definitivamente realizzate, devono essere riflesse in bilancio

firm per compararne gli *accruals*.

In questo approccio “*the performance-matched discretionary accrual measure adjusts a firm’s estimated discretionary accrual by subtracting the corresponding discretionary accrual of a firm matched on the basis of industry and current or prior year’s return on assets*”²⁴⁹.

Così la presenza di *earnings management* viene individuata in quelle imprese che mostrano *discretionary accruals* più elevati (*abnormal*) rispetto ad un’altra impresa che esprime le medesime performance all’interno dello stesso contesto economico. Questa metodologia, in sostanza, “rimuove” quella parte di *EM* che è dovuta alla *performance*, dal momento che, per costruzione, *treatment* e *control firm* mostrano stesse *performance*.

Il vantaggio di questo *matched-firm approach* risiede nel non imporre alcuna relazione tra *accruals* e *performance*. Semplicemente, assume che, in media, la *treatment firm* e la *control firm* hanno gli stessi *non-event discretionary accruals* (Kothari *et al.*, 2005), per cui un diverso livello di *DA* tra le due imprese è dovuto all’*EM* – ovvero all’*event*.

Ovviamente, il successo di questo approccio dipende dalla precisione con cui le imprese vengono accoppiate.

Avendo implementato entrambe le metodologie, Kothari *et al.* (2005) concludono che il *matching on ROA* funziona bene quanto, se non meglio, il considerare il *ROA* nella regressione.

3.2 Modelli di earnings manipulation detection

3.2.1 Modello di Beneish (1999)

Nel 1999²⁵⁰ Messod D. Beneish propone un modello di individuazione delle manipolazioni contabili basato sulla sistematica relazione, individuata dall’autore

²⁴⁹ Kothari *et al.*, 2005

²⁵⁰ In realtà una prima versione del modello era stata proposta dallo stesso Beneish nel 1997, nella sua ricerca “Detecting GAAP Violation: Implications for Assessing Earnings Management among Firms with Extreme Financial Performance”, pubblicata nel Vol. 16 del *Journal of Accounting and Public Policy*, pp. 271 – 309. Tuttavia, in letteratura si fa

stesso, che intercorre tra la probabilità di manipolazione del bilancio ed alcune grandezze contabili basate sulle voci di bilancio²⁵¹.

Il modello di Beneish (1999) si compone di 8 variabili (*DSRI, GMI, AQI, SGI, DEPI, SGAI, LVGI e TATA*), per ciascuna delle quali verranno successivamente forniti maggiori dettagli), tutte costruite ricorrendo a differenti voci di bilancio. Di queste 8 variabili, come spiegato dallo stesso Beneish (1999), 7 sono degli indici – ossia tutte tranne *TATA* – in modo da catturare le distorsioni e le manipolazioni nei *financial statement* confrontandone il valore dell’esercizio in cui vi è stata la manipolazione con quello dell’esercizio precedente.

Il modello costruito da Beneish (1999) viene anche descritto come modello olistico perché considera due differenti gruppi di variabili: I) Quelle che misurano le prestazioni economico-finanziarie dell’impresa, rappresentate da indici di bilancio focalizzati su specifici *accruals*, nei quali si annidano possibili azioni manipolatorie; II) Quelle che esprimono incentivi/possibilità di violare i principi contabili da parte del management, ossia variabili che, sebbene in termini contabili, indicano condizioni economiche che possono indurre alla manipolazione contabile; un esempio è il grado di indebitamento (misurato mediante il *LVGI*): la necessità di finanziarsi o di rispettare dei *covenant* può spingere il management alla manipolazione²⁵².

riferimento al modello di Beneish intendendo la versione rivista e migliorata dallo stesso autore nel 1999.

Di estremo rilievo ed a conferma della capacità del modello proposto da Beneish, si segnala che un gruppo di studenti della Cornell University nel 1998 – utilizzando la “prima versione” del modello proposta dall’autore – aveva correttamente identificato come manipolatrice la Enron Corp., effettivamente coinvolta nel 2001 in uno scandalo per frode contabile.

Per il report prodotto dagli studenti si veda: <https://pdfslide.net/documents/cornell-research-report-on-enron-1998.html>

Per maggiori informazioni sul caso Enron si veda: <https://edition.cnn.com/2013/07/02/us/enron-fast-facts/index.html>

²⁵¹ Cfr. M. D. Beneish, “The Detection of Earnings Manipulation”, *Financial Analyst Journal*, 1999, Vol. 55, No. 5; pp. 24 – 36

²⁵² Cfr. F. Giunta, L. Bini, F. Dainelli, “Verifica della base informativa per l’analisi di bilancio: le azioni di manipolazione contabile”, *Controllo di Gestione*, 2014, Vol. 2, pp. 5 – 17

Il modello di Beneish (1999) nella sua formulazione originale, permette di calcolare uno *score* (*M-score*) mediante la seguente relazione lineare:

$$M\text{-Score} = -4,840 + 0,920 DSRI + 0,528 GMI + 0,404 AQI + 0,892 SGI + 0,115 DEPI - 0,172 SGAI - 0,327 LVGI + 4,679 TATA$$

Di seguito sono descritte in maggiore dettaglio le 8 componenti del modello di Beneish (1999):

Il *DSRI* – *Days' sales in receivables index* – viene calcolato come rapporto tra i *Days' sales in receivables* di due periodi consecutivi:

$$DSRI = \frac{\frac{Receivables(t)}{Sales(t)}}{\frac{Receivables(t-1)}{Sales(t-1)}}$$

Questa variabile serve a valutare se i crediti commerciali ed i ricavi siano o meno in equilibrio in due esercizi successivi: un forte incremento del *DSRI* può essere dovuto ad una modifica della *policy* aziendale nella concessione del credito, ma può anche essere rivelatore di una forte propensione alla sovrastima dei ricavi (Beneish, 1999).

Il *GMI* – *Gross margin index* – è calcolato come:

$$GMI = \frac{\frac{Sales(t-1) - Cost\ of\ Goods\ Sold(t-1)}{Sales(t-1)}}{\frac{Sales(t) - Cost\ of\ Goods\ Sold(t)}{Sales(t)}}$$

Quando il *GMI* è maggiore di 1, allora il *gross margin* è deteriorato, generando un segnale negativo riguardo le prospettive dell'impresa (Beneish, 1999). Inoltre, l'autore mette in risalto il fatto che le imprese con scarse prospettive future siano maggiormente propense a manipolare i valori di bilancio.

L'*AQI* – *Asset quality index* – è una misura aggregata dell' *asset realization risk* (Beneish, 1999). L'*AQI* viene calcolato come segue:

$$AQI = \frac{\frac{1 - Current\ Assets(t) + PPE(t)}{Total\ Assets(t)}}{\frac{1 - Current\ Assets(t-1) + PPE(t-1)}{Total\ Assets(t-1)}}$$

L'autore spiega come un *AQI* maggiore di 1 implica una maggiore propensione dell'impresa a capitalizzare, e quindi "rimandare", i costi (Beneish, 1999).

Il *SGI – Sales growth index* – è inserito tra le variabili perché, sebbene la crescita delle vendite non implica necessariamente la manipolazione, le imprese in crescita sono viste come maggiormente propense rispetto ad altre alla commissione di frodi contabili, per via delle pressioni che il management subisce per il raggiungimento degli obiettivi di utile e viene calcolato come (Beneish, 1999):

$$SGI = \frac{Sales(t)}{Sales(t-1)}$$

Il *DEPI – Depreciation Index* – viene definito come:

$$DEPI = \frac{\frac{Depreciation(t-1)}{(Depreciation(t-1) + PPE(t-1))}}{\frac{Depreciation(t)}{(Depreciation(t) + PPE(t))}}$$

Un *depreciation index* maggiore di 1 sta a significare che l'impresa ha diminuito il tasso con cui ammortizza i propri *assets*, lasciando ipotizzare che la stessa abbia modificato in aumento le stime sulla vita utile delle immobilizzazioni, oppure che stia adottando una tecnica di aumento dell'utile (Beneish, 1999).

Il *SGAI – Sale, General and Administrative expenses (SG&A) index* – è calcolato mediante la formula che segue:

$$SGAI = \frac{\frac{Sales, General and Administrative expense(t)}{Sale(t)}}{\frac{Sales, General and Administrative expense(t-1)}{Sale(t-1)}}$$

Beneish (1999) inserisce questa variabile perché gli analisti interpretano uno sproporzionato incremento delle spese *SG&A* come un segnale negativo circa le performance future dell'impresa.

Il *LVGI – Leverage index* – è utilizzato come variabile del modello per calcolare gli incentivi alla manipolazione che derivano dalla struttura finanziaria dell'impresa, e nello specifico dai *covenants*.

Un *LVGI* – calcolato come segue – maggiore di 1 implica un incremento nel ricorso leva finanziaria da parte dell'impresa.

$$LVGI = \frac{\frac{(Long\ Term\ Debt\ (t) + Current\ liabilities\ (t))}{Total\ Assets\ (t)}}{\frac{(Long\ Term\ Debt\ (t - 1) + Current\ liabilities\ (t - 1))}{Total\ Assets\ (t - 1)}}$$

Infine, il *TATA – Total accruals to total assets* –, la cui inclusione, in quanto variabile che tiene conto dei *total accruals*, è dovuta al fatto che, come precedentemente mostrato in questo elaborato, questi siano utilizzati a determinare con quale estensione i manager abbiano utilizzato la discrezionalità per incidere sul risultato contabile (Beneish, 1999).

Beneish (1999) propone il calcolo del *TATA* mediante la formula che segue²⁵³:

$$TATA = \frac{\Delta Current\ Assets\ (t) - \Delta Cash\ (t) - \Delta Current\ Liabilities\ (t) - \Delta Current\ maturities\ of\ LTD\ (t) - \Delta Depreciation\ and\ amortization\ (t)}{Total\ Assets}$$

Uno dei pregi del modello di Beneish (1999) è quello di essere un ottimo strumento di analisi non solo nel suo complesso – mediante il calcolo del *M-Score* – ma anche nelle sue singole componenti. Infatti, ciascuna di esse, misurando le variazioni che intervengono di periodo in periodo, rappresenta uno strumento per indirizzare eventuali indagini più specifiche²⁵⁴.

Come evidenziato dai differenti coefficienti stimati, ciascuna delle variabili ha una relazione più o meno stretta con la probabilità che l'impresa manipoli il proprio bilancio.

Beneish (1999), infatti, mostra come *LVGI*, *DEPI* e *SGAI*, siano le variabili meno significanti nel modello ed associate più all'*earnings management* che all'*earnings manipulation*. Al contrario, la probabilità di manipolazioni contabili è aumentata da: I) Inusuali incrementi dei *receivables* (*DSRI*); II) Deterioramento del *gross*

²⁵³ In una successiva pubblicazione (M. D. Benesih, C. M. C. Lee, D. C. Nichols, "Fraud Detection and Expected Returns", 2012, consultato presso http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1998387) Beneish preferisce calcolare i *total accruals* come $TATA = (Income\ Before\ Extraordinary\ Items(t) - Cash\ from\ Operations(t)) / Total\ assets(t)$, applicando quindi un approccio basato sul conto economico, piuttosto che sulle variazioni di conti patrimoniali.

²⁵⁴ Cfr. P. S. Mantone, "Using Analytics to Detect Possible Fraud – Tools and Techniques", John Wiley & Sons, Inc., 2013

margin (GMI); III) Decremento della qualità degli *asset (AQI)*; IV) Crescita delle vendite (*SGI*); V) Incremento dei *Total Accruals (TATA)*.

In una successiva pubblicazione²⁵⁵, Beneish stesso divide le otto variabili in 3 categorie:

- *Rapid Sales Growth*, in cui rientra il solo *SGI*, che non è di per sé segnale di manipolazione contabile, ma è un elemento ricorrente nelle frodi;
- *Deteriorating Fundamentals*, in cui l'autore inserisce *GMI*, *SGAI*, *LVGI* e *AQI*, tutte variabili che catturano un deterioramento delle condizioni economiche dell'impresa;
- *Aggressive Accounting*, nella quale si considerano *DSRI*, *DEPI* e *TATA*, variabili che segnalano politiche contabili aggressive, che tuttavia di per sé non sono fraudolente.

Identificate dunque le otto componenti del modello di Beneish (1999), e ricordando che il risultato dell'applicazione del modello è uno *score (M-score)*, si rende necessario individuare quale sia il valore *cut-off* dell'*M-score*, tale da distinguere un'impresa manipolatrice da una che non lo è.

Per definire questo valore soglia, Beneish (1999) parte dall'assunto che il modello può commettere degli errori di classificazione. Questi errori possono essere di due tipi:

- *Type I errors*, o falsi negativi: individuano come non manipolatrice un'impresa che in realtà lo è;
- *Type II errors*, o falsi positivi, individuano come manipolatrice un'impresa che in realtà non lo è.

L'autore, quindi, stima che il costo relativo dei due tipi di errore (*Type I to Type II*) per un investitore è in un intervallo tra 20:1 e 40:1. Tale stima è basata sull'assunzione che un'impresa che viene scoperta essere manipolatrice perde circa il 40% del proprio *market value* on a *risk-adjusted* basis nel *quarter* in cui la scoperta avviene, mentre normalmente questa stessa grandezza tende a crescere dell' 1-2% ogni *quarter*. Ciò significa che sono necessarie tra la 20 e le 40 imprese

²⁵⁵ M. D. Benesih *et al.*, 2012

non manipolatrici nel portafoglio di investimento affinché le perdite associate alla scoperta della frode siano compensate, ed allora che per l'investitore un errore del *Type I* è 20-40 volte più costoso di un errore del *Type II*²⁵⁶.

Beneish (1999) calcola per i due costi relativi degli errori (20:1 e 40:1) una *cut-off probability* (rispettivamente 3,76% e 2,94%), con la quale determina poi le due *thresholds* del *M-score*: - 1,78 e -1,89 rispettivamente²⁵⁷.

Utilizzando un *cut-off value* di - 1,78 , ovvero identificando come manipolatrici tutte le imprese con uno *score* – in valore algebrico – maggiore di questo, Beneish (1999) identifica correttamente il 74% delle imprese manipolatrici nel suo campione, ma al contempo ottiene una *misclassification* del 26% delle manipolatrici ed il 13,8% delle non manipolatrici.

Un *cut-off value* di - 1,89, invece, identifica correttamente il 76% delle imprese manipolatrici, ma classifica in maniera errata il 24% delle manipolatrici ed il 17,5 delle non manipolatrici.

Questi risultati sono stati ottenuti dall'autore applicando il modello ad un campione composto di 50 imprese manipolatrici e 1.708 imprese di controllo, prendendo a riferimento i bilanci relativi ad esercizi relativi all'arco temporale che va dal 1982 sino al 1988.

È evidente, allora, che all'aumentare (in valore assoluto, ma sempre con segno negativo) del valore soglia, il modello migliora la capacità di individuare correttamente le imprese manipolatrici, ma perde capacità nell'individuare correttamente le imprese non manipolatrici.

Sebbene nell'articolo del 1999 Beneish avesse proposto l'uso dei due valori soglia (-1,78 e -1,89), in una successiva pubblicazione²⁵⁸ applica il proprio modello utilizzando come *cut-off value* - 1,78.

²⁵⁶ Per maggiori dettagli Cfr. Beneish (1999), pp. 30 – 33

²⁵⁷ Per maggiori dettagli Cfr. Beneish (1999), pp. 30 – 33; Si evidenzia inoltre che altri autori individuano come valore soglia -2,22. A titolo di esempio Cfr. Mantone (2013); N. H. Anh e N. H. Linh (2016); N. A. Aris *et al.* (2013)

²⁵⁸ M. D. Benesih *et al.*, 2012

3.2.1.1 Modello di Beneish (1999) adattato alla realtà delle PMI italiane

Il modello di Beneish (1999), come tutti i modelli che prevedono la stima dei parametri da utilizzare, è fortemente limitato dal contesto spazio-temporale in cui viene costruito, e quindi in cui i parametri sono stimati²⁵⁹.

Infatti, il modello proposto da Beneish (1999) risente del contesto economico e giuridico degli Stati Uniti, che è certamente ben diverso da quello europeo in generale, ed italiano nello specifico.

Per questo motivo, nel 2014, Giunta *et al.* propongono una versione del modello di Beneish (1999) riadattata all'ambiente economico italiano, caratterizzato dalla predominanza di piccole e medie imprese (PMI) che redigono il bilancio d'esercizio secondo le norme previste dal Codice Civile e dagli ITA GAAP (principi contabili dell'OIC).

Per riadattare il modello a questo particolare contesto, gli autori hanno innanzitutto riconfigurato gli indici e successivamente stimato i nuovi coefficienti con cui calcolare lo *score* ed infine determinato il valore di *cut-off* per distinguere imprese manipolatrici da imprese non manipolatrici.

Gli autori italiani propongono l'utilizzo dei seguenti indicatori:

$$DSRI = \frac{\frac{\text{crediti verso clienti } (t)}{\text{Fatturato } (t)}}{\frac{\text{crediti verso clienti } (t - 1)}{\text{Fatturato } (t - 1)}}$$

$$GMI = \frac{\frac{(\text{Fatturato } (t - 1) - \text{Costo del Venduto } (t - 1))}{\text{Fatturato}(t - 1)}}{\frac{(\text{Fatturato } (t) - \text{Costo del Venduto } (t))}{\text{Fatturato}(t)}}$$

²⁵⁹ Cfr. Giunta *et al.*, 2014, *ibidem* per le ulteriori considerazioni contenute in questo paragrafo (3.2.1.1)

$$AQI = \frac{1 - \frac{(Attivo Corrente (t) + PPE(t))}{Totale Attivo(t)}}{1 - \frac{(Attivo Corrente(t-1) + PPE(t-1))}{Totale Attivo(t-1)}}$$

$$SGI = \frac{Fatturato (t)}{Fatturato (t-1)}$$

$$DEPI = \frac{\frac{ammortamento(t-1)}{ammortamento(t-1) + PPE(t-1)}}{\frac{ammortamento(t)}{ammortamento(t) + PPE(t)}}$$

$$LVGI = \frac{\frac{Totale debiti (t)}{Totale attivo (t)}}{\frac{Totale debiti (t-1)}{Totale attivo (t-1)}}$$

$$TATA = \frac{(\Delta Attività Correnti (t) - \Delta Disponibilità liquide (t) - \Delta Debiti a breve termine (t) - Ammortamenti (t))}{Totale Attivo (t)}$$

Definite le modalità di calcolo delle variabili che compongono il modello, Giunta *et al.* (2014) hanno provveduto all'esame della correlazione esistente tra ciascuna variabile e la frode contabile. Il risultato che emerge, riassunto nella *Fig. 9*, evidenzia chiaramente come le variabili *TATA* e *SGI* non abbiano una stretta correlazione con la frode contabile, motivo che ha spinto i ricercatori ad escluderli dalla formula finale del modello.

Indicatori	Coefficiente di correlazione
DSRI	43,960327%
GMI	72,095806%
AQI	49,027439%
SGI	2,921714%
DEPI	15,787652%
LVGI	12,190418%
TATA	5,939419%

Fig. 9

La formula del *manipulation score* proposta dagli autori per il contesto italiano, dunque, è la seguente:

$$M = - 6,2273 + 0,4488 DSRI + 0,1871 GMI + 0,2001 AQI + 0,2819 DEPI + 0,6228 LVGI$$

Come per il modello di Beneish (1999), questa versione adattata al contesto italiano prevede un *cut-off value* per distinguere tra imprese manipolatrici e non.

Gli autori hanno stimato un valore soglia di M pari a $- 4,14$, tale da minimizzare i costi per errori sia del Tipo I che del Tipo II.

Questo *cut-off* implica che un valore superiore a $- 4,14$ identifica (con una correttezza del 92%) un'impresa manipolatrice.

3.2.2 Benford's law (1938)

La *Benford's law*, o legge di Benford, è un metodo di indagine della presenza di frode che si basa sulla distribuzione di frequenza delle cifre che compongono un numero.

Nel 1881 Newcomb si accorge che le tavole logaritmiche utilizzate per lo svolgimento dei calcoli erano maggiormente consumate nelle pagine relative ai numeri che iniziavano per 1 o 2 piuttosto che per 8 o 9²⁶⁰.

²⁶⁰ Cfr. S. Newcomb, "Note on the Frequency of Use of the Different Digits in Natural Numbers", American Journal of Mathematics, 1881, Vol. 4, No. 1, pp. 39 – 40

Newcomb (1881) è quindi il primo a notare che “*the ten digits do not occur with equal frequency*”²⁶¹.

Nel 1938, Benford “riscopre” questo fenomeno e formula quella che viene ancora definita come *Benford’s law*.

Benford (1938) costruendo un campione di circa 20.000 numeri provenienti da fonti diversi ed estremamente varie ed indipendenti (dati relativi a popolazioni, articoli di giornale, peso atomico degli elementi, *etc.*) nota che la frequenza relativa di ciascuna cifra (da 1 a 9) come prima cifra di un numero segue una distribuzione logaritmica.

La legge di Benford, dunque, stabilisce che nei numeri naturali²⁶² le singole cifre (da 0 a 9) rispettano la distribuzione di frequenza indicata nella *Fig. 10*²⁶³.

Digit	1 st place	2 nd place	3 rd place	4 th place
0	-	.11968	.10178	.10018
1	.30103	.11389	.10138	.10014
2	.17609	.19882	.10097	.10010
3	.12494	.10433	.10057	.10006
4	.09691	.10031	.10018	.10002
5	.07918	.09668	.09979	.09998
6	.06695	.09337	.09940	.09994
7	.05799	.09035	.09902	.09990
8	.05115	.08757	.09864	.09986
9	.04576	.08500	.09827	.09982

Fig. 10

La *Benford’s law* può essere utilizzata per individuare le frodi in bilancio perché quando i numeri vengono manipolati questi tendono a deviare in maniera significativa²⁶⁴ dalla frequenza attesa²⁶⁵.

Un *data-set* segue la legge di Benford quando gli elementi che lo compongono sono il risultato di un’interazione (moltiplicazione, divisione o elevazione a potenza) di

²⁶¹ *Ibidem*

²⁶² In questo contesto per numeri naturali si intendono “*those numbers that are not ordered in a particular numbering scheme and are not generated from a random number system*”, così D. G. Banks, “Benford’s law Made Easy”, *Fraud Magazine*, 1999, Issue September/October

²⁶³ *Source*: M. Nigrini, “A Taxpayer Compliance Application of Benford’s Law”, *The Journal of the American Taxation Association*, 1996, Vol. 18, pp. 72 – 91

²⁶⁴ Generalmente il test viene implementato ricorrendo al test statistico Z-test, con un intervallo di confidenza del 95%, *Cfr.* ACFE, “Using Benford’s law to detect fraud”, 2018

²⁶⁵ *Cfr.* M. Kozlov, J. Hurtado-Guarin, P. Trakulhoon, “Forensic Accounting: Detecting Financial Fraud”, *WorldQuant Perspectives*, 2018

item che derivano da fonti diverse²⁶⁶.

Per questo motivo, allora, diversi conti di bilancio (in questo caso si fa riferimento ai mastri, su cui vengono annotate tutte le scritture che compongono poi il saldo che viene esposto in bilancio) seguono una distribuzione coerente con quella ipotizzata da Benford: si pensi ai Crediti vs. Clienti, che sono determinati come il numero di pezzi venduti moltiplicato per il costo unitario di ciascun pezzo²⁶⁷.

Durtschi *et al.* (2004), propongono una serie di esempi in cui la *Benford's law* possa essere o meno utili nell'individuare una frode:

When Benford Analysis Is Likely Useful	Examples
Sets of numbers that result from mathematical combination of numbers - Result comes from two distributions	Accounts receivable (number sold * price), Accounts payable (number bought * price)
Transaction-level data - No need to sample	Disbursements, sales, expenses
On large data sets - The more observations, the better	Full year's transactions
Accounts that appear to conform - When the mean of a set of numbers is greater than the median and the skewness is positive	Most sets of accounting numbers
When Benford Analysis Is Not Likely Useful	Examples
Data set is comprised of assigned numbers	Check numbers, invoice numbers, zip codes
Numbers that are influenced by human thought	Prices set at psychological thresholds (\$1.99), ATM withdrawals
Accounts with a large number of firm-specific numbers	An account specifically set up to record \$100 refunds
Accounts with a built in minimum or maximum	Set of assets that must meet a threshold to be recorded
Where no transaction is recorded	Thefts, kickbacks, contract rigging

Fig. 11

La legge di Benford applicata alla *fraud detection* non può, ovviamente, rappresentare l'unico strumento di individuazione della frode contabile. Infatti, quando ad esempio è utilizzata dal revisore, questi deve considerarla come uno strumento di allarme che gli permette di identificare quali conti sono con maggiore probabilità oggetto di frode e quindi, sulla base di queste informazioni, costruire delle procedure di risposta al rischio adeguate (Durtschi *et al.* 2004).

Uno dei principali limiti di questa metodologia per individuare la frode è che richiede che i comportamenti fraudolenti avvengano lasciando traccia all'interno della popolazione che viene esaminata (Durtschi *et al.* 2004) – nel caso del bilancio,

²⁶⁶ Cfr. J. Boyle, "An Application of Fourier Series to the Most Significant Digit Problem", *The American Mathematical Monthly*, 1994, Vol. 101, No. 9, pp. 879 – 886

²⁶⁷ Cfr. C. Durtschi, W. Hillison, C. Pacini, "The Effective Use of Benford's Law to Assist in Detecting Fraud in Accounting Data", *Journal of Forensic Accounting*, 2004, Vol.V, pp. 17 – 34

è necessario che il frodatore lasci traccia delle proprie azioni all'interno dei mastri. In sostanza, la *Benford's law* non è in grado di accendere un segnale di allarme di frode in tutti quei casi in cui la frode avviene omettendo qualche tipo di informazione.

3.2.3 Dechow's F-Score (2011)

Nel 2011 Patricia M. Dechow, insieme ad altri ricercatori, propone un proprio modello per individuare la presenza di manipolazioni nel bilancio²⁶⁸.

Il modello di Dechow *et al.* (2011) è costruito in maniera simile a quello di Beneish (2011)²⁶⁹: individua una serie di variabili combinate in una formula di facile applicazione il cui risultato, all'esito di semplici passaggi matematici, permette di calcolare l'*F-Score*, che viene poi confrontato con dei *cut-off values*.

Dechow *et al.* (2011) si focalizzano su 5 aree, all'interno di ciascuna delle quali identificano una o più variabili che compongono il modello:

- ***Accruals quality***

Gli autori tengono conto di quest'area perché, come già evidenziato anche in questo elaborato, gli *accruals* sono un elemento critico nella manipolazione del bilancio, che Dechow *et al.* (2011) identificano come primaria fonte di *misstatement*.

- ***Performance***

Dechow *et al.* (2011) includono la *performance* nel proprio modello per verificare se il management manipola il bilancio per nascondere il declino delle performance (reali).

²⁶⁸ Cfr. P. M. Dechow, W. Ge, C. R. Larson, R. G. Sloan, "Predicting Material Accounting Misstatements", *Contemporary Accounting Research*, 2011, Vol. 28, No. 1, pp. 17 – 82 ; è bene evidenziare che in quest'opera gli autori fanno uso dei lemmi "earnings management", "manipulation" e "misstatement" come fossero sinonimi, riferendosi in ogni caso a manipolazioni fraudolente.

²⁶⁹ Gli stessi autori scrivono "Our research builds on and is complementary to Beneish (1999)"; inoltre, M. Kozlov *et al.* (2018) lo definiscono "a more recent version of the Beneish M-score"

- ***Non financial measures***

Inserite nel modello per tener conto del contesto generale in cui l'impresa opera, ma anche perché possono essere indizio di manipolazioni dei dati contabili, viste le relazioni che comunque intercorrono tra dati finanziari e dati non finanziari²⁷⁰.

- ***Off-balance-sheet activities***

Questa area è considerata da Dechow *et al.* (2011) perché i manager, tenendo alcune attività fuori dal bilancio, possono artificialmente migliorare (o peggiorare) le performance dell'impresa²⁷¹.

- ***Market-based measures***

Un forte incentivo alla manipolazione del bilancio sorge, per i manager, dalla necessità di mantenere un elevato *stock price* (prezzo di borsa). Dechow *et al.* (2011) individuano due principali motivazioni: I) un elevato prezzo di borsa, sintomo di scarso rischio, implica un minor costo del capitale per l'impresa; II) la remunerazione dei manager è spesso legata all'andamento del prezzo di borsa dei titoli azionari dell'impresa.

Dechow *et al.* (2011) in realtà propongono 3 modelli, in cui il primo è una versione "base" (ma anche quello generalmente applicato e cui si fa riferimento quando si parla di *Dechow's F-score*) che tiene conto di variabili comprese solamente nelle prime due aree; il secondo tiene conto anche di variabili nelle aree *Non financial*

²⁷⁰ Per fornire un esempio emblematico: "We believe that while a company could increase profits by cutting payroll, it is improbable that the company would double in profitability while laying off employees, and it is even less probable that employee layoffs would correspond with a significant increase in revenue", J. F. Brazel *et al.*, "Using Nonfinancial Measures to Assess Fraud Risk", *Journal of Accounting Research*, 2009, Vol. 47, No. 5

²⁷¹ In realtà Dechow *et al.* (2011) si concentrano molto sul *financial leasing*, che permette(va) all'impresa di essere in possesso di *asset* non iscritti in bilancio, iscrivendo invece a costo i canoni del *leasing*. In realtà, l'avvento dell'IFRS 16 ha fatto quasi integralmente venire meno questa problematica, dal momento che comporta l'iscrizione in bilancio di tutti gli *assets*, facendo venir meno la differenza tra *leasing* operativo e finanziario. Unica eccezione, espressamente prevista dall'IFRS 16, rimane quella dei *leasing* a breve termine e di quelli che riguardano attività di modesto valore.

measures e *Off-balance-sheet activities*; ed il terzo, il più completo, comprende anche variabili reattive alle *Market-based measures*.

Le formule proposte da Dechow *et al.* per i tre modelli sono le seguenti:

Model 1

$$\begin{aligned} \text{Predicted Value} = & -7.893 + 0.790 \text{ RSSTaccr} + 2.518 \text{ ChangeInReceivables} + \\ & 1.191 \text{ ChangeInInventory} + 1.979 \% \text{SoftAssets} + 0.171 \text{ ChangeInCashSales} - \\ & 0.932 \text{ ChangeInROA} + 1.029 \text{ ActualIssuance} \end{aligned}$$

Model 2

$$\begin{aligned} \text{Predicted Value} = & -8.252 + 0.665 \text{ RSSTaccr} + 2.457 \text{ ChangeInReceivables} + \\ & 1.393 \text{ ChangeInInventory} + 2.011 \% \text{SoftAssets} + 0.159 \text{ ChangeInCashSales} - \\ & 1.029 \text{ ChangeInROA} + 0.983 \text{ ActualIssuance} - 0.150 \\ & \text{AbnormalChangeInEmployees} + 0.419 \text{ ExistenceOfOperatingLeases} \end{aligned}$$

Model 3

$$\begin{aligned} \text{Predicted Value} = & -7.966 + 0.909 \text{ RSSTaccr} + 1.731 \text{ ChangeInReceivables} + \\ & 1.447 \text{ ChangeInInventory} + 2.265 \% \text{SoftAssets} + 0.160 \text{ ChangeInCashSales} - \\ & 1.455 \text{ ChangeInROA} + 0.651 \text{ ActualIssuance} - 0.121 \\ & \text{AbnormalChangeInEmployees} + 0.345 \text{ ExistenceOfOperatingLeases} + 0.082 \\ & \text{MarketAdjustedStockReturn} + 0.098 \text{ LaggedMarketAdjustedStockReturn} \end{aligned}$$

Come anticipato, il *Model 1* è quello cui si fa generalmente riferimento, perché consente di calcolare l'*F-Score* ricorrendo semplicemente ai valori di bilancio.

Per poter effettivamente implementare l'*F-score* nella forma del *Model 1*, è necessario calcolare il valore da assegnare a ciascuna delle variabili del modello stesso. Di seguito sono presentate le modalità di calcolo delle 7 variabili del *Model 1*:

- **RSSTaccr** = $(\Delta WC + \Delta NCO + \Delta FIN) / \text{Average Total Assets}$

- Dove:

$$WC = [\text{Current Assets} - \text{Cash and Short-term Investments}] -$$

[Current Liabilities – Debt in Current Liabilities]

$NCO = [Total Assets - Current Assets - Investments and Advances - [Total Liabilities - Current Liabilities - Long-term Debt]$

$Fin = [Short-term Investments + Long-term Investments] - [Long-term Debt + Debt in Current Liabilities + Preferred Stock]$

- **Change in receivables** = Δ Accounts Receivables / Average Total Assets
- **Change in Inventory** = Inventory / Average Total Assets
- **% of Soft Assets** = $[Total assets - PPE - Cash and cash equivalents] / Total Assets$
- **Change in cash sales** = Percentage change in cash sales $[Sales - \Delta Accounts Receivables]$
- **Change in ROA** = $[Earnings t / Average total assets t] - [Earnings t-1 / Average total assets t-1]$
- **Actual Issuance** = 1 se l'impresa ha emesso titoli di capitale nell'anno t, altrimenti 0.

Una volta applicata la formula del *Model 1*, il risultato ottenuto è il c.d. *predicted value*.

Affinché da questo *predicted value* si possa ottenere l'*F-score* è necessario procedere con due semplici passaggi matematici:

- I. convertire il *predicted value* in probabilità mediante la seguente

formula: $Probability = \frac{e^{(Predicted Value)}}{1 + e^{(Predicted Value)}}$

- II. dividere la probabilità ottenuta per 0.0037²⁷², così che lo *Score* è calcolato come: $F - Score = \frac{Probability}{0.0037}$

Come per il Modello di Benesih (1999), anche il *Dechow's F-Score* richiede dei valori di *cut-off* per poterne correttamente interpretare il significato. Dechow *et al.* (2011) propongono dei valori soglia per il *Model 1*, specificando che per gli altri due modelli le soglie rimangono simili.

I *Cut-off* proposti dagli autori sono i seguenti:

<i>F-Score</i>	<i>Level of misstatement risk</i>
Minore di 1	<i>Normal or low</i>
Maggiore di 1	<i>Above Normal</i>
Maggiore di 1,85	<i>Substantial</i>
Maggiore di 2,45	<i>High</i>

Fig. 12

In sostanza, Dechow *et al.* individuano un primo valore soglia, ossia 1, che separa le imprese a rischio manipolazione, da quelle non a rischio.

Infatti, “An *F-Score* of 1.00 indicates that the firm has the same probability of misstatement as the unconditional expectation (the probability of misstatement when randomly selecting a firm from the population). *F-Scores* greater than one indicate higher probabilities of misstatement than the unconditional expectation”²⁷³.

Inoltre, sono proposti altri *cut-off values* (Fig. 12) per dividere in molteplici “classi di rischio”, in base al livello del rischio che l’impresa sia manipolatrice.

Questi ulteriori *cut-off* sono stati individuati osservando gli *F-score* ottenuti dall’applicazione del modello alle imprese *nonmisstating* del campione: il 10% di

²⁷² Si tratta della “unconditional probability of misstatement [which] is equal to the number of misstatement firms divided by the total number of firms sample”, così F. S. Aghghaleh *et al.* in “Detecting Financial Statement Frauds in Malaysia: Comparing the Abilities of Beneish and Dechow Models”, *Asian Journal of Accounting and Governance*, 2016, Vol. 7, pp. 57 – 65

²⁷³ F. S. Aghghaleh *et al.*, 2016

queste imprese presentava un *F-Score* superiore ad 1,85 e solamente il 5% aveva un *F-Score* maggiore di 2,45. Ne deriva che maggiore è il valore dell' *F-Score*, maggiore è la probabilità che l'impresa sia una *misstating firm*.

3.2.4 Altman's Z-Score e cenni all'utilizzo della ratio analysis

Sebbene si tratti di modello ideato per identificare imprese in difficoltà finanziaria (*financial distress*), il modello proposto da Altman nel 1968²⁷⁴ – e riadattato dallo stesso autore in una serie di pubblicazioni successive – risulta essere uno strumento utile anche nell'individuazione delle frodi contabili.

Infatti, vi sono elevate *chances* che un'impresa sull'orlo del fallimento (*Bankruptcy*) ricorra a delle manipolazioni contabili per mostrare in bilancio una situazione diversa, e fittiziamente migliorata, di quella reale²⁷⁵. Anche uno studio condotto da Deloitte nel 2008²⁷⁶ individua una relazione tra *bankruptcy* e *financial statement fraud*, mostrando come le società fallite abbiano una probabilità 3 volte superiore rispetto alle non fallite di ricevere dalla SEC un AAER²⁷⁷.

Per questi motivi, dunque, l'indice elaborato da Altman (*Altman's Z-Score*) è spesso individuato anche come modello di *fraud detection*.

Il modello di Altman (1968) ha un'impostazione del tutto simile ai modelli di Beneish (1999) e Dechow *et al.* (2011): prevede l'applicazione di una formula lineare, con coefficienti e variabili basate sui valori di bilancio, che restituisce uno *score*, il cui significato emerge nel confronto con dei *cut-off values*.

²⁷⁴ E. I. Altman, "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *The Journal of Finance*, 1968, Vol. 23, No. 4, pp. 589 – 609

²⁷⁵ Cfr. J. MacCarthy, "Using Altman Z-score and Beneish M-score Models to Detect Financial Fraud and Corporate Failure: A Case Study of Enron Corporation", *International Journal of Finance and Accounting*, 2017, Vol. 6, No. 6, pp. 159 – 166

²⁷⁶ Cfr. Deloitte, "Ten things about bankruptcy and fraud - A review of bankruptcy filings", 2008, consultato presso https://bankruptcyfraud.typepad.com/Deloitte_Report.pdf

²⁷⁷ "The SEC issues Accounting and Auditing Enforcement Releases (AAERs) when a company commits a violation, including intentional falsification of financial statements, over-statement of assets and income and inadequate disclosure", così T. P. Rollins e W. G. Bremser in "The SEC's enforcement actions against auditors: an auditor reputation and institutional theory perspective", *Critical Perspectives on Accounting*, 1997, Vol. 8, No. 3, pp. 191 – 206

Nella sua prima formulazione, quella del 1968, lo *Z-Score* viene determinato come segue:

$$Z = 0,012 X1 + 0,014 X2 + 0,033 X3 + 0,006 X4 + 0,999 X5$$

Dove ciascun X_n viene calcolato come:

$$X1 = \frac{\textit{Working Capital}}{\textit{Total Assets}}$$

$$X2 = \frac{\textit{Retained Earnings}}{\textit{Total Assets}}$$

$$X3 = \frac{\textit{Earnings Before Interest and Taxes}}{\textit{Total Assets}}$$

$$X4 = \frac{\textit{Market Value of Equity}}{\textit{Book Value of Total Debt}}$$

$$X5 = \frac{\textit{Sales}}{\textit{Total Assets}}$$

Dall'applicazione della formula si ottiene dunque uno *score*, lo *Z-Score* il cui significato va letto in riferimento alla Fig. 13, riportante i diversi *cut-off values*:

<i>Z-Score</i>	<i>Financial condition</i>
$Z < 1,80$	<i>Bankrupt – Distress zone</i>
$1,80 < Z < 2,99$	<i>Grey Area – Zone of Ignorance</i>
$Z > 2,99$	<i>Non Bankrupt – Safe Zone</i>

Fig. 13

Uno dei fondamentali problemi legati allo *Z-Score* di Altman (1983) era il fatto di essere stato costruito utilizzando un campione di società dell'industria manifatturiera e quotate, trovando quindi difficoltà nell'applicazione alle *private company*.

Per questo motivo, nel 1983, Altman procede ad una revisione del proprio modello, per renderlo applicabile anche a società non quotate, ma sempre nell'industria manifatturiera; nasce così lo *Z'-Score*²⁷⁸.

L'autore, nella versione del 1983, propone la seguente formula per il calcolo del *Z'-Score*:

$$Z' = 0,717 X1 + 0,847 X2 + 3,107 X3 + 0,420 X4 + 0,998 X5$$

In cui gli X_n vengono calcolati come in Altman (1968), ad eccezione di X_4 , che viene ora definito come:

$$X4 = \frac{\textit{Book Value of Equity}}{\textit{Total Liabilities}}$$

I *cut-off values* per Altman (1983) diventano quindi:

<i>Z-Score</i>	<i>Financial condition</i>
$Z < 1,23$	<i>Bankrupt – Distress zone</i>
$1,23 < Z < 2,90$	<i>Grey Area – Zone of Ignorance</i>
$Z > 2,90$	<i>Non Bankrupt – Safe Zone</i>

Fig. 14

Infine, nel 1993, Altman propone una versione del proprio modello – *Z''-Score* – che potesse essere utilizzata in imprese operanti anche in industrie diverse da quella manifatturiera²⁷⁹.

In questa versione, lo *score* viene calcolato come:

$$Z'' = 0,717 X1 + 0,847 X2 + 3,107 X3 + 0,420 X4$$

In cui gli autori hanno eliminato la variabile X_5 per estendere il modello a diverse *indusrty*, e calcolano la variabile X_4 come nel modello del 1983.

²⁷⁸ Cfr. E. I. Altman, “Corporate financial distress - a complete guide to predicting, avoiding, and dealing with bankruptcy”, Wiley, 1983

²⁷⁹ Cfr. E. I. Altman, J. “Corporate Financial Distress and Bankruptcy”, John Wiley & Sons, 1993

I *cut-off values* per Altman (1993) diventano quindi:

<i>Z-Score</i>	<i>Financial condition</i>
$Z < 1,10$	<i>Bankrupt – Distress zone</i>
$1,10 < Z < 2,60$	<i>Grey Area – Zone of Ignorance</i>
$Z > 2,60$	<i>Non Bankrupt – Safe Zone</i>

Fig. 15

Come anticipato, l'*Altman's Z-score* – nelle sue diverse formulazioni – viene utilizzato nell'ambito della *fraud detection* perché le imprese in difficoltà finanziaria sono considerate propense alla manipolazione dei dati contabili riportati in bilancio.

Inoltre, la validità dello *Z-score* come *fraud detecting tool* è avvalorata anche dai risultati della ricerca condotta nel 2007 da Kirkos *et al.*²⁸⁰: gli autori, costruendo un campione di 38 imprese greche coinvolte in casi di frode contabile e 38 imprese greche estranee a tale fenomeno, hanno determinato quali indici di bilancio e *score* fossero maggiormente correlati ai casi di frode.

Delle 27 variabili testate da Kirkos *et al.* (2007), 10 hanno presentato una forte correlazione con la frode contabile e tra queste rientrano lo *Z-Score*²⁸¹ ed anche le variabili X1 ed X5 dello stesso.

L'utilizzo degli indici di bilancio (*ratio analysis*) per individuare possibili manipolazioni è considerato un altro strumento nelle mani dei lettori del bilancio per individuare possibili casi di frode, attraverso una lettura sistematica degli stessi ed osservandone l'andamento nel corso dei periodi contabili.

Giunta *et al.* (2014) richiamano l'attenzione degli utilizzatori del bilancio su quelle manipolazioni che tendono a far divergere le vendite dagli incassi effettivi (crediti

²⁸⁰ Cfr. E. Kirkos *et al.*, "Data Mining techniques for the detection of fraudulent financial statements", *Expert Systems with Applications*, 2007, Vol. 32, pp. 995 – 1003

²⁸¹ Kirkos *et al.* (2007) notano che 35 delle 38 imprese fraudolente che compongono il loro campione presentano uno *Z-score* estremamente basso (inferiore ad 1,49), che ponendole nella *distress zone* permette agli autori di concludere l'esistenza di una relazione tra frode e fallimento

non esigibili, resi, sconti ed interventi di garanzia su prodotti difettosi).

Gli autori, allora, propongono di prendere in considerazione 3 indici:

1. Ricavi di vendita / Incassi da vendite
2. Ricavi di vendita / Crediti netti verso clienti
3. Ricavi di vendita / Accantonamenti per garanzie

Giunta *et al.* (2014) suggeriscono la seguente lettura degli indici di cui sopra: se l'impresa ha gonfiato le vendite, registrando ricavi non "guadagnati" a fronte di un fittizio incremento dei crediti verso clienti, allora si vedrà l'indice n. 1 crescere a fronte di una riduzione dell'indice n. 2. Anche una crescita dell'ultimo indice, il n. 3, può essere considerato una *red flag*, per via di un aumento delle vendite non accompagnato da un proporzionato stanziamento di accantonamenti per garanzie.

Le manipolazioni, però, posso intervenire anche nell'ambito dei costi imputati all'esercizio. Giunta *et al.* (2014) suggeriscono due indici la cui lettura congiunta permette di individuare la possibile presenza di una frode contabile:

4. Costo del Venduto / Ricavi di vendita
5. Costo del Venduto / Scorte di prodotti finiti

L'indice n. 4, salvo variazioni significative della produttività o dei prezzi-costi dei fattori produttivi, tende a rimanere costante nel tempo; per questo motivo, in assenza delle suddette variazioni, qualsiasi variazione è da attribuire a manovre manipolatorie nella valutazione delle scorte di magazzino (Giunta *et al.*, 2014).

Una riduzione dell'indice n. 3 accompagnata da una riduzione dell'indice n.4 sta ad indicare che le manipolazioni delle stime contabili di fine periodo sono probabili (Giunta *et al.*, 2014).

CAPITOLO 4

APPLICAZIONE PRATICA DEL MODELLO DI BENEISH ADATTATO ALLA REALTÀ DELLE PMI ITALIANE

4.1 Scelta e modalità di implementazione del modello

Nel presente capitolo verrà illustrata l'applicazione ad un campione di imprese italiane di uno dei modelli presentati nel capitolo terzo di questo elaborato ed analizzarne l'output, in particolare approfondire i casi in cui, eventualmente, il modello identifica la società come manipolatrice, comprendendone il motivo e provando a verificare se effettivamente si può essere di fronte ad un'impresa manipolatrice.

Il modello scelto per implementare tale analisi è quello sviluppato dai ricercatori italiani Giunta, Bini e Dainelli presentato nel paragrafo 3.2.1.1 di questo elaborato.

Come precedentemente scritto, il modello – sviluppato nel 2014 – si sostanzia in un “riadattamento” del modello di Beneish al contesto economico italiano.

Infatti, mentre il modello di Beneish è stato pensato e costruito nel contesto economico statunitense, caratterizzato dalla predominanza delle c.d. *public companies*, la versione di Giunta *et al.* è stata costruita per meglio adattarsi al contesto economico nazionale, in cui le imprese di piccole e medie dimensioni (PMI) non quotate – ed in alcuni casi anche società a socio unico – rappresentano la stragrande maggioranza delle imprese nazionali.

Il modello consiste nel calcolo di un *manipulation score* mediante la seguente formula:

$$M = - 6,2273 + 0,4488 \text{ DSRI} + 0,1871 \text{ GMI} + 0,2001 \text{ AQI} + 0,2819 \text{ DEPI} + 0,6228 \text{ LVGI}$$

Il risultato che si ottiene deve poi essere confrontato con il *cut-off value*, che gli autori hanno individuato essere uguale a $- 4,14$; un valore superiore a questo implica l'individuazione della società come manipolatrice.

Il calcolo del *manipulation score* mediante la formula sopra indicata implica, chiaramente, la precedente computazione dei 5 indici che costruiscono il modello, che si ricorda essere:

$$DSRI = \frac{\frac{\text{crediti verso clienti } (t)}{\text{Fatturato } (t)}}{\frac{\text{crediti verso clienti } (t - 1)}{\text{Fatturato } (t - 1)}}$$

$$GMI = \frac{\frac{(\text{Fatturato } (t - 1) - \text{Costo del Venduto } (t - 1))}{\text{Fatturato}(t - 1)}}{\frac{(\text{Fatturato } (t) - \text{Costo del Venduto } (t))}{\text{Fatturato}(t)}}$$

$$AQI = \frac{1 - \frac{(\text{Attivo Corrente } (t) + PPE(t))}{\text{Totale Attivo}(t)}}{1 - \frac{(\text{Attivo Corrente}(t - 1) + PPE(t - 1))}{\text{Totale Attivo}(t - 1)}}$$

$$DEPI = \frac{\frac{\text{ammortamento}(t - 1)}{\text{ammortamento}(t - 1) + PPE(t - 1)}}{\frac{\text{ammortamento}(t)}{\text{ammortamento}(t) + PPE(t)}}$$

$$LVGI = \frac{\frac{\text{Totale debiti } (t)}{\text{Totale attivo } (t)}}{\frac{\text{Totale debiti } (t - 1)}{\text{Totale attivo } (t - 1)}}$$

Già ad una prima lettura degli indici è evidente che non tutte le singole componenti siano perfettamente sovrapponibili alle voci di bilancio prescritte dagli artt. 2424 e 2425 del Codice Civile, che regolano, rispettivamente, la struttura degli schemi di Stato Patrimoniale e Conto Economico.

Per tale motivo, nella realizzazione di questa indagine empirica, sono stati fatti degli adattamenti e delle assunzioni che verranno descritte di seguito al fine di illustrare come gli indici sono stati calcolati partendo dalle voci di bilancio a disposizione dello scrivente.

Per il primo indice – il DSRI – è necessario individuare il valore dei crediti verso clienti e del fatturato.

Il valore dei crediti verso clienti è stato individuato nella Voce 1) verso clienti, Classe II - Crediti, con separata indicazione, per ciascuna voce, degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo, Macrolasse C) Attivo circolante nella sezione dell'attivo dello Stato Patrimoniale, tenendo conto degli importi esigibili sia entro che oltre l'esercizio successivo.

Il valore del fatturato coincide con la voce A1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni del Conto Economico.

Con riguardo al secondo indice – GMI – è necessario computare il fatturato ed il costo del venduto.

Il fatturato è individuato come precedentemente descritto, la questione è più complessa per la stima del costo del venduto.

Lo schema di Conto Economico prescritto dal Codice Civile viene definito “a valore e costi della produzione ottenuta” e non espone il calcolo, neanche tra i risultati parziali, del costo del venduto.

La definizione del valore del costo del venduto richiede una c.d. riclassificazione del conto economico, improntata su esigenze gestionali di suddividere in differenti aree (gestione caratteristica e gestione extra-caratteristica) il risultato d'esercizio, passando da un criterio di raggruppamento dei conti di contabilità generale imperniato sulla natura dei costi/ricavi ad uno basato sulla loro destinazione.

Una puntuale computazione del costo del venduto può essere ottenuta partendo dal piano dei conti dell'impresa ed aggregando i saldi dei mastri relativi ai costi/ricavi – quindi ad un elevato livello di dettaglio – in base alla loro destinazione.

Ne deriva, quindi, che un analista esterno che ha accesso solamente alle informazioni contabili che sono pubblicate nel bilancio d'esercizio non può

certamente computare in maniera puntuale il valore del costo del venduto, ma può procedere ad una riclassificazione delle voci di bilancio per stimarlo nel modo migliore possibile. La stima dell'analista esterno, che utilizza i saldi di bilancio, tenderà ad essere generalmente sopravvalutata rispetto al valore effettivo: si pensi ai costi per servizi, che accolgono sia i costi relativi al consumo di energia elettrica per il funzionamento degli impianti utilizzati nel processo produttivo – e quindi a pieno titolo componente del costo del venduto – ma anche costi relativi al consumo dell'energia elettrica utilizzata dagli uffici amministrativi – che non rientra, invece, nel costo del venduto dal momento che non è direttamente relativa ai prodotti venduti nell'esercizio. Ai fini dell'applicazione dell'indice, il Costo del Venduto è stato calcolato sommando:

- Voce A2) variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti, del Conto Economico, con segno invertito;
- Voce A3) variazioni dei lavori in corso su ordinazione, del Conto Economico, con segno invertito;
- Voce B6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci, del Conto Economico;
- Voce B7) per servizi, del Conto Economico;
- Voce B8) per godimento di beni di terzi, del Conto Economico;
- Voce B9) per il personale, del Conto Economico – comprensiva di tutte le sottovoci, dalla lettera a) alla e);
- Voce B10) ammortamenti e svalutazioni, del Conto Economico, limitatamente alle sottovoci a) ammortamento delle immobilizzazioni immateriali e b) ammortamento delle immobilizzazioni materiali;
- Voce B11) variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci.

Il terzo indice – AQI – richiede di individuare il valore del totale attivo, delle immobilizzazioni materiali e dell'attivo corrente.

Per quanto concerne le prime due componenti, queste sono facilmente identificabili nel bilancio d'esercizio, la prima in calce alla sezione dell'attivo dello Stato Patrimoniale (e comunque calcolabile come somma delle Macroclassi A), B), C) e D) dell'attivo patrimoniale), la seconda è individuabile nel totale della Classe II –

Immobilizzazioni materiali, Macroclasse B) Immobilizzazioni, con separata indicazione di quelle concesse in locazione finanziaria.

La componente “attivo corrente”, invece, è stata calcolata come somma delle attività correnti esposte nello Stato Patrimoniale, e quindi come somma di:

- Macroclasse C) Attivo circolante, nella sezione dell’attivo dello Stato Patrimoniale, al netto degli importi relativi ai crediti esigibili oltre l’esercizio;
- Macroclasse D) Ratei e risconti, nella sezione dell’attivo dello Stato Patrimoniale;
- I soli importo esigibile entro l’esercizio successivo delle sottovoci a), b), c), d), d)*bis*, Voce 2) Crediti, Classe III - Immobilizzazioni finanziarie, con separata indicazione, per ciascuna voce dei crediti, degli importi esigibili entro l’esercizio successivo, Macroclasse B) Immobilizzazioni, con separata indicazione di quelle concesse in locazione finanziaria, nella sezione dell’attivo dello Stato Patrimoniale; tali sottovoci sono relative ai crediti iscritti nelle Immobilizzazioni finanziarie vantati nei confronti di società controllate, collegate, controllanti o sottoposte al controllo delle controllanti ed altri.

Il penultimo indice – *DEPI* – è calcolato tenendo conto degli ammortamenti e delle immobilizzazioni materiali.

Le immobilizzazioni materiali sono individuate nel bilancio nella stessa voce descritta per l’*AQI*, gli ammortamenti, invece, sono individuati nella Sottovoce b) Ammortamento delle immobilizzazioni materiali, Voce 10) Ammortamenti e svalutazioni, Macroclasse B) Costi della produzione del Conto Economico.

L’ultimo indice – *LVGI* – richiede l’individuazione del totale dei debiti e del totale dell’attivo patrimoniale.

Entrambe le componenti risultano di facile individuazione: la prima è individuata come precedentemente descritto, la seconda è rappresentata dal totale della Macroclasse D) della sezione del passivo dello Stato Patrimoniale.

4.2 Selezione del campione

Il campione utilizzato per l'analisi si compone di 100 società italiane appartenenti alla categoria delle società di capitali i cui bilanci sono stati ottenuti dalla consultazione del *database* AIDA.

L'indice è stato calcolato relativamente all'esercizio 2019 per cui, dal momento che il suo calcolo prevede l'utilizzo dei valori contabili relativi all'anno t e $t-1$, nella computazione sono stati utilizzati i valori contabili esposti nei bilanci degli esercizi 2018 e 2019.

Il *database* AIDA, realizzato e distribuito da Bureau van Dijk S.p.A., contiene i dati anagrafici, gli schemi di bilancio completi di tutte le società ed il fascicolo di bilancio completo solamente per alcune delle società presenti nel *database*.

Il *database* AIDA permette di consultare i dati sopra descritti relativamente ad un arco temporale di 10 anni, oltre che di selezionare le società in base allo stato giuridico (società attive o inattive).

Nella consultazione del *database* AIDA è possibile impostare differenti filtri, permettendo così di impostare al meglio la costruzione del campione e la sua successiva analisi.

Per costruire il campione utilizzato per questa analisi sono stati impostati i filtri che seguono:

- **Forma Giuridica: Società di Capitali.**
Tale scelta è dettata dal fatto che la disciplina civilistica prevede per le società di capitali l'obbligo di redazione e deposito del bilancio d'esercizio, assicurando di conseguenza la presenza di dati contabili utili all'applicazione del modello in analisi.
- **Stato Giuridico: Attiva.**
In tal modo si sono escluse tutte le imprese che, al momento della selezione, risultassero attive, ma in stato di insolvenza o di amministrazione controllata, oppure inattive (perché fallite, cessate, in liquidazione, etc.). In questo modo si garantisce la continuità dei principi di redazione del bilancio e la continuità operativa; di tal che le variazioni significative dei valori di bilancio saranno dovute a scelte degli amministratori o fatti di gestione, e

non a imposizioni normative dovute al particolare momento attraversato dalla società.

- Numero di anni con bilancio disponibile: 10 anni.

Questo parametro permette di costruire il campione inserendo solamente imprese che siano state costituite quantomeno 10 anni prima della selezione, garantendo la presenza all'interno del campione di imprese che abbiano raggiunto un certo livello di "maturità" e che quindi non siano nella fase di crescita iniziale, in cui possono verificarsi variazioni estremamente significative dovute agli investimenti iniziali ed alle difficoltà incontrate nello sviluppo iniziale dell'attività di impresa.

- Anni con bilanci ottici disponibili: dal 2010 al 2019.

La durata del periodo è stata scelta in coerenza con il parametro precedente, mentre la necessità di avere a disposizione i fascicoli di bilancio degli ultimi 10 anni si giustifica nella necessità di poter rintracciare, all'occorrenza, tutte le informazioni necessarie ad analizzare eventuali anomalie che emergessero dall'applicazione del modello.

- Ultimo anno disponibile: 2019.

Il parametro permette di costruire il campione utilizzando le società che al momento della selezione avevano disponibile per la consultazione mediante AIDA il bilancio relativo all'esercizio 2019.

- ATECO: XX²⁸².

In questo parametro sono stati inseriti 10 differenti codici Divisione ATECO, di cui sotto si forniscono maggiori informazioni, con l'obiettivo di costruire un campione che comprendesse imprese da un ampio ventaglio di tipologie di attività imprenditoriale.

Una volta impostati i filtri di cui sopra, si è proceduto alla selezione randomica di 10 codici Divisione ATECO utilizzati per costruire il campione.

Nello specifico, si è proceduto riportando in una colonna all'interno di un foglio Excel l'elenco di tutte le Divisioni ATECO ed applicando nella colonna adiacente la formula =RAND(), la quale restituisce un valore casuale compreso tra 0 ed 1.

²⁸² Il parametro è stato applicato con ciascuno dei 10 codici Divisione ATECO utilizzati e di seguito esposti.

Successivamente le coppie di valori – Divisione ATECO ed *output* della funzione RAND – sono state ordinate in modo decrescente rispetto al valore restituito dalla formula =RAND(). A questo punto si è proceduto ad utilizzare, per la costruzione del campione, i primi 10 codici Divisione ATECO.

I codici ATECO sono codici alfanumerici che permettono di identificare un’ “ATtività ECONomica”. I codici si compongono di una lettera iniziale seguita da numeri (da due a sei cifre) che individuano il settore con crescente dettaglio.

La lettera iniziale (dalla A alla U) individua il macro-settore economico ed identifica le Sezioni; i successivi numeri identificano, con livello di dettaglio crescente, le Divisioni, i Gruppi, le Classi, le Categorie e le Sottocategorie²⁸³.

²⁸³ Per maggiore chiarezza si riporta un esempio di classificazione ATECO:
01.11.10 - COLTIVAZIONE DI CEREALI (ESCLUSO IL RISO) – (*segue alla pagina successiva*)

Codice		Definizione
Sezione	A	AGRICOLTURA, SILVICOLTURA E PESCA
Divisione	1	COLTIVAZIONI AGRICOLE E PRODUZIONE DI PRODOTTI ANIMALI, CACCIA E SERVIZI CONNESSI
Gruppo	01.1	COLTIVAZIONE DI COLTURE AGRICOLE NON PERMANENTI
Classe	01.11	COLTIVAZIONE DI CEREALI (ESCLUSO IL RISO), LEGUMI DA GRANELLA E SEMI OLEOSI
Categoria	01.11.1	COLTIVAZIONE DI CEREALI
Sottocategoria	01.11.10	COLTIVAZIONE DI CEREALI (ESCLUSO IL RISO)

I 10 codici relativi alle divisioni ATECO utilizzati sono i seguenti:

Divisione ATECO 2007	Descrizione
10	Industrie alimentari
17	Fabbricazione di carta e di prodotti di carta
24	Metallurgia
33	Riparazione, manutenzione ed installazione di macchine ed apparecchiature
45	Commercio all'ingrosso e al dettaglio e riparazione di autoveicoli e motocicli
56	Attività dei servizi di ristorazione
62	Produzione di software, consulenza informatica e attività connesse
73	Pubblicità e ricerche di mercato
74	Altre attività professionali, scientifiche e tecniche
80	Servizi di vigilanza e investigazione

Tab. 1

Il campione, quindi, è stato costruito inserendo imprese operanti in differenti settori economici, in modo da garantire un'applicazione del modello che fosse quanto più trasversale possibile.

Le uniche imprese volutamente escluse dal campione sono quelle classificate nella Sezione K – Attività finanziarie e assicurative, relative alle divisioni 64, 65 e 66. Tale scelta è stata dettata dalla peculiarità dell'attività svolte dalle imprese presenti in questa Sezione e dalle particolarità dei bilanci che queste redigono.

Una volta ottenuti, mediante il *database* AIDA, gli elenchi delle imprese inserite in ciascuna delle Divisioni ATECO selezionate, si è proceduto ad ordinarle in maniera decrescente rispetto ai Ricavi delle vendite e delle prestazioni.

A questo punto il campione è stato generato prendendo per ciascuna delle 10 Divisioni ATECO selezionate le prime 10 imprese per Ricavi delle vendite e delle prestazioni, escludendo quelle che presentavano dati incompleti o valori di bilancio aggregati in modo tale da impedire l'applicazione delle formule sopra descritte.

Le imprese selezionate, ordinate per Divisione ATECO, sono risultate essere le seguenti:

Divisione ATECO	Società
10	BARILLA G. E R. FRATELLI - SOCIETA' PER AZIONI
	LUIGI LAVAZZA - SOCIETA' PER AZIONI ABBREVIABILE ANCHE NELLA SIGLA: LAVAZZA S.P.A.
	INALCA SOCIETA' PER AZIONI
	BOLTON FOOD S.P.A.
	BUNGE ITALIA S.P.A.
	GRANDI SALUMIFICI ITALIANI S.P.
	EUROVO SRL
	PERFETTI VAN MELLE ITALIA S.R.L
	BAULI S.P.A.
	PASTIFICIO RANA S.P.A.
17	FATER S.P.A.
	FEDRIGONI S.P.A.
	DS SMITH PACKAGING ITALIA S.P.A
	AMCOR FLEXIBLES ITALIA S.R.L.
	LUCART SPA
	AHLSTROM-MUNKSJOE ITALIA S.P.A.
	KIMBERLY-CLARK S.R.L.
	CARTIERE CARRARA S.P.A.
	TETRA PAK CARTA S.P.A.
	CARTIERE DEL GARDA S.P.A.
24	CHIMET - S.P.A.-
	ITALPREZIOSI S.P.A.
	ACCIAI SPECIALI TERNI S.P.A.
	DALMINE S.P.A.
	ACCIAIERIE BERTOLI SAFAU S.P.A.

	ACCIAIERIE VENETE S.P.A.
	PADANA TUBI E PROFILATI ACCIAIO
	PROFILGLASS S.P.A.
	ALFA ACCIAI S.P.A.
	FERALPI SIDERURGICA S.P.A.
33	ERICSSON TELECOMUNICAZIONI - SO
	TETRA PAK ITALIANA S.P.A.
	VARIAN MEDICAL SYSTEMS ITALIA S.P.A.
	VITROCISSET - SOCIETA_ PER AZION
	AB SERVICE SRL
	INCAS - S.P.A.
	SO.I.GE.A. S.R.L.
	ATITECH S.P.A.
	ROTHO BLAAS SRL
	SOLETO S.P.A.
45	VOLKSWAGEN GROUP ITALIA SOCIETA
	BMW ITALIA SPA
	AUTOTORINO S.P.A.
	BMW ITALIA RETAIL S.R.L.
	HYUNDAI MOTOR COMPANY ITALY S.R
	MERCEDES-BENZ ROMA S.P.A.
	PORSCHE ITALIA S.P.A.
	FCA CENTER ITALIA S.P.A., IN FO
	ITALSCANIA S.P.A.
	EUROCAR ITALIA S.R.L.
56	PELLEGRINI S.P.A.
	SODEXO ITALIA S.P.A.
	SODEXO MOTIVATION SOLUTIONS ITA
	CHEF EXPRESS S.P.A.
	ELIOR RISTORAZIONE S.P.A.
	SERENISSIMA RISTORAZIONE S.P.A.
	GEMEAZ ELIOR S.P.A.

	EATALY S.R.L.
	ROADHOUSE SOCIETA_ PER AZIONI A
	MY CHEF RISTORAZIONE COMMERCIAL
62	ACCENTURE S.P.A.
	ENGINEERING - INGEGNERIA INFORM
	REPLY S.P.A.
	ALMAVIVA - THE ITALIAN INNOVATI
	ACCENTURE TECHNOLOGY SOLUTIONS
	ZUCCHETTI SPA
	ATOS ITALIA S.P.A.
	ALTRAN ITALIA S.P.A.
	ITALWARE - S.R.L.
	BUSINESS INTEGRATION PARTNERS S
73	RAI PUBBLICITA_ S.P.A.
	MILAN ENTERTAINMENT S.R.L.
	IMPRESA GENERALE PUBBLICITA_ -
	IQVIA SOLUTIONS ITALY S.R.L.
	PIEMME - S.P.A. CONCESSIONARIA
	A. MANZONI & C. S.P.A.
	HAVAS MEDIA S.R.L.
	EU.PROMOTIONS S.R.L.
	INFORMATION RESOURCES S.R.L.
	INCENTIVE PROMOMEDIA S.R.L.
74	EXERGIA S.P.A.
	DOW AGROSCIENCES ITALIA S.R.L.
	GRUPPO SERVIZI ASSOCIATI - SOCI
	MEDIPASS S.R.L.
	JACOBACCI & PARTNERS S.P.A.
	ALTAVIA ITALIA S.R.L.
	EMMEBI S.R.L. - SISTEMI PER L_A
	DEKRA ITALIA S.R.L.
	CONSUL SYSTEM S.P.A.

	STAR7 S.P.A.
80	B.T.V. S.P.A.
	COSMOPOL S.P.A.
	FIDELITAS S.P.A. FIDUCIARIA DI
	RANGERS S.R.L.
	SORVEGLIANZA ITALIANA S.P.A.
	CITTADINI DELL_ORDINE S.P.A.
	TELECONTROL VIGILANZA S.R.L.
	VIGILANZA UMBRA MONDIALPOL S.P.
	TRIVENETO SICUREZZA S.R.L.
	LA RONDA SERVIZI DI VIGILANZA S

Tab. 2

4.3 Presentazione dei risultati ed analisi dei casi identificati come potenzialmente manipolati dal modello applicato

Una volta costruito il campione oggetto di analisi (*Tab. 2*) si è proceduto all'estrazione in formato Excel (.xlsx) delle schede relative alle società selezionate, ciascuna contenente la versione digitale degli schemi di bilancio – conformi al Codice Civile – degli anni selezionati (2010 – 2019).

Le due principali statistiche descrittive, media e mediana, di ciascun componente del modello e relative al campione in analisi sono risultate essere:

	DSRI	GMI	AQI	DEPI	LVGI
Media	1,0173	0,7330	0,9605	1,0072	0,9947
Mediana	0,9627	0,9928	0,9371	0,9670	0,9960

Tab. 3

Andando invece a scomporre le medesime statistiche descrittive tra le imprese individuate come potenziali manipolatrici e quelle individuate come non manipolatrici, i risultati mostrati sono i seguenti:

- imprese identificate come potenziali manipolatrici

	DSRI	GMI	AQI	DEPI	LVGI
Media	2,2177	2,7570	0,7833	1,6457	1,0400
Mediana	1,0448	1,1321	0,7963	1,1199	1,0155

Tab. 4

- imprese identificate come non manipolatrici

	DSRI	GMI	AQI	DEPI	LVGI
Media	0,9541	0,6269	0,9699	0,9736	0,9923
Mediana	0,9511	0,9822	0,9379	0,9632	0,9959

Tab. 5

Risulta evidente, dunque, che le imprese identificate come manipolatrici presentino valori medi superiori alle unità per 4 delle 5 componenti del modello (DSRI, GMI, DEPI e LVGI), mentre il valore medio della componente AQI risulta essere inferiore all'unità per entrambe le sotto-popolazioni.

Per quanto concerne la mediana, invece, tutte le componenti del modello presentano valori inferiori ad 1 nella popolazione. La sottopopolazione delle imprese identificate come non manipolatrici mantiene valori inferiori all'unità e sostanzialmente in linea con i valori dell'intera popolazione; le imprese identificate come potenziali manipolatrici, al contrario, presenta valori mediani superiori ad 1 per tutte le componenti del modello, ad eccezione di AQI.

In particolare, emerge un sostanziale scostamento nel valore medio del GMI delle due sottopopolazioni: ampiamente inferiore ad 1 nelle imprese non manipolatrici ed abbondantemente superiore all'unità, addirittura superiore a 2, nelle imprese identificate come potenziali manipolatrici.

Oltre a questo scostamento, sempre con riguardo al GMI, si nota una forte variabilità del componente, tanto da assumere valori un *range* estremamente ampio: da un valore minimo di - 4,9584 ad un massimo di 7,4356; registrando una deviazione standard pari a 1,4559. Un valore superiore all'unità implica un deterioramento delle performance dell'impresa, mentre un valore inferiore all'unità (ed a maggior ragione un valore negativo) segnala una crescita delle performance, in particolare un miglioramento del *Gross Margin*, pari alla differenza tra Fatturato e Costo del Venduto.

Anche il componente DSRI presenta un'ingente variazione tra la sotto-polazione delle potenziali manipolatrici e quella delle non manipolatrici.

Questa componente è inserita nel modello per "catturare" fenomeni di variazioni non coerenti e non proporzionate tra i crediti ed i ricavi delle vendite. Un elevato valore del componente DSRI implica una crescita dei crediti v/clienti non coerente con quella dei Ricavi delle vendite e prestazioni, segnalando la possibilità di manipolazioni.

L'applicazione delle formule, per come descritte nel par. 4.1, all'intero campione ha portato all'identificazione come manipolatrici di 5 imprese appartenenti a 3 diverse Divisioni ATECO.

Le imprese che alla luce dei risultati dell'indagine evidenziano segnali tali per cui le stesse potrebbero essere indicate come potenziali manipolatrici, con i relativi valori dei singoli componenti del modello ed il valore dell' *M-Score*, sono le seguenti:

Divisione ATECO	Società	DSRI	GMI	AQI	DEPI	LVGI	M-Score
10	EUROVO SRL	1,0448	3,1076	0,8525	1,1199	1,0155	- 4,05
10	BAULI S.P.A.	6,3188	1,1321	1,1229	0,9467	0,9386	- 2,10
45	PORSCHE ITALIA S.P.A.	0,9364	7,4356	0,7963	1,0190	1,1038	- 3,28
62	ACCENTURE TECHNOLOGY SOLUTIONS	1,7922	1,0780	0,7423	1,1801	1,1385	- 3,98
62	ITALWARE - S.R.L.	0,9964	1,0318	0,4023	3,9627	1,0035	- 3,70

Tab. 6

Individuate quindi le imprese con un *M-Score* tale da essere segnalate quali potenziali manipolatrici dal modello, si è proceduto ad una identificazione delle componenti del modello con un valore non in linea con il campione e ad una successiva lettura dei relativi fascicoli di bilancio – ove disponibili – così da cercare di comprendere quali variazioni risultino essere rilevanti e quali possibili motivazioni possono esserne alla base.

EUROVO S.r.l. e BAULI S.p.A.

Le due società, Eurovo S.r.l. e Bauli S.p.A., appartengono alla Divisione ATECO 10, nella quale rientrano le società che operano nell'ambito dell'industria alimentare.

La Eurovo S.r.l. è una società di capitali italiana a capo di un gruppo internazionale che oggi si configura come leader europeo nella produzione di uova e ovoprodotti²⁸⁴.

La Bauli S.p.A., invece, è una società attiva nel mercato dei prodotti da forno come croissant, pandori, e merendine; la società fa parte del Gruppo Ruggero Bauli, controllato dalla Ruggero Bauli S.p.A..²⁸⁵

Entrambe le società, all'esito dell'applicazione del modello, sono state identificate come imprese potenzialmente manipolatrici.

Tuttavia, nonostante l'utilizzo degli appositi filtri precedentemente descritti, il *database* AIDA non contiene una versione digitale del fascicolo di bilancio relativo all'esercizio 2019 di queste due società. Anche una successiva ricerca, utilizzando il motore di ricerca Google e consultando i rispettivi siti aziendali, è risultata fallimentare nel reperimento del fascicolo di bilancio.

Ne consegue che l'analisi di seguito effettuata riguarda solamente, e non potrebbe essere altrimenti, l'individuazione del componente del modello che risulta essere disallineato rispetto al campione e delle singole voci di bilancio che hanno registrato delle variazioni tanto significative da far risultare l'impresa come manipolatrice.

Nel caso dell'Eurovo S.r.l. il componente del modello che presenta un valore anomalo risulta essere il GMI, con un valore di 3,11 contro un valore medio dell'intero campione pari a 0,733 ed un valore mediano di 0,9928.

Dall'analisi delle voci che compongono il GMI emergono come significative le variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti e le variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci.

²⁸⁴ Informazioni tratte dal sito <https://www.eurovo.com/>

²⁸⁵ Informazioni tratte dal sito <https://www.bauli.it/it>

Nello specifico, le informazioni contabili riportate dal *database* AIDA risultano essere le seguenti:

- **Esercizio 2019**
 - Fatturato: € 590.778.862
 - Variazione rimanenze prodotti: € - 583.629
 - Variazione rimanenze merci: € 1.064.908
 - Costo del venduto: € 584.858.759
 - *Gross Margin*: € 5.920.103

- **Esercizio 2018**
 - Fatturato: € 563.577.431
 - Variazione rimanenze prodotti: € - 1.830.488
 - Variazione rimanenze merci: € -1.355.617
 - Costo del venduto: € 546.027.122
 - *Gross Margin*: € 17.550.309

Risulta quindi evidente che il valore del GMI sia superiore ad 1, e nello specifico superiore a 3, per via di una significativa riduzione delle performance misurate attraverso il *Gross Margin*.

Più nello specifico, per quanto concerne le rimanenze dei prodotti, entrambi gli esercizi mostrano variazioni con segno negativo, implicando rimanenze finali di prodotti superiori alle esistenze iniziali e quindi la vendita da parte dell'impresa di prodotti che erano detenuti in magazzino. Estendendo l'analisi agli esercizi precedenti, sembrerebbe che tale situazione sia dovuta ad un incremento particolarmente significativo delle rimanenze di prodotti finiti avvenuto nell'esercizio 2016 (per € 3.354.710) che ha determinato nei tre esercizi successivi delle variazioni negative (di € -1.053.188 nel 2017, e dei valori su indicati negli esercizi 2018 e 2019). Sembrerebbe, quindi che le variazioni significative negli – e tra gli – esercizi 2018 e 2019 sia conseguenza di quanto avvenuto nell'esercizio 2016.

Spostando il focus dell'analisi sull'esercizio 2016, caratterizzato da una significativa variazione in aumento delle rimanenze di prodotti finiti, è emerso che tale variazione appare avere un impatto rilevante sul risultato d'esercizio. Infatti, la variazione di € 3.354.710 risulta fondamentale affinché il valore della produzione (€ 515.546.996) sia superiore ai costi della produzione (€ 513.128.618), da cui

deriva un risultato operativo di € 2.418.378 ed un utile prima delle imposte pari ad € 2.001.863.

Ipotizzando una variazione di rimanenze di prodotti finiti pari a 0, il medesimo esercizio mostrerebbe un risultato operativo di € -738.016 ed un utile prima delle imposte pari ad € -1.352.847.

Dunque, vista l'assenza di più dettagliate informazioni circa tale variazione nel fascicolo di bilancio dell'esercizio 2016 e l'impossibilità di consultare il bilancio relativo all'esercizio 2019, sembrerebbe che la possibile manipolazione individuata possa essere dovuta ad una politica contabile attuata nel 2016 e finalizzata ad evitare in quello stesso esercizio una perdita, mantenendo così il positivo il *trend* relativo al risultato d'esercizio, che non registra perdite almeno dal 2010 – anno oltre il quale il *database* AIDA non fornisce informazioni.

Con riferimento, invece, alle rimanenze di merci, anch'esse presentano una variazione significativa tra i due esercizi in analisi. Nell'esercizio 2018 mostrano segno negativo, implicando che le esistenze iniziali erano minori delle rimanenze finali e quindi che l'impresa ha acquistato più merci di quelle che ha effettivamente utilizzato nel processo produttivo ed ha quindi incrementato le proprie scorte di magazzino.

Nell'esercizio 2019, al contrario, la variazione presenta segno positivo, implicando l'utilizzo da parte dell'impresa di merci che erano state precedentemente immagazzinate.

Si consideri, inoltre, che tutte le voci di costo utilizzate ai fini del calcolo del costo del venduto fanno segnare degli incrementi percentuali compresi tra il +18% (nel caso degli Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali) ed il +39% (nel caso dei Costi per godimento di beni di terzi), a fronte di un fatturato che, invece, segna solamente un incremento del 4,83%.

Purtroppo, l'impossibilità di consultare il bilancio d'esercizio relativo all'esercizio 2018 non permette di approfondire l'analisi e comprendere effettivamente se le variazioni significative siano dovute a cause inerenti alla normale gestione o siano il riflesso di eventuali manipolazioni contabili.

Per quanto concerne la Bauli S.p.A. il componente causa dell'identificazione quale impresa manipolatrice risulta chiaramente essere il DSRI, che presenta un valore di

6,32 a fronte di un valore medio della popolazione di 1,0173 ed un valore medio della sotto-popolazione delle imprese identificate come non manipolatrici pari a 0,9541.

La lettura dello schema di bilancio, e dell'Attivo dello Stato Patrimoniale in particolare, rende subito evidente il motivo di un valore così elevato del DSRI: la crescita dei Crediti verso Clienti segna un + 540,84%, mentre quella dei Ricavi delle vendite e prestazione segna un ben più contenuto +1,42%.

Più nel dettaglio, le voci sopra citate presentano i seguenti valori in bilancio:

- **Esercizio 2018**
 - Crediti verso Clienti: € 1.767.907
 - Ricavi delle vendite e prestazioni: € 459.797.262
- **Esercizio 2019**
 - Crediti verso Clienti: € 11.329.500
 - Ricavi delle vendite e prestazioni: € 466.319.602
- **Scostamento (2019 – 2018)**
 - Crediti verso Clienti: € 9.561.593
 - Ricavi delle vendite e prestazioni: € 6.522.340

Inoltre, proseguendo con la lettura dello Stato Patrimoniale si nota anche una significativa compressione delle disponibilità liquide, che fanno segnare un calo di € 19.640.599 (da € 28.597.161 nel 2018 ad € 8.595.925 nel 2019).

Sembrerebbe, quindi, che l'impennata nei crediti verso clienti sia dovuta ad una mancanza di incassi da parte dell'azienda. Ciò potrebbe segnalare una difficoltà della Bauli S.p.A. nell'ottenere il pagamento da parte dei propri clienti, ma potrebbe anche essere dovuto ad una nuova *policy* nella concessione del credito ai clienti stessi; nella più estrema delle ipotesi potrebbe trattarsi di *fictius or inflated revenue*, e dunque di ricavi fittizi o gonfiati.

L'impossibilità di ottenere il fascicolo di bilancio non permette, purtroppo, di poter approfondire ulteriormente l'analisi e di individuare l'effettiva motivazione a tali scostamenti addotta dagli amministratori.

PORSCHE ITALIA S.P.A.

Porsche Italia S.p.A. appartiene al Gruppo Porsche, ad oggi gruppo internazionale con sede a Stoccarda in Germania, che ha le sue radici nel 1948, anno in cui viene costruita la prima auto sportiva che porta il nome Porsche. La società opera come importatore esclusivo delle auto per il mercato italiano, curandone la commercializzazione, la distribuzione, e la successiva manutenzione, attraverso una rete di concessionari ed officine ufficiali Porsche dislocata sull'intero territorio italiano.²⁸⁶

L'applicazione del modello ai dati contabili della società in oggetto ha determinato l'individuazione della stessa quale società potenzialmente manipolatrice.

In particolare, la componente GMI evidenzia un valore di 7,44 che ,anche a fronte di una media della popolazione pari a 0,7330 , risulta il principale "indiziato" quale causa dell'individuazione della società come manipolatrice.

L'approfondimento di questo caso specifico risulta estremamente interessante ai fini dell'analisi generale che si sta svolgendo.

Innanzitutto, calcolando i valori di Fatturato e Costo del Venduto nelle modalità precedentemente descritte (par. 4.1) si ottengono i seguenti risultati:

- **Esercizio 2019:**
 - Fatturato: € 586.477.950
 - Costo del Venduto: € 588.924.159
- **Esercizio 2018:**
 - Fatturato: € 391.529.176
 - Costo del Venduto: € 403.672.137

Ne emerge un Risultato Lordo (o *Gross Margin*) pari ad € - 2.446.209 per l'esercizio 2019 ed € - 12.142.961 per l'esercizio 2018.

Il susseguirsi di due esercizi con *Gross Margin* negativo ha fatto sì che il valore del componente GMI risultasse positivo e maggiore di 1, segnalando una situazione di

²⁸⁶ Informazioni tratte dal profilo LinkedIn della Porsche Italia S.p.A., <https://www.linkedin.com/company/porsche-italia-s-p-a/about/>

deterioramento delle performance, quando, invece, il *Gross Margin* presenta una variazione positiva e quindi un miglioramento delle performance.

Inoltre, la lettura del fascicolo di bilancio – e della Relazione sulla Gestione in particolare – ha permesso di constatare che nel caso specifico gli amministratori hanno provveduto ad una riclassificazione del Conto Economico tale da permettere di individuare direttamente dall’informativa fornita dalla società stessa i valori relativi al Fatturato ed al Costo del Venduto.

La Relazione sulla Gestione, nel fascicolo di bilancio relativo all’esercizio 2019, riporta i seguenti dati:

- **Esercizio 2019:**
 - Fatturato Netto: €/000 588.678
 - Costo del Venduto: €/000 540.316
- **Esercizio 2018:**
 - Fatturato Netto: €/000 393.133
 - Costo del Venduto: €/000 364.120

Per l’esercizio 2019, spiegano gli amministratori nella Relazione sulla Gestione, la differenza tra il Fatturato ed i Ricavi delle vendite e delle prestazioni è da imputarsi ai rimborsi ottenuti e successivamente rimborsati per prestazioni di officina effettuate in garanzia.

Lo scostamento più evidente, invece, tra quanto calcolato nell’applicazione del modello e quanto dichiarato nel fascicolo di bilancio riguarda il Costo del Venduto.

Nella Relazione sulla Gestione gli amministratori della Porsche Italia S.p.A. determinano il costo del venduto considerando prevalentemente i dei seguenti elementi del Conto Economico:

- B.6) Per materie prime, sussidiarie e di consumo
- B.11) Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie e di consumo

Dal che deriva un Margine Lordo pari ad €/000 48.362 per l’esercizio 2019 ed €/000 29.013 per l’esercizio 2018, con un chiaro incremento delle performance tra un esercizio e l’altro.

Calcolando il componente GMI del modello utilizzando i dati riportati nella Relazione sulla Gestione si ottiene un valore di 0,8983 , certamente ben diverso da quello ottenuto precedentemente.

Tale valore del GMI permette di ottenere un *M-Score* pari a -4,50 , determinando l'identificazione dell'impresa quale non manipolatrice.

Dal momento che, come detto, quella dell'analista esterno può essere solamente una stima del costo del venduto, mentre i redattori del bilancio sono in possesso di tutte le informazioni necessarie a determinarlo in maniera puntuale, si può concludere che il dato reale – e quindi da utilizzare ai fini della migliore applicazione del modello – sia quello fornito dal fascicolo di bilancio e quindi che la società in oggetto possa considerarsi non manipolatrice.

Risulta evidente, comunque, che il fulcro di questo caso – e chiaramente di tutta la popolazione sottoposta all'applicazione del modello – sia nelle modalità di calcolo del Costo del Venduto.

L'utilizzo nel modello di una misura contabile che richiede di essere calcolata partendo da una base di dati differente da quella risultante dal prospetto di bilancio prescritto dal Codice Civile, e che inoltre costituisce un dato che non deve essere obbligatoriamente esposto nel fascicolo di bilancio, rappresenta certamente una delle maggiori difficoltà applicative del modello.

ACCENTURE TECHNOLOGY SOLUTIONS

La Accenture Technology Solutions S.r.l. – classificata nella Divisione ATECO 62 – opera nell'ambito del gruppo con a capo la Accenture Plc, quotata alla borsa di New York (NYSE), fornendo servizi specializzati nello sviluppo e nella gestione di applicazioni e piattaforme tecnologiche.

La Accenture Technology Solutions S.r.l. opera sotto la direzione ed il coordinamento della Accenture International B.V. ed il cliente principale, come evidenziato nel fascicolo di bilancio dell'esercizio 2019, risulta essere Accenture S.p.A..

Nel caso della Accenture Technology Solutions S.r.l. il componente del modello che mostra un valore maggiormente anomalo risulta essere il DSRI con un valore di 1,79 a fronte di un valore medio dell'intera popolazione pari a 1,0173.

Dalla lettura degli schemi di bilancio, in particolare dello Stato Patrimoniale, risulta evidente una variazione significativa della voce "crediti verso clienti", con un incremento nell'anno di €13,4 mln (passando da € 12,5 Mln al 31/08/2018 a € 25,9 Mln al 31/08/2019). La Nota Integrativa, tuttavia non fornisce alcuna ulteriore informazione circa le motivazioni di una variazione di tale portata.

La lettura della Nota Integrativa e della Relazione sulla Gestione hanno permesso di approfondire maggiormente l'analisi e di tener conto del fatto che il calcolo del DSRI nella sua formulazione standard non è completamente adeguato al caso in esame.

Infatti, come precedentemente evidenziato, il cliente principale risulta essere Accenture S.p.A., per cui i crediti verso questa impresa – che fa parte del medesimo gruppo – trovano allocazione nella voce "Crediti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti" e sono oggetto di maggiore dettaglio nella Relazione sulla Gestione. Più in generale, la maggior parte dei ricavi della Accenture Technology Solutions S.r.l. deriva dalla prestazione di servizi a società appartenenti al medesimo gruppo, tanto che i ricavi da società sottoposte al controllo delle controllanti mostrano un valore di € 267.068.611 nell'esercizio 2019 (84% dei ricavi totali), ed € 241.276.587 nell'esercizio 2018 (89% dei ricavi totali).

Si è deciso, dunque, di provvedere a ricalcolare il DSRI tenendo conto non solo dei crediti verso clienti, ma anche dei crediti verso le società del medesimo gruppo – i cui valori sono esplicitati nella relazione sulla gestione – così da rendere omogenei il valore del fatturato e quello dei crediti.

Il DSRI è stato dunque "ricostruito" tenendo conto, oltre che dei valori precedentemente citati, anche dei valori relativi ai crediti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti, che presentano dei saldi pari ad € 31.855.331 per l'esercizio 2019 ed € 22.131.481 per l'esercizio 2018.

Ne deriva così un DSRI pari a 1,4370 – certamente inferiore a quello precedentemente computato – che, inserito nel modello, porta al calcolo di un *M-Score* pari a - 4,2253, identificando l'impresa come non manipolatrice.

Infine, all’esito del ricalcolo effettuato del DSRI e del risultato ottenuto mediante esso, sembra potersi escludere che la società sia una potenziale manipolatrice e che la sua individuazione come tale sia dovuta alla particolare composizione del suo portafogli clienti, comprendente principalmente società appartenenti al medesimo gruppo.

ITALWARE - S.R.L.

La Italware S.r.l. è una S.r.l. a socio unico – classificata nella Divisione Ateco 62 – che si occupa di supportare “la Digital Transformation dei suoi clienti attraverso un’offerta di soluzioni e servizi per l’evoluzione e la sicurezza delle piattaforme IT tradizionali e per la realizzazione di nuove piattaforme digitali, in partnership con tutti i principali vendor del settore.”²⁸⁷

Risulta evidente come il componente maggiormente disallineato rispetto al valore medio del campione sia il DEPI, in particolare questo elemento mostra un valore di 3,96 contro una media di 1,0173 per l’intera popolazione.

Lo scostamento significativo, individuato nell’estrazione ottenuta dal *database* AIDA, riguarda il valore delle PPE (Immobilizzazioni Materiali) che risulta essere balzato da € 47.497 del 2018 ad € 12.889.188 nel 2019.

Tuttavia, con la lettura del fascicolo di bilancio relativo all’esercizio 2019 è stato possibile verificare che, fornendo adeguata informativa nella Nota Integrativa, gli amministratori hanno proceduto ad una riclassifica e, come prescritto dalla Legge, hanno modificato i saldi nella colonna comparativa relativa all’esercizio 2018.

Nel dettaglio, gli amministratori hanno informato che “si è provveduto ad adeguare la consistenza delle voci “Immobilizzazioni materiali” (incremento) e “Rimanenze” (decremento) per € 970.905 in ragione della variazione della destinazione d'uso di investimenti in soluzioni tecnologiche per l'erogazione di stampa che nel precedente esercizio erano stati inclusi tra le “Rimanenze”. Tali modifiche non hanno in alcun modo comportato effetti sul risultato economico”²⁸⁸.

²⁸⁷ Descrizione dell’attività presente sul sito <https://www.italware.it/azienda/>

²⁸⁸ Bilancio di esercizio al 31.12.2019 della Italware S.r.l., consultato mediante *database* AIDA

Infatti, procedendo ad una nuova computazione dello *score* utilizzando come valori relativi all'esercizio 2018 quelli presentati nel comparativo del fascicolo di bilancio 2019, il DEPI risulta essere pari a 0,2572 e lo *score* – 4,7525, risultando quindi identificata come impresa non manipolatrice.

4.4 Il caso Bio On S.p.A.

La Bio-On S.p.A. è un'impresa italiana che “ nasce nel 2007 con l'intento di operare nel settore delle moderne Biotecnologie applicate ai materiali di uso comune con lo scopo di dare vita a prodotti e soluzioni completamente naturali, al 100% ottenuti da fonti rinnovabili o scarti della lavorazione agricola”²⁸⁹.

La Bio-On S.p.A. è sbarcata sull'AIM Italia²⁹⁰ nell'ottobre 2014, presentandosi con un prezzo della IPO (Initial Public Offering) di € 5, balzato ad € 70 nell'ottobre 2018, segnando così una capitalizzazione pari a 1,3 miliardi di €²⁹¹ - abbastanza da valerle il titolo di “unicorno”²⁹².

Il 9 luglio 2019 il Dott. Maurizio Salom – Dottore commercialista e Revisore legale – inviava al fondo Quintessential Capital Management LLC un parere contenente alcune criticità riscontrate nel bilancio della Bio On S.p.A al 31 dicembre 2018²⁹³.

Sulla base delle criticità individuate dal Dott. Salom, il fondo Quintessential riportava, in un report dal titolo “Bio-on S.p.A.: Una Parmalat a Bologna?”, quanto segue:

²⁸⁹ Informazioni tratte dal sito <http://www.bio-on.it/mission.php>

²⁹⁰ “AIM Italia è dedicato alle PMI dinamiche e competitive, in cerca di capitali per finanziare la crescita grazie ad un approccio regolamentare equilibrato, pensato per le esigenze di imprese ambiziose. AIM Italia offre un percorso di quotazione calibrato sulla struttura delle piccole e medie imprese, basandosi sulla figura centrale di un consulente – il Nomad – che accompagna la Società durante la fase di ammissione e per tutta la permanenza sul mercato”. Informazioni tratte dal sito: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/home/aim-italia.htm>

²⁹¹ Cfr. <https://www.finanzaonline.com/notizie/worst-of-2019-il-bluff-delle-bioplastiche-tutte-le-tappe-del-caso-bio-on>

²⁹² Cfr. <https://www.startmag.it/innovazione/bio-on-plastiche/>

²⁹³ <https://www.qcmfunds.com/wp-content/uploads/2019/07/Risposta-a-nota-stampa-Bio-On-del-24.07.2019-Firmato.pdf>

“Quintessential Capital Management (QCM) ha completato la sua indagine approfondita su Bio-on S.p.A., società con sede a Bologna operante nel settore della bioplastica e quotata sul mercato AIM. Dopo una meticolosa raccolta e analisi di informazioni, siamo giunti alla opinione che Bio-on sia un “castello di carte”, uno schema concepito dal management per arricchirsi sulle spalle degli azionisti. All’apparenza un’azienda di successo, con fatturato e profitti in crescita, la Bio-on sarebbe in realtà una grande bolla, basata su tecnologia improbabile, con fatturato e crediti essenzialmente “simulati” grazie ad un network di scatole vuote. Nonostante annunci altisonanti e progetti ambiziosi, diversi anni dopo la sua costituzione Bio-on non ha ancora prodotto né venduto nulla in quantità significative, se non a scatole vuote da sé controllate o affiliate. Delle molte fabbriche annunciate negli anni, solamente una è stata realizzata, a prezzi esorbitanti e sembrerebbe non essere ancora completata o in produzione. La situazione finanziaria reale risulta precaria e la contabilità presenta serie irregolarità. Considerati i fatti nel suo insieme, riteniamo che la situazione di Bio-on sia insostenibile e che la società sia presto destinata al collasso totale”²⁹⁴.

“La crisi dell’azienda imolese è deflagrata il 23 ottobre scorso, con gli arresti domiciliari per il presidente Marco Astorri, misure cautelari interdittive del divieto di esercitare uffici direttivi di persone giuridiche per il vicepresidente Guido Cicognani e il presidente del collegio sindacale Gianfranco Capodaglio. Nove indagati in tutto e sequestro preventivo di beni e disponibilità finanziarie per 150 milioni di euro. Le accuse sono di falso in bilancio e manipolazione del mercato”²⁹⁵.

Il report pubblicato da Quintessential ha “generato - per giorni - un fitto batti e ribatti a suon di comunicati tra la stessa Bio-on e il fondo statunitense e spinto a muoversi la Procura di Bologna con le indagini della Guardia di Finanza a scoperciare diverse irregolarità nella formazione dei bilanci e nell’informazione societaria riportata al mercato, con particolare riferimento ai ricavi e al livello di produzione dichiarati”²⁹⁶.

²⁹⁴ “Bio-on S.p.A.: Una Parmalat a Bologna?”, Equity Report by Quintessential Capital Management, 19 luglio 2019, consultato presso il sito: <https://www.qcmfunds.com/wp-content/uploads/2019/07/Bio-on-report-FNL-compressed-3.pdf>

²⁹⁵ <https://www.ilsole24ore.com/art/bio-on-tribunale-bologna-dichiara-fallimento-ACWEDi7>

²⁹⁶ *Ibidem*

Ai fini di questo lavoro si intende applicare l'indice sinora illustrato per verificarne l'effettiva capacità di individuare le manipolazioni di bilancio, utilizzando la società Bio On S.p.A. quale "impresa di controllo".

Si fa presente che, nel momento in cui questo elaborato viene predisposto, le indagini nei confronti degli organi sociali della Bio On S.p.A. per l'accusa di false comunicazioni sociali sono in corso e che quindi l'impresa è identificata come manipolatrice "a propri" – e pertanto usata come impresa di controllo – sulla base delle notizie e del report del fondo Quintessential.

Si precisa, inoltre, che attualmente la società Bio On S.p.A. è sottoposta a procedura fallimentare, dichiarata con Sentenza dal Tribunale di Bologna in data 19/12/2019²⁹⁷.

L'applicazione dell'indice in analisi al bilancio della Bio On S.p.A. per l'esercizio 2018 ha restituito un *M-Score* pari a - 2,7596, identificando quindi l'impresa come potenziale manipolatrice, coerentemente con l'impianto accusatorio sostenuto innanzitutto dal fondo d'investimento Quintessential.

I singoli componenti del modello, calcolati come descritto nel par. 4.1, presentano i valori di seguito illustrati:

DSRI	GMI	AQI	DEPI	LVGI
0,2494	0,5894	6,1386	3,6857	1,5554

Tab. 7

Dalla lettura della *Tab. 7* risulta subito evidente che i due componenti che maggiormente contribuiscono a definire l'impresa come manipolatrice siano AQI e DEPI.

Non è un caso, infatti, che entrambi i componenti presentino valori assolutamente anomali poiché entrambi sono costruiti prendendo in considerazione le variazioni delle immobilizzazioni materiali.

Nel caso della Bio On S.p.A. le immobilizzazioni materiali balzano da € 5.537.787 dell'esercizio 2017, agli € 47.392.520 dell'esercizio 2018, una variazione imputabile quasi completamente – per € 36.490.674 – all'incremento delle immobilizzazioni materiali in corso, dovuto, spiegano gli amministratori in Nota

²⁹⁷ <http://www.portalecreditori.it/procedura?id=QGMZyjBz2v>

Integrativa, all’acquisto di impiantistica ed attrezzature necessarie alla costruzione di un nuovo impianto produttivo, avviata ad inizio 2017 ed in dirittura d’arrivo al 31.12.2018.

Tuttavia, nel comunicato stampa rilasciato dalla Bio On S.p.A. il 21 marzo 2017²⁹⁸, la società dichiarava che l’investimento nello stabilimento sarebbe ammontato a € 15 Mln ed il completamento dell’opera sarebbe avvenuto entro l’anno, con avvio della produzione ad inizio 2018.

La perizia del Dott. Salom, infatti, evidenzia come – nonostante l’annuncio di completamento dei lavori contenuto nella semestrale del 2018 – le immobilizzazioni nel bilancio al 31.12.2018 risultavano ancora tra quelle “in corso”. Proprio sul completamento dei lavori per l’operatività dell’impianto sono sorti diversi dubbi: annunciata, come detto, nella relazione semestrale del 2018, ma in realtà non avvenuta, come scritto nel bilancio d’esercizio al 31.12.2018 ed evidenziato dagli allegati fotografici del report del fondo Quintessential.

Il Dott. Salom, inoltre, evidenzia come i costi relativi alla realizzazione dell’impianto siano evidentemente lievitati rispetto a quanto annunciato nel comunicato stampa del 21.03.2017 e che, nonostante ne esistessero i presupposti²⁹⁹, gli amministratori non abbiano provveduto ad una svalutazione per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni stesse, coerentemente con il principio OIC 9.

²⁹⁸ http://www.bio-on.it/immagini/comunicati-finanziari/CS_08_BIO-ON_21_03_2017_cspt_IT.pdf

²⁹⁹ “Indicatori di perdita di valore, invece, esistevano da vari elementi e cioè:

- Raddoppio dei costi di produzione;
- Assenza di una produzione e di vendite significative nel 2019 prima della redazione del bilancio 2018;
- La stessa Unilever ha fatto saper che le vendite dei prodotti non sono significative mentre nella North Sail, che possiede 15 negozi in Italia e tratta abbigliamento, le vendite nell’attuale periodo estivo delle creme abbronzanti sono nell’ordine di qualche decina di confezioni a negozio;
- Assenza di un business plan operativo e della effettuazione di un impairment test”, Dott. Salom nel citato parere per il fondo Quintessential

RIFLESSIONI CONCLUSIVE

L'applicazione del modello, con le modalità precedentemente descritte, al campione selezionato ha determinato l'individuazione di 5 imprese quali imprese manipolatrici.

Per due di queste imprese – Eurovo S.r.l. e Bauli S.p.A. – l'impossibilità di reperire il fascicolo di bilancio relativo all'esercizio in analisi ha determinato l'impossibilità di approfondire l'analisi e di determinare se le variazioni significative individuate siano dovute a cause specifiche ed opportunamente spiegate dagli amministratori, oppure siano frutto di possibili manipolazioni contabili.

Ciascuno degli altri tre casi in cui il modello ha identificato un'impresa come manipolatrice ha evidenziato delle particolarità relative all'applicazione del modello stesso.

Il caso della Italware S.r.l. ha evidenziato una criticità relativa non tanto al modello in sé, quanto alla sua applicazione utilizzando come fonte dei dati le tabelle elettroniche fornite dal *database* AIDA.

Nel caso specifico, infatti, le riclassificazioni operate dagli amministratori relativamente alle immobilizzazioni materiali – opportunamente individuate e spiegate in Nota Integrativa – non sono state riportate nella tabella elettronica costituente il report dell'impresa che il *database* AIDA permette di consultare e scaricare.

Ne deriva che, solamente la consultazione del fascicolo di bilancio per l'esercizio 2019 – contenente quindi il comparativo aggiornato – permette una corretta applicazione del modello.

Nel caso della Porsche Italia S.p.A., emerge la maggiore problematica relativa all'applicazione del modello che è stata riscontrata nel corso del lavoro: il calcolo del Costo del Venduto.

Il Costo del Venduto risulta essere una misura contabile assolutamente estranea alle logiche che sottendono alla redazione del bilancio d'esercizio ed alla classificazione delle voci che lo compongono.

Siffatta misura, oltre alle problematiche precedentemente illustrate e relative

all'impossibilità di una sua precisa individuazione da parte di un analista esterno, si pone in netto contrasto con le altre componenti dell'indice, che invece si compongono di elementi facilmente individuabili nel fascicolo di bilancio.

Inoltre, il modello intende individuare le manipolazioni contabili proprio attraverso l'analisi del bilancio d'esercizio e delle variazioni significative che intervengono tra due esercizi successivi, per cui l'uso di questa misura contabile risulta in contrasto con la natura del modello stesso e con le altre componenti.

Il caso della Accenture Technology Solutions S.r.l. ha sollevato un'ulteriore problematica: il componente DSRI viene calcolato utilizzando il valore dei Crediti v/clienti e del fatturato, ma non sempre i Crediti v/clienti sono gli unici crediti connessi ai ricavi delle vendite e prestazioni.

Infatti, nelle ipotesi in cui la società in analisi sia parte di un gruppo ed offra i propri prodotti o servizi principalmente (o esclusivamente) ad altre società appartenenti al medesimo gruppo, i ricavi relativi a tali cessioni di beni o prestazioni di servizi potranno avere come contropartita i crediti verso altre società del gruppo – siano esse collegate, controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo.

L'uso della sola voce Crediti v/clienti, allora, rischia di portare l'analista esterno a trascurare la restante parte dei crediti e quindi di giungere ad un giudizio non pienamente corretto sulla relazione tra la variazione dei ricavi e quella dei crediti, e di conseguenza sul componente DSRI del modello.

L'ultimo caso analizzato, utilizzato come caso di controllo, riguarda la Bio On S.p.A., passata alle cronache per via delle indagini per false comunicazioni sociali e della recente dichiarazione di fallimento.

Nel caso della Bio On S.p.A. il modello ha mostrato che – nonostante le criticità precedentemente rilevate – possiede una buona capacità di individuazione delle imprese potenzialmente manipolatrici ed è in grado di segnalare quale area di bilancio presenti le maggiori criticità.

Nel caso specifico, infatti, l' *M-Score* pari a -2,7596 , e quindi evidentemente superiore al *cut-off value* (-4,14), segnala chiaramente l'elevata probabilità che il bilancio abbia subito delle manipolazioni ed individua la maggiore criticità nelle immobilizzazioni materiali. Questi risultati risultano assolutamente in linea sia con la denuncia del fondo Quintessential, che con le conclusioni cui giunge il Dott.

Salom nel proprio parere e con l'apertura di un'indagine, peraltro seguita dagli arresti degli indagati, da parte della Procura.

Infine, nonostante i rilievi precedentemente esposti – relativi al costo del venduto ed ai crediti v/clienti – il modello ha mostrato di essere in grado di individuare le anomalie contabili e di indirizzare l'analista verso le aree di bilancio maggiormente anomale, permettendo di approfondirne l'analisi.

Tuttavia, l'affidamento dell'analista esterno che utilizza il modello non deve essere completamente posto sul risultato dell'applicazione del modello stesso: dall'analisi è emerso che non sempre le imprese individuate come potenziali manipolatrici siano effettivamente tali, ma è possibile che le variazioni significative che il modello “legge” come manipolazioni abbiano diversa natura.

BIBLIOGRAFIA

“Discussione del disegno di legge: Con-versione in legge del Regio decreto-legge 30 ottobre 1930, n. 1459, con-tenente disposizioni penali in materia di società commerciali”, consultato presso <https://storia.camera.it/regno/lavori/leg28/sed126.pdf>

“Schema di disegno di legge per la riforma organica del diritto societario”, 1998, consultabile presso http://www.uniroma2.it/facolta/giurispr/cattedre/DirittoTributario/allegati_2000/schema_legge_societa_professionali.htm

A. Alessandri, “Il ruolo del danno patrimoniale nei nuovi reati societari”, *Le Società*, 2002, N. 7

A. Alessandri, “La legge delega n. 366 del 2001: un congedo dal diritto penalesocietario”, *Corriere Giuridico*, 2001, N. 12, pp. 1545 – 1553

A. Gullo, “Il reato proprio: dai problemi tradizionali alle nuove dinamiche d’impresa”, Giuffrè, 2005

A. Levitt discorso presso NYU Center for Law and Business, 28 settembre 1998

A. M. Goel, A.V. Thakor, “Why do firms smooth earnings?”, *The Journal of Business*, Vol. 76, No. 1 (January 2003), pp. 151-192

A. Manna, in A. Cadoppi, S. Canestrari, A. Manna, M. Papa, “Diritto penale dell’economia – Tomo II”, UTET Giuridica, 2019

A. Perini, “I “fatti materiali non rispondenti al vero”: harakiri del futuribile “falso in bilancio”?”, *Diritto Penale Contemporaneo*, 2015, consultato presso https://www.penalecontemporaneo.it/upload/1429626806Perini_2015a.pdf

A. Rocco “Il dolo nella falsità dei bilanci delle società commerciali”, *Rivista penale*, 1941, Fascicolo I, pag. 3 e ss

AA.VV., “False comunicazioni sociali: presidio dell’informazione societaria o delitto ostacolo?”, in “Studi in ricordo di Giandomenico Pisapia – Vol. I”, Giuffrè, 2000

- ACFE – Report to the nations on occupational fraud and abuse, 2018
- ACFE – Report to the nations on occupational fraud and abuse, 2020
- ACFE, “Cooking the Books: What Every Accountant Should Know About Fraud”, No. 92-5401. Self-study Workbook: 12, 1993
- ACFE, “Using Benford’s law to detect fraud”, 2018, presso: https://www.acfe.com/uploadedFiles/Shared_Content/Products/Self-Study_CPE/UsingBenfordsLaw_2018_final_extract.pdf
- B. E. Needles *et al.*, “Earnings Management: A Review of Selected Cases”, MED -Journal of Accounting Institute, 2018
- B. J. van Praag, “Earnings Management: Empirical Evidence on value relevance and Income smoothing”, Amsterdam: Thela Thesis, 2001
- B. K. B. Kwok, “Accounting Irregularities in Financial Statements – A Definitive guide for Litigators, Auditors and Fraud Invedtigators”, Gower Publishing, 2005
- B. M. Barber, J. D. Lyon, “Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics”, Journal of Financial Economics, 1996, No. 41, pp. 359 – 399
- C. Benussi, “I nuovi delitti di false comunicazioni sociali e la rilevanza penale delle false valutazioni”, Diritto Penale Contemporaneo, 2016, consultato presso: https://www.penalecontemporaneo.it/upload/1472456635BENUSSI_2016a.pdf
- C. Durtschi, W. Hillison, C. Pacini, “The Effective Use of Benford’s Law to Assist inDetecting Fraud in Accounting Data”, Journal of Forensic Accounting, 2004, Vol.V, pp. 17 – 34
- C. Florio, “La verifica di impairment nella prospettiva delle politiche di earnings management. Profili teorici ed evidenze empiriche”, FrancoAngeli Editore, 2011
- C. Pedrazzi, “Profili penali dell’informazione societaria”, in AA.VV., “L’informazione societaria”, Giuffrè, 1982
- C. Pedrazzi, “Società commerciali (disciplina penale)”, in Dig. disc. pen., UTET, 1998

Cambridge Dictionary, consultabile presso
<https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/>

Cass. Pen., Sez. V, 02/12/2011, N. 14759

Cass. Pen., Sez. V, 12/01/2016, N. 890

Cass. Pen., Sez. V, 30/07/2014, N. 33774

Cass. Pen., SS.UU., 27/05/2016, N. 22474

Charles W. Mulford and Eugene E. Comiskey, "The Financial Numbers Game - Detecting Creative Accounting Practices", John Wiley & Sons Inc., 2002

Codice di Commercio 1882 – consultato presso
<http://www.antropologiagiuridica.it/codecomit82.pdf>

Codice Penale per il Regno D'Italia 1889 – consultato presso
<http://www.antropologiagiuridica.it/cp1889.pdf>

Commissione di studio di diritto societario ODCEC di Modena, "Il falso in bilancio nell'ultima riforma del 2015", 2016

Corte Suprema di Cassazione, Ufficio del massimario, "Rassegna della giurisprudenza di legittimità – gli orientamenti delle sezioni penali. Anno 2015", Gennaio 2016

D. Cressey, "Other People's Money, A Study in the Social Psychology of Embezzlement", Patterson Smith, 1953

D. G. Banks, "Benford's law Made Easy", Fraud Magazine, 1999, Issue September/October

Deloitte, "Ten things about bankruptcy and fraud - A review of bankruptcy filings", 2008, consultato presso https://bankruptcyfraud.typepad.com/Deloitte_Report.pdf

Disegno di legge n. 19, comunicato alla presidenza il 15 marzo 2013, consultato presso <http://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/00699371.pdf>

E. Dolcini, G. L. Gatta, "Codice Penale commentato – Tomo III", IPSOA, 2015

- E. Fama, L. Fischer, M. Jensens, R. Roll, “The Adjustment of Stock Prices to New Information”, *International Economic Review*, 1969m Vol. 10, No. 1, pp 1 – 21
- E. I. Altman, “Corporate financial distress - a complete guide to predicting, avoiding, and dealing with bankruptcy”, Wiley, 1983
- E. I. Altman, “Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy”, *The Journal of Financ*3, 1968, Vol. 23, No. 4, pp. 589 – 609
- E. I. Altman, J. “Corporate Financial Distress and Bankruptcy”, John Wiley & Sons, 1993
- E. Kirkos *et al.*, “Data Mining techniques for the detection of fraudulent financial statements”, *Expert Systems with Applications*, 2007, Vol. 32, pp. 995 – 1003
- E. Musco, “I nuovi reati societari”, Giuffrè Editore, 2007
- F. Antolisei, “Manuale di Diritto Penale – Volume primo”, Dott. A. Giuffrè editore, 2007
- F. D’Alessandro, “La riforma delle false comunicazioni sociali al vaglio del Giudice di legittimità : davvero penalmente irrilevanti le valutazioni mendaci?”, *Giurisprudenza italiana*, 2015, N. 10
- F. Giunta, L. Bini, F. Dainelli, “Verifica della base informativa per l’analisi di bilancio: le azioni di manipolazioen contabile”, *Controllo di Gestione*, 2014, Vol. 2, pp. 5 – 17
- F. Mucciarelli, “Le “nuove” false comunicazioni sociali: note in ordine sparso”, *Diritto Penale Contemporaneo*, 2015, N. 2
- F. Restelli, “Progetto di legge intorno alle società commerciali”, in “Dell' Influenza Delle Associazioni Industriali E Commerciali Sulla Prosperità Pubblica Dei Più Congrui Mezzi Per Tutelarle. Memoria Dell’Avvocato Francesco Restelli”, Presso L’I.R. Istituto, 1845
- F. S. Aghghaleh *et al.*, “Detecting Financial Statement Frauds in Malaysia: Comparing the Abilities of Beneish and Dechow Models”, *Asian Journal of Accounting and Governance*, 2016, Vol. 7, pp. 57 – 65

F. Superti Furga, “Riflessioni sulla novella legislativa concernente il falso in bilancio in una prospettiva economico-aziendalistica”, Le Società, 2015

Financial Accounting Standards Board (FASB), Statement of Financial Accounting Concepts No. 5

Financial Accounting Standards Board (FASB), Statement of Financial Accounting Concepts No. 6

G. Canzio, L. D. Cerqua, L. Luparia, “Diritto Penale delle società – Tomo Primo”, CEDAM, 2014

G. D. Pisapia, “Il reato di false comunicazioni sociali”, Rivista italiana di diritto e procedura penale, 1964, pag. 768 e ss

G. E. Colombo, “Il falso in bilancio e le oscillazioni del pendolo”, Rivista delle Società, 2002, N. 2 – 3, pp. 421 – 448

G. M. Zack, “Financial Statement Fraud – Strategies for Detection and Investigation”, John Wiley & Sons, Inc., 2013

Giroux, G., “Detecting earnings management”, Wiley, 2004

Giroux, G., “Financial analysis: A user approach”, Wiley, 2003

Healy, P. M., & Wahlen, J. M., “A review of the earnings management literature and its implications for standard setting”, Accounting Horizons, 1999, No. 13, pp. 365–383.

I P. E. Darmawan et al., “Accrual Earnings Management and Real Earnings Management: Increase or Destroy Firm Value?”, International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding, 2019, Vol. 6, Issue 2, pp. 8 – 19

I. Caraccioli, “Reati di mendacio e valutazioni”, Dott. A. Giuffrè Editore, 1962

I. Shuli, “Earnings management and the quality of the financial reporting”, Perspectives of Innovations Economics and Business, 2011, Volume 8, Issue 2, pp. 45 – 48

International Federation of Accountants (IFAC), “Guide to Using ISAs in the Audits of Small- and Medium-Sized Entities VOLUME 2 — PRACTICAL GUIDANCE”

ISA Italia 240, “Le responsabilità del revisore relativamente alle frodi nella revisione contabile del bilancio”

J. Bowyer Bell, “Cheating: Deception in war & magic, games & sports, sex & religion, business & con games, politics & espionage, art & science”, St Martin's Press, 1982

J. Boyle, “An Application of Fourier Series to the Most Significant Digit Problem”, The American Mathematical Monthly, 1994, Vol. 101, No. 9, pp. 879 – 886

J. C. Dolley, “Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups”, Harvard Business Review, 1933, Vol. 11, No. 3, pp. 316 – 326

J. F. Brazel *et al.*, “Using Nonfinancial Measures to Assess Fraud Risk”, Journal of Accounting Research, 2009, Vol. 47, No. 5

J. J. Jones, “Earnings Management During Import Relief Investigations”, Journal of Accounting Research, 1991, Vol. 29, No. 2, pp. 193 – 228

J. L. Perols, B. A. Lougee, “The relation between earnings management and financial statement fraud”, Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting, 2011, Issue 27, pp. 39 – 53

J. MacCarthy, “Using Altman Z-score and Beneish M-score Models to Detect Financial Fraud and Corporate Failure: A Case Study of Enron Corporation”, International Journal of Finance and Accounting, 2017, Vol. 6, No. 6, pp. 159 – 166

J. R. Graham, “The economic implications of corporate financial reporting”, Journal of Accounting and Economics, 2005, 40, pp. 3 – 73

J. Ronen, V. Yari, “Earnings management: emerging insights in theory, practice and research”, Springer Science and Business Media, 2008

K. Ramana, H. Shahrur, “Relationship-specific investments and earnings management: Evidence on corporate suppliers and customers”, The Accounting Review, 83, pp. 1041–1081

Katherine Schipper, “Commentary on earnings management”, *Accounting Horizons*, December 1989, pp. 91-102

L. Conti, “Diritto penale commerciale – Vol. I”, UTET, 1980

L. E. DeAngelo, “Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders”, *The Accounting Review*, 1986, Vol. 61, No. 3, pp. 400 – 420

L. Gao, R. P. Srivastava, “The Anatomy of Management Fraud Schemes: Analyses and Implications”, *Indian Accounting Review*, 2011, Vol. 15, No. 1, pp. 1-23

Legge 4 giugno 1931, n. 600, Art. 2, consultato presso <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:legge:1931-06-04;660>

M. Allegrini et al., “Le frodi aziendali. Frodi amministrative, alterazioni di bilancio e computer crime”, FrancoAngeli Editore, 2003

M. D. Beneish, “Detecting GAAP Violation: Implications for Assessing Earnings Management among Firms with Extreme Financial Performance”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 1997, Vol. 16, pp. 271 – 309

M. D. Beneish, “The Detection of Earnings Manipulation”, *Financial Analysts Journal*, 1999, Vol. 55, No. 5; pp. 24 – 36

M. D. Benesih, C. M. C. Lee, D. C. Nichols, “Fraud Detection and Expected Returns”, 2012, consultato presso http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1998387

M. Gambardella, “Il “ritorno” del falso in bilancio, tra fatti materiali rilevanti, fatti di lieve entità e fatti di particolare tenuità”, *Cassazione Penale*, 2015, N. 5

M. Kozlov, J. Hurtado-Guarin, P. Trakulhoon, “Forensic Accounting: Detecting Financial Fraud”, *WorldQuant Perspectives*, 2018

M. Nigrini, “A Taxpayer Compliance Application of Benford’s Law”, *The Journal of the American Taxation Association*, 1996, Vol. 18, pp. 72 – 91.

M. Sterpos, “La riforma delle false comunicazioni sociali l. 27 maggio 2015, n. 69”, *Il nuovo diritto delle società*, 2016, Vol. 2

- M. Walker, “How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management”, *Accounting and Business Research*, 2013 Vol. 43, No. 4, pp. 445 – 481
- N. A. Aris *et al.*, “Fraud Detection: Benford's Law vs Beneish Model”, *IEEE Symposium on Humanities, Science and Engineering Research (SHUSER)*, 2013
- N. H. Anh e N. H. Linh, “Using the M-score Model in Detecting Earnings Management: Evidence from Non-Financial Vietnamese Listed Companies”, *VNU Journal of Science: Economics and Business*, 2016, Vol. 32, No. 2, pp. 14 – 23
- N. Mazzacuva, E. Amati, “Diritto Penale dell’economia”, CEDAM, 2016
- National Commission on Fraudulent Financial Reporting (NCFRR), “Report of the National Commission on Fraudulent Financial Reporting”, 1987
- Organismo Italiano di Contabilità (OIC), “OIC 11 – Finalità e postulati del bilancio d’esercizio”
- P. Hribar, D. C. Nichols, “The Use of Unsigned Earnings Quality Measures in Tests of Earnings Management”, *Journal of Accounting Research*, 2007, Vol. 45, No. 5, pp. 1017 – 1053
- P. M. Dechow e D. J. Skinner in “Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators”, *Accounting Horizons*, 2000, Vol. 14, No. 2, pp. 235 – 250
- P. M. Dechow *et al.*, “Detecting Earnings Management”, *The Accounting Review*, 1995, Vol. 70, No. 2, pp. 193 – 225
- P. M. Dechow, W. Ge, C. R. Larson, R. G. Sloan, “Predicting Material Accounting Misstatements”, *Contemporary Accounting Research*, 2011, Vol. 28, No. 1, pp. 17 – 82
- P. M. Healy, “The effect of bonus schemes on accounting decisions”, *Journal of Accounting and Economics*, 1985, Vol. 7, pp. 85 – 107
- P. S. Mantone, “Using Analytics to Detect Possible Fraud – Tools and Techniques”, John Wiley & Sons, Inc., 2013

P. S. Mohanram, “How to manage earnings management”, Accounting World, 2003, Vol. 10, No. 1, pp. 1 - 12

R. Bricchetti, L. Pistorelli, “Per le “non quotate” la tenuità del fatto salva dalla condanna”, Guida al Diritto, 2015, N. 26, pp. 64 – 66

R. Cimini, “The selective misrepresentation of financial information due to earnings management. Theoretical background, models and empirical evidence from the European Union”, G. Giappichelli Editore, 2015

R. Duncan, “Twenty pressures to manage earnings”, The CPA Journal, July 2001

R. Verona, “Le politiche di bilancio. Motivazioni e riflessi economico-aziendali”, Giuffrè Editore, 2006

Relazione del Ministro Guardasigilli Grandi al Codice Civile del 1942, consultato presso <https://www.consiglionazionaleforense.it/web/cnf/collana-studi-storici-e-giuridici>

Relazione ministeriale al D.lgs. 11 aprile 2002, n. 61, consultata presso https://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/2002_61_Relazione.pdf

Rubino, “Le false comunicazioni sociali. Aspetti giuridici, economici, pratici”, Edizioni Le Penseur, 2019

S. E. Bonner, “Fraud Type and Auditor Litigation: An Analysis of SEC Accounting and Auditing Enforcement Releases”, The Accounting Review, 1998, Vol. 73, No. 4, pp. 503-532

S. E. McVay, “Earnings Management Using Classification Shifting: An Examination of Core Earnings and Special Items”, The accounting review, 2006, Vol. 81, No. 3, pp. 501 – 531

S. Newcomb, “Note on the Frequency of Use of the Different Digits in Natural Numbers”, American Journal of Mathematics, 1881, Vol. 4, No. 1, pp. 39 – 40

S. P. Kothari, A. J. Leone, C. E. Wasley, “Performance matched discretionary accrual measures”, Journal of Accounting and Economics, 2005, No. 39, pp. 163 – 197

S. R. Hepworth, "Smoothing Periodic Income", *The Accounting Review*, 1953, Vol. 28, No. 1, pp. 32-39

S. Roychowdhury, "Earnings management through real activities manipulation", *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 42, pp. 335 – 370 *Contemporary Accounting Research* Vol. 27 No. 3 (Fall 2010) pp. 889–922

S. Seminara, "False comunicazioni sociali, falso in prospetto e nella revisione contabile e ostacolo alle funzioni delle autorità di vigilanza", *Diritto Penale e Processo*, 2002, N. 6

S. Seminara, "La riforma dei reati di false comunicazioni sociali", *Diritto penale e processo*, 2015, N. 7

T. Padovani, "Il cammello e la cruna dell'ago. I problemi della successione di leggi penali relativi alle nuove fattispecie di false comunicazioni sociali", *Cassazione Penale*, N. 5

Treccani vocabolario online, consultabile presso <http://www.treccani.it/vocabolario/>

V. Manes, "La nuova disciplina delle false comunicazioni sociali", *Diritto Penale Contemporaneo*, 2016, consultato presso: https://archiviodpc.dirittopenaleuomo.org/upload/1455797076MANES_2016a.pdf

V. Napoleoni, "Valutazioni di bilancio e false comunicazioni sociali: lineamenti d'una indagine dopo l'attuazione della quarta direttiva CEE", *Cassazione Penale*, 1994

W. H. Beaver, "Financial Reporting: An Accounting Revolution", Prentice Hall, 1998

W. S. Albrecht "Iconic Fraud Triangle endures – Metaphor diagram helps everybody understand fraud", *Fraud Magazine*, July/August, 2014

Webster's new world dictionary, Houghton Mifflin Harcourt Publishing Company, 2014

Z. Rezaee, "Causes, consequences, and deterrence of financial statement fraud", *Critical Perspectives on Accounting*, 2005, Vol. 16, pp. 277 – 29

DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT
Corso di Laurea Magistrale in Amministrazione, Finanza e Controllo
Cattedra di Revisione aziendale, tecnica e deontologia professionale

EARNINGS MANAGEMENT E FALSO IN BILANCIO: PROFILI TEORICI
ED EVIDENZE EMPIRICHE

ABSTRACT

RELATORE

Chiar.mo Prof.

Alessandro Mechelli

CANDIDATO

Cataldi Giacomo

Matr. 704911

CORRELATORE

Chiar.ma Prof.ssa

Maria Federica Izzo

L'obiettivo del presente elaborato è quello di approfondire due tematiche fortemente legate tra loro: l'*earnings management* e la frode contabile.

Il lavoro è articolato in due parti: la prima incentrata sull'analisi dei profili teorici inerenti alle due fattispecie, la seconda di natura empirica.

La prima parte si compone di tre capitoli, incentrati sull'analisi della letteratura relativa ai temi in oggetto; la seconda parte, invece, si compone del quarto, ed ultimo, capitolo, in cui si è proceduto ad un'analisi empirica, applicando uno dei modelli precedentemente descritti ad un campione di imprese italiane.

Nel primo capitolo si affrontano, prima autonomamente e poi mettendoli in relazione tra di loro, i fenomeni dell'*earnings management* e della frode contabile.

Una definizione univoca dell'*EM* non è rintracciabile in letteratura: infatti ogni definizione tende a prediligere alcuni aspetti del fenomeno a discapito di altri, anche adattandosi al contesto empirico e di ricerca in cui viene proposta.

Dall'analisi delle molteplici definizioni proposte in letteratura [Schipper (1989); Healy e Wahlen (1999); Mulford e Comiskey (2002); Goel e Thankor (2003); Gyroux, (2003 e 2004); Wolker (2013); Cimini (2015); El Diri (2018)] sono emersi alcuni elementi comuni:

- l'*EM* riguarda solamente la comunicazione economico-finanziaria rivolta ai soggetti esterni;
- l'*EM* porta ad una rappresentazione non più neutrale dei fatti di gestione;
- l'alterazione dei valori di bilancio è di natura intenzionale;
- la possibilità per il management di porre in essere politiche di *EM* deriva dalla presenza in bilancio di poste valutative e dai margini di discrezionalità che ne derivano;
- lo scopo ultimo dell'*EM* è quello di far apparire il bilancio differente da quello reale;
- sebbene si tratti di *earnings management*, gli utili non sono l'unica voce di bilancio che una politica di *EM* altera, per via del sistema della partita doppia.

Pertanto, dalla lettura sistematica delle definizioni emerge che l'*earnings management* si sostanzia nell'alterazione intenzionale, attraverso l'esercizio della discrezionalità concessa al management e sfruttando le asimmetrie informative, dei valori esposti nel bilancio d'esercizio e nella comunicazione economico finanziaria indirizzata ai soggetti terzi.

Posto che lo scopo ultimo, comune a tutti i casi, dell'*EM* sia far apparire il bilancio in modo diverso da quello reale e privo di alterazioni, ogni caso di *earnings management* è alimentato da una differente motivazione che spinge il management ad alterare i saldi di bilancio.

Anche nella classificazione delle motivazioni non esiste un'impostazione unica e condivisa in letteratura. Tra i principali modelli di classificazione delle motivazioni risultano quello proposto da Duncan (2001) e quello definito da El Diri (2018).

La classificazione di Duncan individua tre diverse fonti di incentivi all'*EM*: I) *External Forces*; II) *Company Culture*; III) *Personal Factors*.

La classificazione di El Diri (2018), si articola anch'essa in tre macro-categorie di motivazioni: I) *Contracting Motives*; II) *Capital Market Motives*; III) *Third-Party Motives*.

Le politiche di *earnings management*, relativamente alle modalità della loro implementazione, sono suddivisibili in due tipologie: *real earnings management (REM)* e l'*accrual earnings management (AEM)*.

La differenza tra le due tipologie è legata all'effettivo oggetto dell'alterazione: le concrete operazioni di gestione nel caso del *REM*, gli *accruals* nel caso dell'*AEM*.

Le effettive tecniche di implementazione del *real earnings management* sono: I) *Overproduction*; II) *Reduction of discretionary expenditure*; III) *Sales manipulation*; IV) *Timing of asset sale*.

Per quanto riguarda l'*AEM*, una tassonomia di assoluto rilievo è stata fornita nel 1998 dall'allora *chairman* della SEC A. Levitt: "*Big bath*" *charges*; *Creative acquisition accounting*; *Miscellaneous "cookie jar reserves"*; *Materiality*; *Revenue recognition*.

Quando si parla di *accrual earnings management* è sempre fondamentale tenere conto che l'*AEM* è come un prestito "intertemporale" di utili tra differenti periodi contabili, e che quindi vi sarà un momento – *accruals reversal* – in cui gli *accruals* produrranno un effetto uguale e contrario a quello originario.

Al *REM* ed all'*AEM* si aggiunge la tecnica del *classification shifting*, che consiste nello spostamento (*shifting*) di costi e ricavi in differenti voci all'interno del conto economico, non alterando il risultato economico in sé, ma influenzando sui saldi delle singole componenti del conto economico, che sono comunque un elemento informativo per il lettore del bilancio.

Inquadrato così il fenomeno dell'*earnings management*, si può iniziare l'analisi della frode contabile, procedendo in maniera speculare, rendendo più agevole l'individuazione dei tratti comuni e delle differenze che esistono tra i due.

Anche per la frode contabile (o falso in bilancio, o ancora *financial statement fraud*) la letteratura economico-contabile propone molteplici definizioni, per lo più provenienti da organismi specializzati in materia (*ACFE, NCFRR, AICPA, MEF*).

La lettura sistematica di queste definizioni permette di delineare la frode contabile come un atto intenzionale, e quindi non un mero errore, il cui lo scopo risulta l'ottenimento di un beneficio per sé o per altri mediante la manipolazione dei dati comunicati attraverso il bilancio. La manipolazione materiale, che quindi incide sulle scelte che i terzi prendono facendo affidamento sulla comunicazione economico-finanziaria dell'impresa, si sostanzia nell'omissione di fatti rilevanti o nella loro infedele rappresentazione.

Nel discutere circa le motivazioni alla base della frode contabile è ricorrente in letteratura il riferimento al "triangolo della frode", che identifica tre elementi la cui contemporanea esistenza risulta necessaria a che una frode possa compiersi: Opportunità; Incentivi e Razionalizzazione.

Una tassonomia della *financial statement fraud* particolarmente ampia ed articolata, rintracciabile nella letteratura sul tema, è quella proposta da Zack e che si articola in 4 macro-categorie, (*Revenue-based schemes; Asset-based schemes; Expense and liability schemes; Other financial reporting schemes*) ciascuna delle quali prevede ulteriori specifiche modalità di manipolazione del bilancio.

Inquadrati, allora, i fenomeni di *earnings management* e di falso in bilancio, si può provare a definire quale rapporto intercorra tra i due e, nello specifico, quando una politica di *EM* sfoci nella frode contabile.

Individuare una netta linea di confine tra *EM* e *FSF* risulta quasi impossibile, ed allora in letteratura si ricorre spesso alla conformità con i principi contabili di riferimento per distinguere i due fenomeni.

Così ogni alterazione dei valori contabili, che ricada all'interno della discrezionalità permessa dai *GAAP* viene ricondotto all'*EM*; contrariamente, la frode contabile viene individuata ogni qual volta le manipolazioni operate dal management oltrepassano i confini della discrezionalità consentita dai *GAAP* – diventando un fenomeno di *GAAP-violation*.

Tuttavia, non tutti gli autori concordano sull'utilizzo della *GAAP compliance* come elemento

distintivo: anche la “dimensione” della deviazione dai *GAAP* sembra essere un ulteriore elemento per definire quale sia il confine tra *EM* e *FSF*.

In ultima istanza, si evidenzia che quando il management compie azioni di *earnings management*, negli esercizi successivi si trova ad affrontarne le conseguenze (i *reversal*) o a mettere in atto scelte contabili fraudolente proprio per compensare queste conseguenze.

Avendo inquadrato il fenomeno della frode contabile (*rectius* falso in bilancio) dal punto di vista prettamente economico-aziendale, questo elaborato intende illustrare la normativa che l'ordinamento giuridico nazionale prevede in relazione alle manipolazioni contabili, ossia la disciplina delle false comunicazioni sociali.

L'analisi intende ripercorrere le principali tappe normative che dal 1882 ad oggi hanno segnato l'evoluzione delle disposizioni relative al reato di false comunicazioni sociali (o, più comunemente, falso in bilancio).

Nel contesto nazionale il primo riferimento normativo al falso in bilancio è rinvenibile negli articoli 246 e 247 n.1 del Codice di Commercio del 1882, in cui il legislatore individua per la prima volta delle sanzioni per le false comunicazioni sociali.

Il primo intervento modificativo della norma risale al 1930 ed accorpa in un'unica fattispecie quelle di cui agli artt. 246 e 147 n.1 del Codice del Commercio del 1882. Questa prima riforma comporta un severo inasprimento delle pene, che, come risulta dalla lettura della relazione a S.M. il Re del Ministro Guardasigilli, risponde all'ideologia fascista ed alla concezione del ruolo dell'impresa nell'economia pubblica.

Con l'emanazione Regio Decreto 16 marzo 1942 n. 262 nasce il Codice Civile, all'interno del quale viene trasposta, nell'art. 2621 n. 1, la disciplina delle false comunicazioni sociali, caratterizzata da una riduzione della cornice edittale e dalla prima apparizione del lemma “non rispondenti al vero”, invece dell'aggettivo “falsi”.

Dall'inserimento nel codice del 1942 sino alla riforma del 2002, la disciplina delle false comunicazioni sociali vive un sessantennio pressoché privo di qualsivoglia modifica. Anche dal punto di vista dell'applicazione giurisprudenziale il reato di false comunicazioni sociali vive un periodo di scarsa attività, almeno fino alla fine degli anni '80.

Nel contesto delle indagini per corruzioni dell'inizio del XX secolo, il falso in bilancio sembra essere un “grimaldello”, utilizzato dagli inquirenti, nell'ambito della lotta alla corruzione.

Così, per porre fine a queste tendenze repressive, si avverte l'esigenza di una riforma organica del settore penale societario.

La riforma del 2002 – attuata mediante il D.lgs. 11 aprile 2002, n. 61 – introduce nell'ordinamento, agli artt. 2621 c.c. e 2622 c.c., due fattispecie relative alle false comunicazioni sociali, rubricate rispettivamente “False comunicazioni sociali” e “False comunicazioni sociali in danni dei soci o creditori”.

La riforma, attraverso una serie di modificazioni significative della previgente normativa, realizza una generale e sostanziale depenalizzazione dei reati di false comunicazioni sociali. Le principali modifiche apportate dalla riforma riguardano:

- la duplice struttura del reato: contravvenzionale per la fattispecie di cui all'art. 2621 c.c. e delittuosa per quella di cui all'art. 2622 c.c.;
- l'eliminazione dell'avverbio “fraudolentemente”, sostituito dalla più chiara esplicitazione della condotta, individuabile nella dicitura “con l'intenzione di ingannare i soci o il pubblico e al fine di conseguire per sé o per altri un ingiusto profitto”;
- l'introduzione delle c.d. soglie di rilevanza., al di sotto delle quali la falsità diveniva trascurabile e che hanno generato delle c.d. fasce di impunità.

La riforma del 2002 è oggetto di aspre critiche da parte della dottrina, tanto da spingere il legislatore nel 2005 ad operare una riforma “minore” – attuata mediante la Legge 28 dicembre 2005, n. 262 – che però ha apportato modifiche di scarso rilievo.

Nell'ambito della c.d. “Legge Anticorruzione” – Legge 27 maggio 2015, n. 69 – il legislatore del 2015 riforma nuovamente la disciplina delle false comunicazioni sociali, riportando la fattispecie nell'alveo del delitto anche in assenza di danno patrimoniale e superando così quella depenalizzazione che aveva caratterizzato il precedente intervento normativo.

Punto fondamentale di questo intervento di riforma è certamente l'eliminazione delle soglie di rilevanza, accompagnata dall'introduzione *ex-novo* degli artt. 2621-*bis* e 2621-*ter* c.c. per graduare il trattamento sanzionatorio.

Infine, con la riforma del 2015 il reato di false comunicazioni sociali si configura come reato di pericolo concreto, eliminando ogni rilevanza dell'esistenza o meno di un danno patrimoniale e tenendo fuori dalla fattispecie quelle difformità sostanzialmente irrilevanti e non idonee a generare nel destinatario della comunicazione un inganno.

La disciplina introdotta dalla riforma del 2015, vista l'assenza di successivi interventi normativi in materia di false comunicazioni sociali, costituisce la normativa ad oggi vigente.

L'elaborato intende approfondire gli elementi fondamentali della normativa vigente: i soggetti attivi; il veicolo della falsità; il dolo e la condotta; le questioni del falso "qualitativo" e "valutativo".

I soggetti attivi, espressamente individuati dalla legge, sono gli unici che possono commettere il reato in oggetto, che pertanto è un reato proprio. Si tratta di un elenco tassativo, in cui rientrano i soggetti impegnati nelle funzioni di amministrazione e controllo della società, cui si aggiungono i soggetti che formalmente non rivestono una delle cariche menzionate dalla norma, ma sostanzialmente ne svolgono le medesime funzioni.

L'oggetto attraverso cui si esplica il reato di false comunicazioni sociali, ossia il veicolo della falsità, è espressamente individuato dalla normativa stessa nei bilanci, nelle relazioni o nelle altre comunicazioni sociali dirette ai soci o al pubblico.

Sin dalla formulazione del 1882, il reato di false comunicazioni sociali si configura come doloso, ma il legislatore non ha mancato, nel susseguirsi delle riforme, di plasmare in modo differente l'elemento psicologico del reato.

Nella disciplina introdotta dalla riforma del 2002 si richiedeva la contemporanea presenza di tre forme di dolo: generico, specifico ed intenzionale.

L'attuale disciplina, introdotta con la riforma del 2015, ha escluso la necessità del dolo intenzionale, ma soprattutto – inserendo l'avverbio "consapevolmente" – ha definitivamente escluso il dolo eventuale.

La condotta antigiuridica atta ad integrare la fattispecie di false comunicazioni sociali, invece, è rimasta pressoché invariata sin dalla sua formulazione nel Codice del 1882 ed è realizzabile mediante due modalità alternative: una condotta commissiva (falso per rappresentazione) ed una condotta omissiva (falso per reticenza); con la precisazione che la falsa rappresentazione o omissione riguardi "fatti materiali rilevanti", che siano idonei ad "indurre altri in errore".

Come anticipato, la riforma attuata nel 2015 ha introdotto *ex novo* due fattispecie "di favore" relative esclusivamente alla previsione dell'art. 2621 c.c.: "fatti di lieve entità" (art. 2621-*bis* c.c.) e la "non punibilità per particolare tenuità" (art. 2621-*ter* c.c.).

La fattispecie dei “fatti di lieve entità” contiene due distinte modalità di valutazione della “lieve entità”. La prima tiene conto della natura e delle dimensioni della società e delle modalità o degli effetti della condotta; la seconda, invece, presume la lieve entità ogni volta che il fatto riguarda una società che non superi i limiti indicati dal secondo comma dell’articolo 1 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267 (che individua le imprese soggette a fallimento e concordato preventivo nella L. Fallimentare).

La fattispecie della “non punibilità per particolare tenuità” ha il compito di coordinare le false comunicazioni sociali con l’art. 131-*bis* del Codice Penale, stabilendo i criteri di valutazione della “particolare tenuità”, da valutare considerando “in modo prevalente” l’entità dell’eventuale danno cagionato alla società, ai soci o ai creditori.

Infine, sono oggetto di analisi due particolari tipologie di falso – quello c.d. “qualitativo” e quello c.d. “valutativo” – che hanno determinato un acceso dibattito dottrinale sulla loro rilevanza penale.

Il falso “qualitativo” consiste in alterazioni non incidenti sul risultato economico o sull’entità complessiva del capitale, ma soltanto sulla rappresentazione che ne viene fornita. Il dibattito relativo a tale tipologia di falso è nato in seguito all’introduzione delle soglie di rilevanza, la cui eliminazione ad opera della riforma del 2015 ha determinato la piena rilevanza penale del falso “qualitativo”.

Il falso “valutativo”, che attiene alle valutazioni operate dagli amministratori nel determinare alcune voci di bilancio (ad esempio ammortamenti e svalutazioni), ha determinato nel tempo l’assunzione, in giurisprudenza, di posizioni ondivaghe, culminate con l’enunciazione nel 2016 da parte delle SS.UU. della Cassazione del principio per cui il falso “valutativo” sussiste quando, in presenza di criteri normativi e/o tecnici, ci si discosta da essi consapevolmente e senza darne adeguata informazione, in modo da indurre concretamente in errore gli utilizzatori del bilancio.

Il terzo capitolo, che abbandona l’ambito giuridico per ritornare in quello economico-aziendale, tratta differenti modelli, proposti in letteratura, finalizzati all’individuazione dell’*earnings management* e delle frodi contabili.

Infatti, il fenomeno dell’*EM* ha suscitato l’interesse di diversi ricercatori, ognuno dei quali ha proposto un proprio modello per individuare (*detect*) la presenza di *earnings management*, a

volte proponendone di assolutamente innovativi, altre volte correggendo ed integrando modelli già esistenti.

La prima tipologia di modelli trattata è quella di *earnings management detection*, che quindi hanno come obiettivo l'individuazione dei fenomeni di *EM* – inteso come alterazione non fraudolenta – attraverso la misurazione degli *accruals* e le loro variazioni nel corso del tempo.

Il primo modello, presentato da Healy nel 1985, nasce da una ricerca finalizzata ad individuare una relazione tra scelte contabili legate agli *accruals* e l'utile netto in presenza di schemi retributivi legati al risultato contabile. Healy è il primo autore a dividere i *total accruals (TA)* in *discretionary accruals (DA)*, sui quali gli amministratori hanno possibilità di agire, e *non discretionary accruals (NDA)*, che sono fuori dal controllo dei redattori del bilancio. Stimando i *NDA* come media dei *TA* divisi per i *Total assets* dell'esercizio precedente, il modello individua la presenza di *EM* nelle deviazioni dalla media.

Sulla base degli studi di Healy, De Angelo – nel 1986 – propone un modello fondato *sull'event period approach* e sull'assunzione di fondo che la variazione dei *NDA* (che peraltro sono la componente più grande dei *TA*) sia in media pari a 0.

L'autrice, allora, propone di confrontare i *total accruals* di due periodi successivi ed individua nella variazione (c.d. *abnormal accruals*) la presenza di *EM*, dovuta ad una variazione dei *DA*.

Nel 1991 Jones definisce un nuovo modello, nato nell'ambito della ricerca sulla relazione tra *EM* ed investigazioni per l'*import relief* condotte dalla *U.S. International Trade Commission (ITC)*.

Il modello – applicando rigorosamente l'*event study approach* – consiste, innanzitutto, nel calcolare attraverso un modello di regressione (sui *total assets*, le variazioni delle *revenues* e delle *Property Plant and Equipment*) i *normal accruals*, ovvero gli *accruals* dell'*estimation period*, nel quale si presume non vi sia stata alcuna alterazione intenzionale dei saldi contabili. Si procede poi con la stima dei *non discretionary accruals* per l'*event period* e dunque, per differenza, il calcolo dei *discretionary accruals* che Jones assume come *proxy* dell'*EM*.

Nel 1995 la Dechow ed altri autori riadattano il modello di Jones per superarne quella che avevano identificato come una limitazione: aver considerato le *revenues* un elemento dei *non discretionary accruals*, andando così a fornire una stima distorta dei *discretionary accruals*. Gli autori propongono di superare tale limitazione tenendo conto, nella stima dei *NDA*, delle

variazioni dei *receivables* (crediti commerciali) tra l'*estimation period* e l'*event period*, assumendo che tale variazione sia causata dalla presenza di *EM*.

L'ultimo modello presentato è quello di Kothari *et al.*, pubblicato nel 2005, che consiste in un'ulteriore versione modificata del modello di Jones. Nello specifico Kothari propone un modello che tenga conto anche delle *performance* dell'impresa ed individua come miglior stimatore delle performance il *ROA*.

Questo modello ha il pregio di tenere conto dei "*normal earnings management*", ossia un livello di *discretionary accruals* coerente con il loro livello di performance. Infatti, classifica come *earnings management firms* quelle che "gestiscono" i risultati contabili più di quanto ci si aspetti, dato il loro livello di performance.

Kothari *et al.* propongono anche un ulteriore approccio, il "*matching on ROA*" o "*matched-firm approach*", che prevede l'individuazione di una *control firm* nella stessa industria e con un *ROA* quanto più simile possibile alla *treatment firm* per compararne gli *accruals*. In questo modo la presenza di *earnings management* è individuata in quelle imprese che mostrano *DA* più elevati (*abnormal*) rispetto ad un'altra impresa con le stesse performance all'interno dello stesso contesto economico.

La seconda tipologia di modelli trattata è quella di *earnings manipulation detection*, che quindi hanno l'obiettivo di rilevare i fenomeni di frode contabile attraverso metodologie statistiche per l'analisi dei saldi riportati in bilancio e le variazioni intercorse tra due esercizi successivi.

Il principale modello di *earnings manipulation detection* è quello pubblicato da Beneish nel 1999. Questo modello si compone di 8 variabili (*DSRI, GMI, AQI, SGI, DEPI, SGAI, LVGI e TATA*), costruite ricorrendo a differenti voci di bilancio, che tengono conto delle variazioni registrate tra un esercizio ed il successivo per individuare le manipolazioni contabili.

Il modello prevede il calcolo del valore di ciascuna delle 8 variabili, per poi inserirle in una formula lineare – costruita dall'autore mediante regressione – il cui *output* è uno *score (M-score)*.

L'*M-Score* così ottenuto viene poi confrontato con un *cut-off value*, e da questo confronto si determina se l'impresa è identificata o meno come manipolatrice dal modello.

Il principale pregio di questo modello è quello di essere di semplice applicazione, perché richiede di utilizzare informazioni contenute nel bilancio ed applicare le formule previste dal modello stesso. Tuttavia, come tutti i modelli che prevedono la stima dei parametri da

utilizzare, è fortemente limitato dal contesto spazio-temporale in cui viene costruito, e quindi in cui i parametri sono stimati.

Per questo motivo, nel 2014, Giunta ed altri autori hanno deciso di costruire – sulla base del modello di Beneish – un modello che fosse applicabile alla realtà economica italiana, caratterizzata dalla presenza di PMI.

Per adattare il modello a contesto italiano, gli autori hanno innanzitutto riconfigurato gli indici e successivamente stimato i nuovi coefficienti con cui calcolare lo *score*. Infine, hanno determinato il valore di *cut-off* per individuare le imprese potenzialmente manipolatrici.

Indizi per l'individuazione delle frodi possono essere ottenuti anche mediante l'applicazione della legge di Benford, una legge statistica che si basa sulla distribuzione di frequenza delle cifre che compongono un numero e sul fatto che i numeri che iniziano per 1 o 2 hanno una frequenza maggiore di quelli che iniziano per 8 o 9. La *Benford's law* può essere utilizzata per individuare le frodi in bilancio, perché quando i numeri vengono manipolati tendono a deviare in maniera significativa dalla frequenza attesa.

Con una costruzione simile al modello di Beneish, nel 2011 Dechow *et al.* propongono un modello di *manipulation detection* focalizzato su 5 aree (*Accruals Quality; Performance; Non financial measures; Off-balance-sheet activities; Market-based measures*) all'interno di ciascuna delle quali individua una o più variabili.

La principale differenza applicativa tra questo modello e quello di Beneish, è che mentre il secondo restituisce direttamente lo *score* da confrontare con il *cut-off value*, il modello di Dechow consiste nel calcolare attraverso una formula lineare il c.d. *predicted value*, che dovrà poi essere convertito – attraverso dei semplici passaggi matematici – nel c.d. *F-Score*, da confrontare con il *cut-off value*.

Similmente ai modelli sopra descritti, anche quello proposto da Altman nel 1968 prevede l'applicazione di una formula lineare, con coefficienti e variabili basate sui valori di bilancio, che restituisce uno *score* (*Z-Score*), il cui significato emerge nel confronto con dei *cut-off values*.

Sebbene si tratti di modello ideato per identificare imprese in difficoltà finanziaria (*financial distress*), lo *Z-score* viene utilizzato nell'ambito della *fraud detection* sulla base dell'ipotesi per cui imprese in difficoltà finanziaria sono considerate propense alla manipolazione dei dati contabili riportati in bilancio.

Anche l'utilizzo degli indici di bilancio (*ratio analysis*) per individuare possibili manipolazioni è considerato un altro strumento, nelle mani dei lettori del bilancio, per individuare possibili casi di frode, attraverso una lettura sistematica degli stessi ed osservandone l'andamento nel corso dei periodi contabili.

Il quarto ed ultimo capitolo di questo elaborato ha natura empirica e consiste nell'applicazione del modello proposto da Giunta *et al.* ad un campione di 100 imprese italiane, relativamente ai bilanci dell'esercizio 2019.

L'analisi si è sviluppata costruendo il campione di 100 imprese attraverso la consultazione del *database* AIDA. In particolare, sono state selezionate casualmente 10 Divisioni ATECO, per ciascuna delle quali sono state inserite nel campione le prime 10 imprese per Ricavi delle vendite e delle prestazioni, procedendo alla sostituzione di imprese per le quali i dati fossero assenti, incompleti o organizzati in modo tale da essere incompatibili con l'applicazione delle formule.

Costruito il campione si è proceduto a calcolare lo *score* associato a ciascuna delle imprese selezionate e poi all'analisi – principalmente attraverso la consultazione del fascicolo di bilancio – delle 5 imprese che sono risultate individuate come manipolatrici.

Si è infine proceduto all'applicazione del modello ed all'analisi dei risultati anche ad un'impresa di controllo – la Bio On S.p.A. – per la quale sono state recentemente avviate indagini per la contestazione del reato di false comunicazioni sociali.

L'analisi effettuata ha portato ad evidenziare alcuni rilievi relativi all'applicazione del modello ed a concludere che quest'ultimo possiede la capacità di individuare imprese con anomalie contabili ed è in grado di indirizzare un analista esterno verso le aree di bilancio maggiormente anomale.