

*Dipartimento di Impresa e Management*  
*Corso Magistrale di Consulenza aziendale*  
*Cattedra di Tecnica e deontologia professionale*

***FAIR VALUE E IFRS 13. PRIME EVIDENZE DAL  
MONDO DELL'INTERMEDIAZIONE  
CREDITIZIA.***

RELATORE

Prof. Alessandro Mechelli

CANDIDATO

Emanuele Ferrari

CORRELATORE

Prof. Alessandro Musaio

Matr. 661831

ANNO ACCADEMICO 2014-2015

## *FAIR VALUE E IFRS 13. PRIME EVIDENZE DAL MONDO DELL'INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA.*

Il funzionamento di un sistema economico, può essere garantito esclusivamente dall'efficienza delle transazioni che in esso avvengono, le quali a loro volta, necessitano di un sistema di diffusione delle informazioni che sia coerente e funzionale ai processi di valutazione operati dagli agenti. Notoriamente, le imprese svolgono un ruolo fondamentale nel sistema economico, il quale viene influenzato dalle vicende che ad esse afferiscono. Lo strumento storicamente deputato alla diffusione delle informazioni, dalle imprese verso i mercati, è rappresentato dal bilancio d'esercizio. Il bilancio di esercizio è uno strumento che nasce quindi con lo scopo di rendere edotti i vari soggetti che costituiscono il mercato, rispetto all'andamento di una impresa. Tra questi possiamo individuare i soggetti interni all'impresa stessa, che attraverso una chiara, trasparente e puntuale rendicontazione, ha modo di valutare lo sviluppo della propria attività; un altro soggetto questa volta esterno all'impresa, ma fortemente interessato all'andamento di un'azienda, è rappresentato dal fisco, che attraverso la documentazione fornita e certificata dall'impresa stessa, ha modo di determinare la base imponibile sulla quale calcolare l'imposta da esigere. La platea di soggetti esterni che rappresenta il numero più consistente di individui interessati ad avere informazioni rispetto al corso dell'attività svolta da un'impresa, è però rappresentata dai finanziatori societari attuali e potenziali. Questi devono assumere delle

decisioni rispetto alla possibilità di investire o meno il proprio tempo, impegno e patrimonio, in una specifica attività. Per prendere questa decisione è chiaramente necessario per l'investitore effettuare una stima del valore dell'impresa, per poter determinare il giusto prezzo al quale egli possa decidere di partecipare al rischio di tale attività.

Perché il bilancio possa assumere effettivamente un ruolo in questo processo estimatorio, è necessario che le informazioni in esso contenute siano *value relevant*.

I valori di bilancio sono *value relevant* nella misura in cui incorporano informazioni utili agli investitori per fare previsioni circa il valore dell'azienda oggetto di valutazione. Per verificare la *value relevance* dei valori di bilancio, la letteratura di solito verifica l'esistenza di un'associazione statisticamente significativa fra il valore di bilancio oggetto di esame ed un indicatore sintetico del valore economico dell'impresa, solitamente rappresentato dalla sua quotazione di borsa. Si assume infatti che il mercato grazie a sue precipue caratteristiche, sia in grado di determinare, attraverso il processo di incontro tra domanda ed offerta, un prezzo che riesca a rappresentare in maniera coerente e corretta, il valore delle partecipazioni al capitale di rischio delle società in esso quotate. Nella letteratura economica degli ultimi anni, la *value relevance* ha rappresentato un elemento di acceso dibattito. Il fermento generatosi ha dato luogo allo sviluppo di una serie di ricerche tra le quali è possibile citare il contributo di numerosi studiosi tra i quali: Ball, Brown e Beaver, i quali hanno dato, si potrebbe affermare, i natali agli studi in questo ambito, ma anche Barth, Thomas, Song e Yi e nel panorama nazionale, Ferraro, Mechelli, Silvestri, per fare solo alcuni nomi. All'unanimità, si potrebbe affermare, questi ricercatori hanno individuato l'esistenza di una relazione significativa tra i valori esposti in bilancio ed i prezzi ai quali queste le azioni vengono scambiate sui mercati regolamentati. Un altro aspetto comune alle varie ricerche, è rappresentato dall'evidenza che esistano comunque delle sistematiche differenze tra il valore del patrimonio netto calcolato su base

bilancistica e la capitalizzazione di mercato. Questa differenza sorge per una serie di ragioni, tra le quali evidentemente una non perfetta corrispondenza tra il valore di attività e passività valutate secondo i criteri di valutazione suggeriti dai principi contabili nazionali ed il loro effettivo valore economico. Una soluzione a questa problematica, è rappresentata dall'introduzione di nuovi principi che valorizzano i processi di negoziazione attraverso i quali sono individuati i valori effettivi degli *asset*. A decorrere dal primo gennaio del 2013, per le imprese obbligate ad adottare i principi contabili internazionali, viene previsto di dover fornire una informativa esaustiva e puntuale rispetto alle voci valutate secondo i processi di determinazione del valore di tali attività e passività, su di una base ispirata ai processi di mercato, segnatamente le valutazioni al *fair value*. Questa ulteriore previsione, se da un lato permette di aumentare ipoteticamente l'affidabilità dell'informativa finanziaria e con essa, la sua significatività da un punto di vista informativo nelle valutazioni operate dagli investitori, dall'altro comporta il rischio che i redattori dei bilanci, quando si trovano nella condizione per la quale esiste una asimmetria informativa tra loro ed il mercato, possano profittare della discrezionalità che il ricorso al *fair value* in sede di valutazione permette, per occultare i propri comportamenti opportunistici.

Proprio al fine di indagare gli effetti collegati all'introduzione del *fair value*, ma più nel particolare del principio IFRS 13, si intende proseguire nel percorso di studi relativi alla *value relevance*, individuando come obiettivo dichiarato di questa tesi la ricerca di evidenze rispetto all'esistenza o meno di una relazione statisticamente significativa tra le poste contabili valutate al *fair value* e le valutazioni del mercato rispetto alle imprese. Più ancora nello specifico, lo studio è incentrato sull'analisi della variazione della *value relevance* delle voci di bilancio, al variare della loro classe di appartenenza alla gerarchia del *fair value*, secondo le indicazioni fornite dal principio in parola. Sulla base di un processo ed uno studio teorico, si ritiene che la correlazione tra i valori di bilancio espressi al *fair value* ed il valore di mercato delle imprese, sia

effettivamente positivo e statisticamente significativo; a questa previsione si può in aggiunta attendere di osservare una variazione in crescendo dei coefficienti di relazione statistica, all'aumentare dell'affidabilità che si ritiene possiedano i differenti livelli della citata gerarchia.

Al fine di creare un percorso logico, che permetta di giungere alla fase di ricerca empirica con un impianto teorico sufficientemente solido e delineato, si è optato per una suddivisione del lavoro in cinque capitoli, così suddivisi e composti:

Un **primo capitolo** nel quale vengono trattati i più comuni strumenti di valutazione delle aziende, con una particolare attenzione ai modelli utilizzati in maniera maggiormente diffusa nei processi di stima di carattere finanziario, attraverso i quali è possibile determinare il valore di un'azienda sulla base di elementi per l'appunto di natura finanziaria, i quali rappresentano gli *input* logicamente più coerenti nella valutazione di un'attività, quale può essere considerata una partecipazione. I primi metodi di valutazione che vengono analizzati sono rappresentati dai metodi patrimoniali. Essi sono basati su valutazioni fondate su valori di tipo stock contenuti nei bilanci d'esercizio. Una stima basata su questi principi può ritenersi fondata quando si ritiene che l'impresa generi un rendimento in linea con il ritorno atteso dai fornitori di capitale di rischio. Quando la valutazione viene invece strutturata sul concetto di attualizzazione dei flussi di cassa, è possibile studiare i così detti metodi reddituali, nati dalla considerazione apparentemente concorde dell'intera dottrina aziendalistica, che la stima del capitale economico di un'impresa, debba essere valutato sulla scorta di metodologie basate su di un processo di attualizzazione dei redditi che verranno prodotti dall'azienda nei periodi successivi; questa considerazione nasce dalla premessa logica che un'azienda ha un suo valore specifico, in quanto idonea a produrre un flusso di redditi in un futuro più o meno esteso. Una via intermedia tra i due modelli appena descritti è invece rappresentata dai così chiamati "metodi misti" Questi modelli di valutazione si basano sulla considerazione che in processo di valutazione del

valore dell'azienda, gli investitori prendano in considerazione entrambi i parametri di valutazione (reddito e patrimonio) secondo dei coefficienti di ponderazione, che possono di volta in volta essere modificati in base a considerazioni specifiche del valutatore. Questo criterio anticipa il modello sviluppato nel 1995 da J.A. Ohlson. Quando la determinazione del valore di una società viene operata su imprese che hanno stabilito di quotarsi sui mercati regolamentati, le metodologie descritte fino a questo punto lasciano spazio ad altri criteri di valutazione. I modelli che assumono come *input* di valutazione informazioni fornite dalle imprese al mercato con i vari documenti informativi di carattere contabile e non, certificati da revisori e sottoposti ad un incessante controllo da parte di operatori di mercato ed istituti di vigilanza specificamente costituiti, sono rappresentati da *Dividend Discount Model* e dal metodo dei multipli. Il primo si ispira direttamente ai metodi reddituali descritti nella prima parte del capitolo, individuando i flussi da attualizzare nell'insieme delle entrate e delle uscite di cassa sostenute dai possessori dei titoli rappresentativi di una quota del capitale di rischio. Il metodo dei multipli a sua volta, si basa sulla legge del prezzo unico, secondo la quale sul mercato il prezzo rispecchia le aspettative di tutti gli operatori. Se questa legge è verificata sui mercati, e si assume che ciò sia vero, allora è probabilmente possibile confrontare le imprese su delle singole dimensioni, in particolare su quei valori che solitamente vengono utilizzati dagli investitori per determinare il prezzo dei titoli azionari. In ultimo, è opportuno ricordare l'esistenza di elementi anche non di natura finanziaria, solitamente rispecchianti aspettative ed interessi personali di investitori o amministratori, che comportano uno scostamento fra i valori attesi determinati su di una base teorica e puramente finanziaria, ed i valori osservati sui mercati. Tali elementi di distorsione creano scostamenti non misurabili in maniera oggettiva, poiché variano al variare del singolo soggetto che opera l'offerta o presenta una domanda di acquisto sul mercato.

Nel **secondo capitolo** viene analizzato il ruolo dell'informativa finanziaria nei

processi di valutazione, come fonte per reperire le informazioni e gli elementi necessari all'implementazione di una stima del valore di mercato dell'impresa. In tale contesto viene valutato il ruolo dell'IFRS 13 nel panorama finanziario, come strumento atto a garantire l'affidabilità dell'informativa di bilancio. Questo aspetto assume un ruolo fondamentale in un sistema economico moderno e globalizzato, dove le imprese hanno l'opportunità di espandere la loro produzione verso l'esterno in maniera potenzialmente e virtualmente illimitata. La realizzazione di nuovi piani di sviluppo di fatti, richiede necessariamente nuovo capitale, che non sempre le banche sono in grado od intenzionate a fornire. In determinate condizioni poi la credibilità e solidità di un'impresa o di un marchio, fanno sì che il pubblico sia in condizioni di accordare una tale fiducia all'impresa, da essere disposto ad investire il proprio capitale in essa, ad un costo che potrebbe rivelarsi per la stessa, alle volte inferiore a quello rappresentato dagli interessi che dovrebbero essere versati ad istituti di finanziamento classici. Perché il pubblico di investitori possa riversare la propria fiducia nei confronti di una specifica impresa, è però necessario che essa gli fornisca tutte le informazioni necessarie per comprendere le aspettative di sviluppo e prima ancora il proprio livello di rischio e affidabilità. Affinché si rivelino un utile strumento di decisione, le informazioni devono permettere agli investitori di formulare delle valutazioni rispetto a:

1. entità dei flussi attesi;
2. la cadenza temporale dei flussi di cassa attesi;
3. il rischio associato ai flussi di cassa attesi.

Le comunicazioni fornite dalle società devono costituire quindi, uno strumento attraverso il quale l'investitore, attuale o potenziale, possa essere in grado di formulare una valutazione razionale dell'impresa. In questa affermazione risiede il concetto di *value relevance* dell'informazione. Perché l'informazione

possa essere *value relevant*, è indispensabile quindi che non sia affetta e che anzi, rappresenti un rimedio alle asimmetrie informative e più in generale alle inefficienze che caratterizzano il mercato. Un'informazione considerata *value relevant*, è in primo luogo caratterizzata da un alto grado di affidabilità; in proposito il *Conceptual Framework* del FASB, individua le due caratteristiche principali che deve possedere un'informazione perché possa ritenersi affidabile: rappresentare in maniera veritiera il suo contenuto e che sia caratterizzata da verificabilità. Un grande passo in questa direzione è stato compiuto grazie all'introduzione dei principi contabili internazionali, in particolare grazie all'IFRS 7 prima, ed all'IFRS 13 poi, in ragione soprattutto della previsione relativa all'esplicitazione dei criteri di determinazione del valore di specifiche poste di bilancio, agendo così direttamente sul criterio della verificabilità. Nello specifico, i principi contabili nel loro complesso introducono tra varie previsioni, l'adozione del principio di valutazione al *fair value*. Il *fair value* in sé, a condizione che le valutazioni operate dagli amministratori vengano condivise dagli agenti di mercato, ha il ruolo di avvicinare con una certa efficacia, il valore bilancistico dell'impresa a quello di mercato, rendendo il bilancio uno strumento che con qualche correzione, permette di addivenire ad una corretta e coerente valutazione dell'impresa. L'introduzione di specifici e stringenti requisiti informativi previsti dall'IFRS 13, permette di garantire alle valutazioni operate al *fair value*, e di conseguenza al bilancio, quelle caratteristiche di verificabilità e chiarezza, indispensabili perché un investitore possa fare affidamento sulle informazioni in esso contenute. Avere una chiara cognizione delle fonti e dei processi di valutazione utilizzati per determinare il valore delle varie voci di bilancio, consente di fatti all'investitore di operare delle considerazioni avvedute sul processo di stima, di confidare con un certo livello di affidabilità sulle asserzioni degli amministratori e di poter in definitiva, giungere in maniera più economica e pratica ad una valutazione corretta e coerente dell'impresa.

Nel **terzo capitolo** viene analizzato il concetto di *value relevance*; in particolare



la ricerca inizia con un'analisi di una serie di studi incentrati su questa questione che, a partire dalle ricerche di Ball Brown e Beaver del 1968, individuano in maniera quasi univoca l'esistenza di una relazione tra i valori economici delle imprese, ed i valori espressi nei loro bilanci d'esercizio. Per poter determinare il valore e la forza di questa relazione, è necessario conoscere dei modelli specifici che permettono di esplicitare statisticamente e numericamente questa relazione. Questi strumenti econometrici si basano sullo studio di differenti relazioni; più nel dettaglio è possibile distinguerli in tre categorie: *price models*, *return models* ed i *balance sheet models*. I primi analizzano la relazione esistente tra valori espressi nei bilanci d'esercizio ed un indicatore sintetico del valore economico dell'impresa (tendenzialmente il prezzo di borsa), i secondi mirano a quantificare il valore della relazione esistente fra le variazioni nei rendimenti delle azioni e le variazioni dei loro prezzi, mentre gli ultimi si basano su di un meccanismo più semplice, individuando il valore dell'impresa per differenza fra valore dell'attivo e del passivo. Trai vari modelli descritti, quello di maggior interesse ai fini della ricerca sviluppata nell'elaborato, è rappresentato dal modello di Ohlson sviluppato nel 1995. In particolare il modello modificato di Ohlson sarà oggetto approfondito di analisi, per descrivere nello specifico gli elementi necessari ad implementarlo ed avere una chiara visione del valore e dell'interpretazione che è possibile dare ai risultati di un tale modello di regressione.

Il **quarto capitolo** è dedicato all'analisi di quelle questioni di carattere statistico-econometrico, la cui conoscenza per lo meno di base, è indispensabile per poter affrontare con cognizione di causa un processo di ricerca statistica incentrato su fenomeni economici. La conoscenza, seppur limitata, di tali fenomeni pare a mio avviso, necessaria per valutare in maniera critica i risultati empirici, e per correggere dove possibile il processo di analisi, in maniera tale da prevenire per quanto possibile tali fenomeni. In questo ambito verranno analizzati separatamente i fenomeni di carattere squisitamente statistico da quelli invece derivati da motivazioni più prettamente economiche.

Le distorsioni di tipo statistico sono riconducibili, in linea di massima, alla disomogeneità del campione selezionato che influenza i risultati in ragione della differente dimensione delle imprese in esso contenute ovvero a causa di specifiche vicende e caratteristiche delle stesse, senza considerare poi l'effetto che variabili omesse possono provocare sui risultati delle regressioni. Le distorsioni di natura economica sono invece ravvisabili nelle caratteristiche delle imprese e dei mercati, che in buona approssimazione sono comunque collegati al concetto di efficienza dei mercati.

Il **quinto capitolo** contiene il fine di tutto il lavoro teorico compiuto, che può definirsi fino a questo punto, preparatorio allo sviluppo della ricerca empirica per indagare la *value relevance* dell'IFRS 13. In questo ultimo capitolo viene anzitutto proposta la descrizione del contesto nel quale si scelto di studiare il fenomeno in questione, ricordando il percorso di adozione dei principi contabili internazionali, con esplicito riferimento all'introduzione dell'IFRS 7 prima e dell'IFRS 13 poi, in ragione del significativo contributo da essi apportato al fine di garantire e migliorare per lo meno nelle intenzioni, la significatività e l'affidabilità delle valutazioni al *fair value* e più in generale del bilancio nel suo complesso. Presentata questa contestualizzazione, è stata illustrata una sintetica classificazione degli studi che si sono occupati di *value relevance*, per comprendere quale è lo scopo per il quale le ricerche in materia siano state condotte dai vari ricercatori. La tassonomia degli studi in materia di significatività individua due filoni di ricerca principali: gli *information content studies* e gli *association studies*. Mentre i primi indagano l'effetto che la diffusione di determinate informazioni produce sulle transazioni, sia in termini di volumi che di valori, i secondi mirano ad individuare l'esistenza di relazioni significative tra i valori espressi nei bilanci d'esercizio e le valutazioni di carattere economico sul valore dell'impresa stessa. L'individuazione di tali categorie risulterà in una certa misura funzionale a comprendere il percorso più opportuno da seguire per analizzare e studiare la *value relevance* dell'IFRS 13. Per formalizzare l'obiettivo della ricerca viene, nel capitolo,

preventivamente ripercorso il concetto di *value relevance* nella letteratura, evidenziando come in conseguenza del contributo sia dell'IFRS 7 in Europa che del principio statunitense SFAS 17 per migliorare l'affidabilità dell'informativa finanziaria, sia stata individuata l'esistenza di una correlazione significativa tra i valori di bilancio ed i prezzi di borsa (che si assume in questa sede ed in genere negli studi economici, forniscano una buona approssimazione del valore economico delle società). Sulla base della valutazione dei risultati accademici e delle valutazioni formulate nel corso dei precedenti capitoli a proposito del relativamente nuovo principio IFRS 13, viene presentata un'ipotesi che si tenterà di validare o confutare empiricamente. Ci si chiede in proposito se esista, e se in tal caso risulti significativa, una relazione statistica fra il valore di mercato delle imprese ed il valore espresso al *fair value* di attività e passività iscritte in bilancio, e se questa relazione permetta di osservare dei valori che rispecchino la differente attendibilità attesa dei vari livelli della gerarchia del *fair value*.

Per verificare la possibilità di accettare ovvero rifiutare l'ipotesi formulata, si è ritenuto quindi di sviluppare un'analisi empirica per studiare la correlazione fra i valori di bilancio specificamente individuati ed i prezzi, assumendo come campione un insieme di istituti bancari. Nonostante l'interesse che si può nutrire per istituti di questo genere, non è l'importanza del loro ruolo nel sistema economico ad aver determinato la scelta della banche come oggetto della ricerca. La decisione di selezionare un campione composto da banche, è stata assunta sulla base dello specifico contenuto delle sue attività e passività, le quali sulla scorta delle previsioni dei principi IAS/IFRS, vengono per una parte rilevante valutate attraverso il *fair value*, la cui significatività, alla luce delle nuove previsioni introdotte dall'IFRS 13, è oggetto primario di ricerca. Per effettuare la regressione in maniera coerente, si è rivelato necessario filtrare il campione sulla base di specifiche caratteristiche individuate e spiegate in maniera approfondita nel capitolo. In questa sede è sufficiente ricordare che a seguito del processo di scrematura il campione comprenderà un

insieme di 169 istituti. Per determinare quindi a livello quantitativo la relazione esistente fra i valori espressi al loro *fair value* nei bilanci e le quotazioni di borsa di queste imprese, in base ad una serie di considerazioni sul percorso logico da seguire, si è optato per adottare una versione modificata del modello di Ohlson espressa dalla seguente relazione metodologica

$$\begin{aligned}
 MV(it) = & \alpha(0) + \alpha(1)talone + \alpha(2)taltwo + \alpha(3)talthree - \alpha(4)tllone \\
 & - \alpha(5)tlltwo - \\
 & - \alpha(6)tllthree + \alpha(7)netinc + \alpha(8)bvnonfv
 \end{aligned}$$

dove i valori *talone*, *taltwo* e *talthree* rappresentano il valore che le attività presenti rispettivamente nel primo, secondo e terzo livello della gerarchia, assumono per l'impresa *i*-esima; *tllone*, *tlltwo* e *tllthree* rappresentano a loro volta i corrispondenti valori per le passività nelle medesime classi della gerarchia; *netinc* rappresenta il valore dei ricavi e *bvnonfv* a sua volta rappresenta il valore assunto dal patrimonio netto di tale azienda. Tale relazione permette di esplicitare separatamente i coefficienti di correlazione relativi al rapporto esistente fra ogni classe della gerarchia del *fair value* sia per le attività che per le passività, il reddito ed il patrimonio netto, con il prezzo al quale le azioni delle singole imprese bancarie vengono negoziate sui mercati regolamentati.

Applicando in fine tale modello al campione selezionato si ottengono dei risultati eccezionalmente aderenti alla previsione teorica che vengono riassunti nella seguente tabella:

linear regression.		Year 2014				
mv	Coef.	Std Err.	t	P> t	95% Conf. Interval	
ni l	2,943159	0,6888542	4,27	0,000	1,58274	4,303578
talone l	0,777863	0,0776917	10,01	0,000	0,6244428	0,9313098
taltwo l	0,7620345	0,0778904	9,78	0,000	0,6082087	0,9158604
talthree l	0,7369955	0,1067184	6,91	0,000	0,5262371	0,9477539
tlone l	-0,6475716	0,1763061	-3,67	0,000	-0,9957588	-0,2993844
tltwo l	-0,7843056	0,0847447	-9,25	0,000	-0,951668	-0,6169431
tlthree l	-0,6970198	0,1168101	-5,97	0,000	-0,9277082	-0,4663314
bnonfv l	0,8155472	0,0733837	11,11	0,000	0,6706217	0,6904728
intercept l	549,9382	233,0569	2,36	0,019	89,66835	1010,208
number obs	169					
r- squared	0,9441					

Tali risultati mostrano che:

Il *fair value* di primo livello è più *value relevant* del *fair value* di secondo, che a sua volta è più *value relevant* del *fair value* di terzo livello. Ciò può essere desunto dal valore dei coefficienti e delle statistiche t.

Questi risultati presentano un livello di affidabilità tale da non poter essere ragionevolmente rigettati. Oltre a confermare la previsione che grazie all'introduzione del principio contabile IFRS 13 con le sue previsioni finalizzate a favorire la trasparenza e la verificabilità dell'informativa finanziaria, gli agenti di mercato possano riporre la loro fiducia sulle affermazioni e sulle valutazioni operate dagli amministratori, viene obbiettivamente dimostrato che, all'aumentare del livello di oggettività dell'informazione si riduce lo sconto applicato dagli operatori ai valori esposti in bilancio, aumentando in definitiva il livello di significatività del *fair value*.

È possibile quindi, sulla base del processo logico adottato e delle risultanze dello studio empirico, affermare che le informazioni fornite dal bilancio d'esercizio ed in particolare dalla gerarchia del *fair value* sono effettivamente *value relevant*, con una significatività che si modifica al variare della classe della gerarchia alla quale appartengono le voci valutate, ed in definitiva al modificarsi dell'affidabilità degli *input* e dei processi di valutazione al *fair value* adottati.