



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI "M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

Earnings Management

Analisi della qualità dei documenti contabili

RELATORE:

CH.MO PROF Michele Fabrizi

LAUREANDO: Mario Primus

MATRICOLA N 1114808

ANNO ACCADEMICO 2019 - 2020

Non è da me, ma sarebbe ingiusto non dedicare almeno una pagina a tutte le persone che mi sono state vicine fino ad ora, che mi hanno motivato e mi hanno spinto a dare il meglio di me.

Per cominciare devo ringraziare il mio relatore, il professor Fabrizi, ha indovinato l'argomento giusto da assegnarmi per questa prova finale.

Ringrazio i miei cari genitori, che mi hanno sempre sostenuto e mi hanno permesso di arrivare fino a questo momento. Non mi stancherò mai di rendervi fieri.

Ringrazio gli amici con cui sono cresciuto, siete davvero troppi per elencarvi tutti. Avete contribuito a rendermi quello che sono, come una seconda famiglia, condividendo con me davvero tanti pezzi di vita.

Ringrazio tutte le altre persone con cui ho condiviso molto in questi anni, i compagni di corso, i miei folli cugini, i miei amici stretti: quelle persone che sono contento di aver trovato e con cui sono felice di poter coltivare un rapporto genuino.

Ringrazio l'Accademia della SETEsv, per tutte le persone che mi ha fatto conoscere, i momenti che mi ha fatto vivere e per avermi insegnato un altro modo di interpretare la vita. Siamo una squadra incredibile!

Per ultima, ma sicuramente non meno importante, ringrazio Martina, la mia amorevole metà. Grazie per essere sempre presente nelle mie giornate.

Poche righe non bastano per esprimere tutto quello che siete per me...

Grazie per il vostro supporto.

Mario

Indice

Introduzione.....	7
1) Il bilancio d'esercizio.....	9
1.1) Informazioni preliminari, struttura, fonti e principi di redazione.....	9
1.2) Lo stato patrimoniale.....	11
1.3) Il conto economico.....	18
2) Earnings Management.....	21
2.1) Descrizione e principali politiche adottate.....	21
2.2) Le cause degli Earnings Management.....	24
2.3) Il metodo di Penman.....	27
3) Applicazione delle diagnostiche previste da Penman.....	39
3.1) Il caso Netflix.....	39
3.2) Diagnostiche per la rilevazione di manipolazioni delle vendite.....	40
3.3) Diagnostiche per la rilevazione di manipolazioni dei costi.....	42
3.4) Altre diagnostiche.....	50
Conclusioni.....	53
Bibliografia.....	55

Introduzione

L'elaborato si propone di studiare le pratiche di Earnings Management e di testare le diagnostiche previste dal metodo di analisi della qualità dei documenti contabili messo a punto dal professor Penman.

Nel primo capitolo si parlerà del documento contabile per eccellenza, ovvero il bilancio di esercizio, fondamentale per poter comprendere l'andamento di una società. Verranno approfonditi in modo particolare il conto economico e lo stato patrimoniale, dei quali ne verranno esplicate tutte le voci.

Nel secondo capitolo si analizzerà poi il fenomeno dell'Earnings Management, studiandone le metodologie principali, le cause che spingono gli amministratori ad adottare politiche aggressive di bilancio e gli effetti che queste pratiche avranno sul futuro delle attività. Si procederà in seguito a spiegare i metodi dell'analisi della qualità della contabilità di Penman, metodi che verranno successivamente applicati nel capitolo 3, dove verranno analizzati i documenti contabili di Netflix Inc.

La scelta di Netflix come caso di studio è stata dettata dalla volontà di mettere alla prova il metodo di Penman applicandolo ad un'azienda molto atipica, testando quindi non solo la qualità dei documenti contabili della società, ma anche il carattere eclettico e le capacità di adattamento del metodo di analisi.

Capitolo 1

Il bilancio d'esercizio

1.1) Informazioni preliminari, struttura, fonti e principi di redazione

Le aziende nel corso della loro vita devono comunicare continuamente con i loro soggetti portatori di interesse, gli stakeholder, i quali a loro volta hanno esigenza di conoscere informazioni per verificare se le loro attese nei confronti delle attività aziendali stanno venendo soddisfatte. Lo strumento pivotale per garantire un'informazione esaustiva e ricorrente sull'andamento della gestione delle imprese è da sempre il bilancio d'esercizio, infatti tutte le società di capitale, le cooperative e i consorzi sono obbligate a redigerlo e a depositarlo presso il registro delle imprese, mentre sono esenti le società di persone, le ditte individuali e i liberi professionisti.

Il bilancio è un insieme di documenti che si propone di rappresentare in modo veritiero e corretto l'andamento economico di un'attività, la sua situazione finanziaria e la sua situazione patrimoniale, usando un sistema di valori di derivazione contabile per descrivere le operazioni svolte, determinando così il risultato di periodo e il capitale di funzionamento. Il bilancio assolve quindi a due finalità: una finalità conoscitiva interna all'impresa e una finalità informativa verso l'esterno, esso fornisce infatti informazioni riguardo la gestione aziendale, il patrimonio dell'azienda, la sua situazione finanziaria e il reddito conseguito nel corso dell'esercizio, in modo che i soggetti esterni possano valutare le attività aziendali intraprese. Il bilancio permette inoltre di effettuare dei confronti nel tempo, per verificare se e come è cambiata la situazione aziendale nel corso degli esercizi, e permettendo confronti con i bilanci delle altre aziende operanti nello stesso settore di mercato, per mettere in relazione la propria performance con quella dei competitor.

Il Codice civile è la fonte principale delle norme di redazione del bilancio, argomento trattato nella sezione IX del titolo V "*Del bilancio*", ovvero gli articoli dal 2423 fino al 2435-ter, i quali ne stabiliscono regole, struttura, criteri di valutazione e principi di redazione al fine di tutelare la chiara e veritiera rappresentazione dell'andamento di una società. L'art. 2423 del Codice civile stabilisce che il bilancio d'esercizio deve essere composto da stato patrimoniale, conto economico, rendiconto finanziario e nota integrativa: il primo e il secondo sono documenti di natura contabile, mentre il terzo consente di analizzare la dinamica finanziaria (fonti e impieghi), con attenzione riguardo il reperimento e l'utilizzo delle risorse monetarie, migliorando significativamente l'informazione sulla situazione finanziaria; la nota integrativa (art. 2427 c.c.) invece ha funzione di esplicitare i criteri di valutazione delle voci di bilancio.

Queste quattro componenti del bilancio d'esercizio vanno infine corredate da una relazione degli amministratori contenente un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato, anche attraverso imprese controllate, con particolare riguardo ai costi, ai ricavi e agli investimenti, nonché una descrizione dei principali rischi e incertezze a cui la società è esposta (art. 2428 c.c.). Le società sottoposte alla nomina del collegio sindacale e/o del revisore dei conti dovranno depositare la redazione del collegio sindacale (o del sindaco unico, nei casi in cui è previsto) e/o del revisore legale (art. 2429 c.c.).

Per raccogliere i componenti positivi e negativi del periodo e determinare il risultato d'esercizio si usa il conto economico, mentre i valori che vengono "sospesi" e trasferiti agli esercizi successivi vengono riportati nello stato patrimoniale; gli elementi che vengono trasferiti agli esercizi successivi vengono detti "gestione incompiuta" e costituiscono il capitale di funzionamento. Dopo aver stabilito i documenti che andranno a comporre il bilancio d'esercizio, l'articolo 2423 del Codice civile stabilisce poi, che esso deve essere redatto con chiarezza, e che deve fornire una rappresentazione veritiera e corretta della situazione e dell'andamento della società; questi vengono definiti i principi fondamentali a cui far fede mentre si esegue la redazione del bilancio. Tramite la chiarezza si intende garantire una comprensione su come si sono formati i risultati dell'esercizio, e a tal proposito vengono disciplinate le strutture dei prospetti e la loro uniformità. Il principio di correttezza invece si estrinseca nel mantenere buona fede oggettiva, e di rispettare le prescrizioni di legge nel rappresentare la situazione dell'azienda. Esistono poi altri diversi principi contabili a cui attenersi, e sono elencati nell'articolo 2423-*bis* del Codice civile:

- a) Il principio di prudenza, che vieta di iscrivere a bilancio ricavi non ancora realizzati ma obbliga ad imputare tutte le perdite, anche solo se presunte e non ancora manifestate.
- b) Il principio di continuità, che impone di valutare gli elementi che compongono il patrimonio con un'ottica di continuazione dell'attività.
- c) Il principio di competenza, che obbliga ad imputare all'esercizio di competenza economica tutte le componenti positive e negative del reddito, a prescindere dalla loro manifestazione finanziaria.
- d) Il principio di costanza, che vieta di modificare i criteri di valutazione da un esercizio all'altro. Qualora vi fossero state modifiche nei criteri di valutazione tra un esercizio e l'altro, è dato obbligo di indicare tali modifiche, indicandone le ragioni e i valori che si sarebbero ottenuti con i precedenti criteri.

- e) Il principio di separazione delle valutazioni invece impedisce di valutare allo stesso modo elementi diversi che andranno a comporre una singola voce di bilancio.

Il Codice civile prevede di poter redigere il bilancio in forme diverse da quella del bilancio ordinario, simili di contenuto ma con diversi gradi di dettaglio, a seconda della dimensione dell'azienda: il bilancio abbreviato, per le piccole imprese (art. 2435-*bis* c.c.), e il bilancio per le microimprese (art. 2435-*ter* c.c.); a queste tre forme si aggiunge il bilancio consolidato, che viene utilizzato per descrivere l'andamento globale di un gruppo di imprese vincolate tra loro da quote di partecipazione. Alcune entità (tra cui le società quotate) sono invece obbligate a redigere il bilancio seguendo i principi contabili internazionali: gli IAS/IFRS¹, meno orientati alla determinazione del risultato economico con logica attendibile e prudentiale ma piuttosto mirati a fornire informazioni rilevanti ai fini decisionali (Parbonetti 2015). Questo capitolo prende in esame il bilancio in forma ordinaria, definito semplicemente "bilancio d'esercizio" dal Codice civile, la forma più completa e dettagliata del prospetto.

I documenti che compongono il bilancio vengono stilati secondo un modello standard, codificato negli articoli del Codice civile sopra riportati. Questa uniformità è stata portata dalla cd. IV Direttiva CEE², che è nata dall'esigenza della Comunità economica europea di armonizzare lo schema di stesura dei bilanci per permetterne la comparazione all'interno dei paesi CEE.

1.2) Lo stato patrimoniale

I professionisti PwC Italia Turrì, Cordova e Portalupi (2020, pag. 980) scrivono: "Lo schema dello stato patrimoniale è previsto dal Codice civile (art. 2424 c.c.) ed è a sezioni contrapposte dei conti dell'attivo, del passivo e del patrimonio netto. Lo schema identifica, nel complesso, nove gruppi principali, così suddivisi":

¹ International Accounting Standards, emanati dalla International Accounting Standards Board (IASB).

² Quarta direttiva 78/660/CEE del Consiglio, 25 luglio 1978.

ATTIVO	PASSIVO
A) CREDITI VERSO SOCI PER VERSAMENTI ANCORA DOVUTI	A) PATRIMONIO NETTO
B) IMMOBILIZZAZIONI	B) FONDI PER RISCHI ED ONERI
C) ATTIVO CIRCOLANTE	C) TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO
D) RATEI E RISCONTI ATTIVI	D) DEBITI
	E) RATEI E RISCONTI PASSIVI

Schema riassuntivo di stato patrimoniale ai sensi dell'articolo 2424 del Codice civile

Turris, Cordova e Portalupi (2020, pag. 980) riportano anche “Lo stato patrimoniale (con una lettura congiunta della nota integrativa) rappresenta il patrimonio aziendale, alla data di riferimento, <<... cioè la situazione patrimoniale dell'azienda e la sua situazione finanziaria nei limiti delle informazioni fornite dalla classificazione, dalla separazione e dall'identificazione per gruppi omogenei delle attività e delle passività, in conformità ai corretti principi contabili>>. Lo stato patrimoniale espone in modo sintetico ma significativo le attività e le passività alla data di riferimento, evidenziando distintamente quei componenti la cui conoscenza è essenziale per comprendere e valutare la situazione dell'impresa. La nota integrativa chiarisce i dati sintetici ed integra le informazioni esposte. La regola generale nella classificazione delle poste di stato patrimoniale è contenuta nel criterio di destinazione: un'attività destinata a permanere in azienda per più di un esercizio si classifica nelle immobilizzazioni; un'attività destinata ad esaurirsi nel ciclo amministrativo è da classificare nell'attivo circolante. Per le passività lo schema di stato patrimoniale prevede la classificazione delle voci per natura del creditore. Il criterio di destinazione vale per gli aspetti finanziari delle passività, ai fini delle identificazioni delle poste a medio-lungo termine.”

L'attivo dello stato patrimoniale è quindi formato da tutte le attività patrimoniali in cui la società ha investito le proprie risorse, le voci elencate vengono appunto anche definite “impieghi”. Verranno da qui spiegati i principali elementi che compongono la sezione dell'attivo:

- A) Crediti verso soci per versamenti non ancora versati: sono crediti derivanti dalla sottoscrizione di quote di capitale della società; per S.r.l., S.p.A. e S.A.P.A. al momento dell'atto i conferimenti in denaro devono essere versati per almeno il 25% dell'importo, i conferimenti in natura invece devono essere eseguiti per intero. Qualora la società

fosse “unipersonale” i conferimenti dovranno essere interamente versati all’atto della costituzione.

B) Immobilizzazioni: l’articolo 2424-*bis* del Codice civile definisce le immobilizzazioni come “elementi patrimoniali destinati ad essere utilizzati durevolmente”; possiamo individuare tre sottocategorie:

I) Immobilizzazioni immateriali: il documento OIC³ 24 fornisce la seguente definizione: “I beni immateriali sono beni non monetari, individualmente identificabili, privi di consistenza fisica e sono, di norma, rappresentati da diritti giuridicamente tutelati” e definisce inoltre che “Un bene immateriale è individualmente identificabile quando: (a) è separabile, ossia può essere separato o scorporato dalla società e pertanto può essere venduto, trasferito, dato in licenza o in affitto, scambiato; oppure (b) deriva da diritti contrattuali o da altri diritti legali”. In questa categoria possiamo identificare brevetti, software, marchi e l’avviamento.

II) Immobilizzazioni materiali: questa categoria di cespiti viene trattata nel documento OIC 16, che riporta: “Le immobilizzazioni materiali sono beni tangibili di uso durevole costituenti parte dell’organizzazione permanente delle società, la cui utilità economica si estende oltre i limiti di un esercizio. Il riferirsi a fattori e condizioni durature non è una caratteristica intrinseca ai beni come tali, bensì alla loro destinazione. Esse sono normalmente impiegate come strumenti di produzione del reddito della gestione caratteristica e non sono, quindi, destinate alla vendita, né alla trasformazione per l’ottenimento dei prodotti della società. Possono consistere in:

- beni materiali acquistati o realizzati internamente;
- beni materiali in corso di costruzione;
- somme anticipate a fronte del loro acquisto o della loro produzione.”

La precedente definizione impone quattro requisiti: tangibilità, uso durevole, utilità pluriennale e ripartizione dei costi sostenuti per rendere fruibile il bene nel corso della sua vita utile. i costi sostenuti per il loro acquisto vengono trasferiti ai prodotti ottenuti tramite l’ammortamento

L’art. 2424 del Codice civile prevede inoltre una suddivisione della voce in cinque sottocategorie: terreni e fabbricati, impianti e macchinari, attrezzature industriali e commerciali, altri beni ed immobilizzazioni in corso e acconti; si nota come sono comprendibili tutti i fattori produttivi che consentono la gestione caratteristica dell’impresa.

³ Documenti emanati dall’Organismo italiano di contabilità (OIC), i quali disciplinano i principi contabili nazionali.

III) Immobilizzazioni finanziarie: sono l'argomento principale esaminato dal documento OIC 21, che riporta: "Le partecipazioni costituiscono investimenti nel capitale di altre imprese". Sotto questa voce dello stato patrimoniale si trovano tutti gli strumenti finanziari che andranno a comporre il patrimonio aziendale durevolmente.

Il Codice civile (art. 2424 c.c.) prevede la divisione in partecipazioni e in crediti verso imprese controllate, imprese collegate, imprese controllanti, verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti e verso altre imprese, in altri titoli e in strumenti finanziari derivati attivi.

C) Attivo circolante: viene riportato sotto questa voce tutto ciò che non è destinato a rimanere per lungo tempo parte del patrimonio della società, la voce infatti è composta da:

I) Rimanenze, sono beni invenduti o avanzati dai cicli produttivi incompiuti nel periodo, e sono destinate al consumo o alla vendita. Le rimanenze si classificano in: materie prime, sussidiarie e di consumo, prodotti in corso di lavorazione e semilavorati, lavori in corso su ordinazione, prodotti finiti e merci.

II) Crediti, i quali "rappresentano diritti ad esigere, ad una scadenza individuata o individuabile, ammontari fissi o determinabili di disponibilità liquide, o di beni/servizi aventi un valore equivalente, da clienti o da altri soggetti" (riportato dal documento OIC 15). Esistono diverse sottocategorie di crediti, a seconda della loro provenienza: crediti verso clienti, verso imprese controllate, verso imprese collegate, verso controllanti, verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti, i crediti tributari, per imposte anticipate e verso altre.

III) Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni, ovvero titoli e partecipazioni societarie di natura non durevole. L'articolo 2424 del Codice civile prevede la seguente classificazione: partecipazioni in imprese controllate, partecipazioni in imprese collegate, partecipazioni in imprese controllanti e partecipazioni in imprese sottoposte al controllo delle controllanti, altre partecipazioni, nonché strumenti finanziari derivati attivi e altri titoli.

IV) Disponibilità liquide, che "possono comprendere moneta, assegni e depositi bancari e postali espressi in valuta. In mancanza di indicazioni specifiche, le disponibilità liquide esposte nello stato patrimoniale si presumono essere immediatamente utilizzabili per qualsiasi scopo della società" (documento OIC 14). Le disponibilità liquide vengono poi suddivise nelle seguenti voci: depositi bancari e postali, assegni, danaro e valori in cassa.

D) Ratei e risconti attivi: sono quote di costi o di ricavi che, rifacendosi alla logica del principio di competenza economica, fanno riferimento a due o più esercizi, ed in virtù di ciò vengono iscritte nello stato patrimoniale. In particolare, il documento OIC 18 definisce: “I ratei attivi rappresentano quote di proventi di competenza dell’esercizio cui si riferisce il bilancio, che avranno manifestazione finanziaria in esercizi successivi. (...) I risconti attivi rappresentano quote di costi che hanno avuto manifestazione finanziaria nel corso dell’esercizio in chiusura o in precedenti esercizi, ma sono di competenza di uno o più esercizi successivi. Essi rappresentano la quota parte dei costi rinviata ad uno o più esercizi successivi.”

Se i beni elencati sotto la voce delle attività dello stato patrimoniale vengono definite impieghi, allora le passività le possiamo definire come “fonti”, perché appunto nel passivo troveremo la provenienza delle risorse che l’azienda ha reperito. Di seguito verranno spiegate le voci che compongono la sezione del passivo:

A) Patrimonio netto: il documento OIC 28 definisce semplicemente che “Il patrimonio netto è la differenza tra le attività e le passività di bilancio”, infatti, al momento della creazione di una società esso coinciderà con il capitale sociale conferito dagli azionisti, e negli esercizi successivi verranno considerati anche accantonamenti, utili e perdite. Il patrimonio netto è formato da capitale sociale e riserve, queste ultime sono accantonamenti prudenziali per assorbire le scosse provocate da eventi imprevisti, ma anche dal normale andamento della gestione. Le riserve di bilancio possono essere disponibili o indisponibili, le prime possono appunto essere utilizzate per fini come l’aumento gratuito del capitale sociale⁴, la copertura delle perdite e rimborso della quota di partecipazione del socio (in caso di recesso); le riserve indisponibili invece restano vincolate alla loro funzione e pertanto non vi si può disporre. Le riserve disponibili poi si possono classificare come distribuibili, se gli utili che compongono la riserva si possono distribuire tra i soci, e indistribuibili se quegli utili non possono essere divisi tra i soci. Talvolta vengono emanate leggi specifiche che consentono l’affrancamento parziale o totale delle riserve, cioè di fronte ad un corrispettivo in denaro, lo Stato consente la distribuibilità degli utili di alcune riserve.

L’articolo 2424 del Codice civile prevede la seguente classificazione:

⁴ Aumento nominale del capitale sociale di una società, cioè non derivante da nuovi conferimenti da parte dei soci ma dall’imputazione a capitale di riserve e altri fondi iscritti a bilancio in quanto disponibili (art. 2481-ter del Codice civile per le S.R.L., art. 2442 del Codice civile per le S.P.A.).

- I) Capitale: esprime il contributo dei soci, viene calcolato tramite la somma algebrica del valore nominale del capitale sociale al momento della costituzione, tutte le sottoscrizioni di aumento di capitale e le eventuali riduzioni.
- II) Riserva da sovrapprezzo delle azioni: come da predisposizione del documento OIC 28 (pagina 4), si iscrivono:
- l'eccedenza del prezzo di emissione delle azioni o delle quote rispetto al loro valore nominale;
 - le differenze che emergono a seguito della conversione delle obbligazioni in azioni
- III) Riserve di rivalutazione: “Per rivalutazione economica è da intendersi l'incremento di valore di alcune attività a fronte di un aumento della relativa riserva da rivalutazione per cause non legate ad andamenti inflazionistici bensì a dinamiche incidenti sulla sostanza economica del valore dei beni” (Trinchese, 2017). Vengono imputati a questa riserva i saldi attivi di rivalutazione in modo da rendere gli utili potenziali indistribuibili fino al momento della loro effettiva realizzazione.
- IV) Riserva legale: la sua finalità è contenere le perdite di bilancio, e prevenire la diretta erosione del capitale sociale. L'articolo 2430 del Codice civile prevede che il 5% degli utili netti annuali devono essere dedotti per costituire la riserva legale, fino a che essa non avrà raggiunto una quota pari al 20% del capitale sociale. Esiste una discussione riguardo l'interpretazione delle disposizioni dell'articolo 2430: secondo una parte solo la quota eccedente il 20% del capitale sociale può essere utilizzato per l'aumento gratuito del capitale sociale, secondo altri invece ritiene utilizzabile per l'aumento l'intera riserva legale, in quanto l'articolo prevede che la riserva deve essere reintegrata se viene diminuita “per qualsiasi ragione”.
- V) Riserve statutarie: “sono riserve di utili che la società costituisce in base ad una specifica previsione dello statuto” (Turrì, Cordova e Portalupi, 2020, pag.928).
- VI) Altre riserve, distintamente indicate: ovvero tutte le riserve non elencate nei punti precedenti, tra le principali elencate vi si trovano la “Riserva azioni (quote) della società controllante”, comprendente le quote della società controllante in possesso dalla controllata (riserva indisponibile), la “Riserva da rivalutazione delle partecipazioni”, dove si riportano le plusvalenze derivanti dalla rivalutazione delle partecipazioni usando il metodo del patrimonio netto, la

- “Riserva per utili su cambi non realizzati”, per iscrivere plusvalenze derivanti dal cambio di valute, rendendole indisponibili.
- VII) Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi: “accoglie le variazioni di *fair value* degli strumenti finanziari derivati generatesi nell’ambito di coperture di flussi finanziari attesi, al netto degli eventuali effetti fiscali differiti. Come previsto dall’articolo 2426, comma 1, numero 11-bis, del Codice civile” (documento OIC 28, paragrafo 15)
- VIII) Utili (perdite) portati a nuovo: sotto questa voce vengono iscritti i risultati economici degli esercizi precedenti, comprensivi di eventuali rettifiche in caso di errori
- IX) Utile (perdita) dell’esercizio
- X) Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio: come previsto dall’art. 2357-ter del Codice civile, le società per azioni sono tenute ad iscrivere il costo di acquisto delle azioni di proprietà in stato patrimoniale
- B) Fondi per rischi ed oneri: vengono trattati nel documento OIC 31, che riporta: “I fondi per rischi e oneri rappresentano passività di natura determinata, certe o probabili, con data di sopravvenienza o ammontare indeterminati”. In particolare: i fondi per rischi sono passività presunte iscritte nel bilancio in quanto sono collegate ad un evento futuro di incerta manifestazione. I fondi per oneri sono passività di natura certa, ma di importo e manifestazione incerti, pertanto i redattori del bilancio provvederanno ad accantonare in questo fondo una parte di utili in virtù del principio di prudenza.
- C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato: “vengono indicate le competenze maturate a favore dei dipendenti alla data del bilancio per le indennità che dovranno essere loro corrisposte al momento della cassazione del rapporto di lavoro.” (Turrís, Cordova e Portalupi, 2020) La fattispecie è disciplinata dall’art.2120 del Codice civile e dai contratti di lavoro.
- D) Debiti, con separata indicazione, per ciascuna voce, degli importi esigibili oltre l’esercizio successivo: a differenza delle voci B) e C), i debiti sono passività certe di importo e scadenza definito, e rappresentano l’obbligazione a pagare determinate somme in denaro a determinati soggetti, quali banche, fornitori o altre imprese. L’articolo 2424 del Codice civile prevede una determinata classificazione in 14 sotto voci, interpretate dal documento OIC 19.
- E) Ratei e risconti passivi: a differenza dei “ratei e risconti attivi”, visti nel punto D) dell’attivo dello stato patrimoniale, questa volta si parla di costi di competenza che

avranno manifestazione finanziaria in esercizi successivi nel caso dei ratei passivi, mentre i risconti passivi sono utili già incassati ma di competenza di esercizi futuri.

1.3) Il conto economico

Se lo stato patrimoniale fornisce una rappresentazione statica del patrimonio della società alla chiusura dell'esercizio di riferimento, il conto economico cerca di fornire una rappresentazione dinamica della determinazione del risultato di esercizio mediante la sommatoria di costi sostenuti e ricavi conseguiti durante il periodo. Il conto economico civilistico si presenta come un prospetto scalare, cioè con le voci messe in lista, e raggruppate sotto macroclassi indicate da lettere; tra queste possiamo distinguere i valori relativi alla gestione caratteristica e alla gestione accessoria (lettere A e B) da quelli relativi alla gestione finanziaria (lettere C e D). Turris, Cordova e Portalupi (2020, pp. 26 - 27) specificano: "L'art. 2425 c.c. disciplina il contenuto del conto economico che deve essere redatto in base ad uno schema predefinito. L'OIC 12 contiene le indicazioni per la classificazione dei costi e dei ricavi nelle classi previste dal Codice civile. Le operazioni che impiegano fattori produttivi si possono rappresentare in forma schematica nelle fasi seguenti:

Acquisizione di fattori produttivi	Combinazione dei fattori produttivi	Cessione dei beni o servizi
1.INPUT	2.PRODUZIONE	3.OUTPUT

La prima fase -input- che consiste nell'acquisizione delle materie prime, dei semilavorati, dei prodotti finiti, della mano d'opera, dell'energia, comporta il sostenimento di costi, che si riflettono nelle uscite monetarie.

La seconda fase è interna all'impresa e riguarda l'organizzazione dei fattori produttivi acquisiti. La terza fase – output – consiste nella vendita di ciò che si è prodotto e comporta il conseguimento di ricavi.

Il confronto tra input e output determina la struttura fondamentale del risultato economico del periodo preso in esame che deve essere integrato con le rettifiche di fine esercizio per considerare altre tipologie di costi talvolta anche non direttamente collegate al processo produttivo (ad es. imposte e tasse)."

Viene riportato di seguito un riassunto dello schema proposto dall'art. 2425 del Codice civile:

A) Valore della produzione
B) Costi della produzione
Differenza tra valori e costi della produzione (A - B)
C) Proventi ed oneri finanziari
D) Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie
Risultato prima delle imposte (A - B +/- C +/- D)
Imposte sul reddito dell'esercizio
Utile (perdite) dell'esercizio

Schema riassuntivo di conto economico ai sensi dell'art.2425 cc

A) Valore della produzione: comprende:

- 1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni
- 2) Variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti
- 3) variazioni dei lavori in corso su ordinazione
- 4) incrementi di immobilizzazioni per lavori interni
- 5) altri ricavi e proventi

B) Costi della produzione:

- 6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci
- 7) Per servizi
- 8) Per godimento di beni di terzi
- 9) Per il personale
- 10) Ammortamenti e svalutazioni
- 11) Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci
- 12) Accantonamenti per rischi
- 13) Altri accantonamenti
- 14) Oneri diversi di gestione

C) Proventi e oneri finanziari: include

- 15) Proventi da partecipazioni
- 16) Altri proventi finanziari prevalentemente da crediti o titoli
- 17) Interessi e altri oneri finanziari
- 17-bis) Utili e perdite su cambi

D) Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie: comprende:

18) Rivalutazioni

19) Svalutazioni

Risultato prima delle imposte (A – B +/- C +/- D)

20) Imposte sul reddito dell'esercizio

21) Utile/Perdita dell'esercizio

Capitolo 2

Earnings management

2.1) Descrizione e principali pratiche adottate

Dopo aver esaminato nel precedente capitolo lo strumento informativo principale fornito dalle attività economiche, il bilancio, e averne esplorato il contenuto, ora si parlerà della qualità delle sue componenti. Negli ultimi anni è cresciuta prepotentemente l'attenzione posta a questo aspetto delle voci di bilancio, in quanto regole contabili poco restrittive hanno permesso il verificarsi di numerosi scandali finanziari (Enron, Worldcom e Tyco per citarne alcuni).

Con il termine qualità è da intendersi la capacità delle voci di bilancio di essere un buon indicatore per la previsione della loro situazione futura, numeri costruiti per creare un'impressione dell'andamento dell'attività diverso da quello reale genereranno previsioni distorte e svianti del loro andamento futuro: in tal caso si parla di dati di scarsa qualità. Penman (2013) sostiene che l'analisi della qualità della contabilità è imperativa a causa della “*reversal property of accounting*” (proprietà di inversione della contabilità): proprietà della contabilità che fa sì che entrate indotte da metodi contabili avranno manifestazioni negative in futuro; per esempio se i crediti inesigibili sono sottostimati nell'esercizio corrente (e le entrate sovrastimate), in futuro troveremo passività per perdite su crediti maggiori (e un reddito minore). I dati sono di buona qualità se non si manifestano in futuro con effetto opposto, rettificandosi.

Generalmente ci si riferisce a queste manipolazioni usando il termine “*Earnings Management*” (gestione dei guadagni, letteralmente), con diversi sinonimi a seconda delle sfumature e dei risultati derivanti da tale pratica. Per esempio, si parla di “*borrowing income from the future*” (prendere in prestito reddito dal futuro) quando si intende gonfiare il risultato attuale, con un aumento delle vendite o una riduzione delle spese, ovviamente con conseguenze future (in questo caso si parla anche di “*aggressive accounting*”, contabilità aggressiva). Si può anche mirare all'effetto opposto riducendo il risultato dell'esercizio corrente, in questo caso si parla di “*saving/banking income for the future*” (risparmiare reddito per il futuro), e comporta una diminuzione delle vendite o un aumento dei costi (con inevitabili conseguenze in futuro). Le motivazioni sottostanti all'utilizzo di tali pratiche sono chiare, il management cerca di far sembrare la redditività migliore di quanto non sia, per esempio, per quanto riguarda la seconda, potrebbe essere adottata da un management che percepirà dei bonus associati al reddito futuro. Una manipolazione utilizzata frequentemente per questo proposito si definisce “*big bath*”

(grande bagno), e consiste nel far sembrare un momento negativo, nel quale i risultati previsti sembrano irraggiungibili, ancora peggiore, per generare così utili futuri per i quali il management prenderà il merito, magari attribuendo la colpa del risultato negativo al vecchio management se si è verificato un cambio nel vertice al momento del suddetto periodo (Penman, 2013).

Arthur Levitt (1998), ex presidente della SEC⁵, ha tenuto un discorso alla New York University chiamato “*The numbers game*” (il gioco dei numeri) invocando più trasparenza e correttezza in sede di redazione dei bilanci, dichiarando di fatto guerra alle pratiche di Earnings Management e alle frodi derivanti da un uso troppo aggressivo della contabilità. Questo appello è stato rivolto alla comunità finanziaria, cercando una risposta dai privati e offrendo loro una cooperazione e ha proposto un piano d’azione in nove punti per migliorare la fiducia e la trasparenza dei report finanziari. Levitt affermò che si stava assistendo ad un’erosione della qualità degli earnings, e quindi pure della qualità dei bilanci. Nel corso del discorso sono state spiegate cinque modalità con cui le società manipolavano la contabilità per presentare situazioni distorte dei risultati:

- 1) Oneri di ristrutturazione “*big bath*”: si riferisce in particolare alla pratica di sovrastimare gli oneri di una ristrutturazione, in quanto essendo essi di natura straordinaria, non incidono particolarmente sulla valutazione della performance (e sul valore delle azioni), per creare una riserva che verrà usata per migliorare un risultato futuro
- 2) “*Creative Acquisition Accounting*”: nell’ambito delle acquisizioni di società, l’ammortamento periodico del prezzo di acquisto comporta una perdita di utili negli anni successivi. Diverse società, non tollerando che i risultati d’esercizio futuri venissero compromessi da queste operazioni, hanno classificato una parte del prezzo di acquisto come “*in-process Research and Development*” (costi di ricerca e sviluppo in corso), così da imputare parte del costo ad un solo esercizio economico. Levitt fa luce anche sull’utilizzo delle acquisizioni come pretesto per creare grandi riserve di passività per le spese future, destinate alla protezione agli utili degli esercizi successivi ma comunque mascherate da spese di acquisizione
- 3) Riserve “*cookie jar*”: un’altra pratica per nascondere valore e rimandarlo ad un esercizio successivo è quella di accantonare utili in riserve per le passività presunte, anche in misura molto maggiore di quella richiesta. Si pensi a riserve di entità incerta, come quella per i resi sulle vendite, quella per le perdite stimate su crediti o quella per i costi di manutenzione del venduto.

⁵ La Securities and Exchange Commission, l’ente federale statunitense che vigila sulla borsa valori.

- 4) *“Materiality”*: per abuso del concetto di *materiality* si intende la mancata osservazione dei principi prudenziali nel misurare il valore di asset poco rilevanti data la loro entità. Alcuni elementi potrebbero essere talmente insignificanti da non far valere la pena di essere misurati e riportati con esattezza, ma in alcuni mercati mancare di poco le proiezioni di utile potrebbe causare perdite ingenti; arrotondare il risultato d’esercizio distorcendo le stime di questi valori è una tecnica utilizzabile dal management per raggiungere le proiezioni.
- 5) Riconoscimento dei ricavi: altra pratica comune a molte attività è quella di riconoscere i ricavi come conseguiti anche prima che la vendita sia effettivamente conclusa.

Come si può notare, queste pratiche sono molto al limite del violare i Generally Accepted Accounting Principles⁶ (GAAP) statunitensi. Dechow e Skinner (2000) hanno proposto un modello che cerca di disegnare una linea di confine tra Earnings Management e frode, classificando le pratiche in base alla loro “aggressività” contabile, mettendo in evidenza quelle che violano i GAAP.

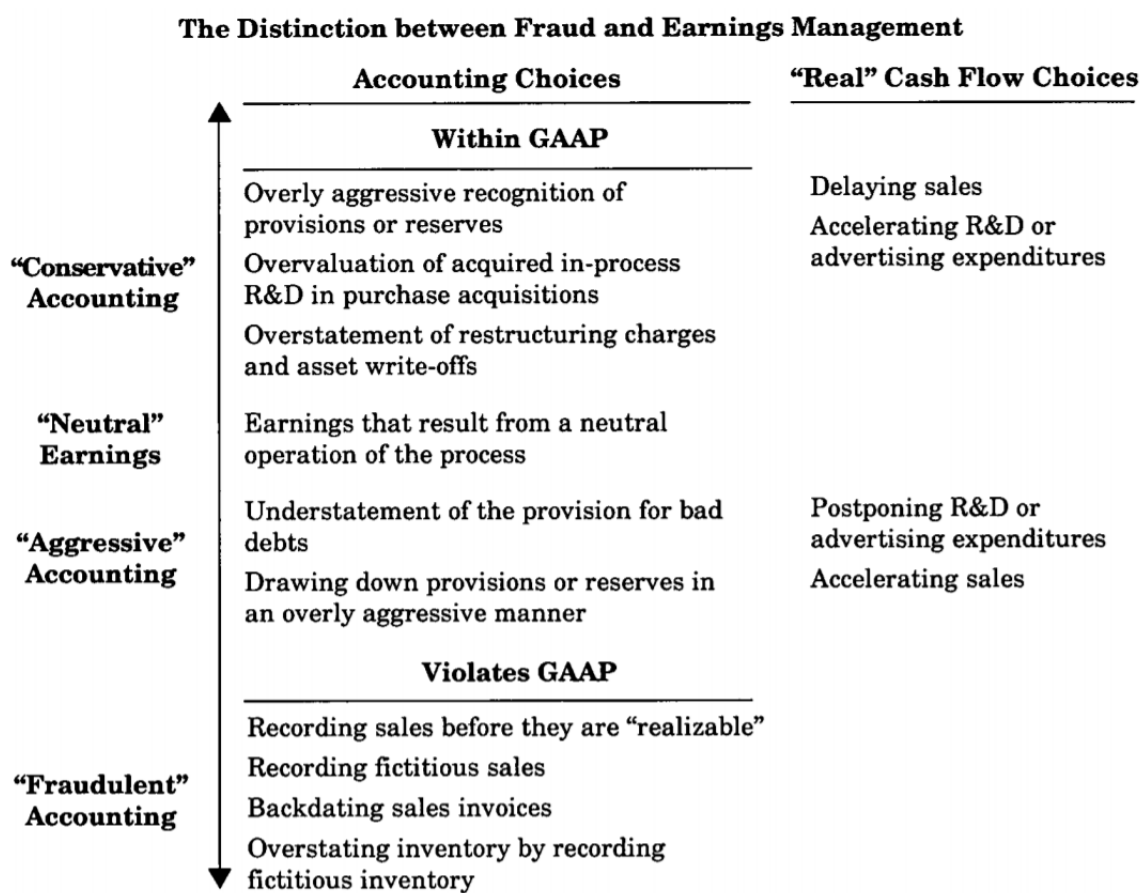


Figura 1: Distinzione tra frode ed Earnings Management (Dechow e Skinner, 2000)

⁶ I Generally Accepted Accounting Principles sono le linee guida su cui si fonda la contabilità statunitense.

Un'ulteriore classificazione viene fornita da Ronen e Yaari (2008), e divide gli Earnings Management assegnando colori a seconda delle motivazioni e degli effetti legati al loro utilizzo:

- “*White*”: si classificano come bianchi tutti gli Earnings Management che utilizzano la flessibilità delle regole contabili per fornire informazioni aggiuntive.
- “*Grey*”: viene assegnato il colore grigio alle pratiche che usano la contabilità in modo opportunistico (massimizzando l'utilità del management) o economicamente efficiente.
- “*Black*”: quando gli Earnings Management vengono sfruttati per distorcere la realtà o ridurre la trasparenza dei bilanci si possono categorizzare come neri.

2.2) Le cause degli Earnings Management

Dopo aver chiarito cosa sono gli Earnings Management e aver spiegato le principali modalità adottate, è opportuno andare alla fonte del problema e cercare di capire quali sono le motivazioni che spingono i manager ad adottare pratiche per forzare la contabilità, presentando dei numeri sulla carta migliori di quelli effettivi. La prima grande ragione che mette sotto pressione il management è il benchmark⁷; come riportato da Arthur Levitt, mancare le previsioni di benchmark di poco può comunque risultare estremamente costoso in termini di prezzo delle azioni, quindi in questo caso gli incentivi a provocare un rialzo (“*bump-up*”) del risultato sono molto forti. Come già menzionato, quando i risultati attesi sono sotto le aspettative si verifica un'opportunità per praticare un “*big bath*”, in quanto il costo opportunità sarà minimo; inoltre, anche quando i risultati superano il confronto con il benchmark diventa conveniente adottare pratiche di Earnings Management, infatti un risultato molto superiore a quello atteso non genera un ritorno proporzionalmente grande, e c'è il rischio che si verifichi l'effetto ratchet. L'effetto ratchet si verifica quando le aspettative riguardo i risultati di un'azienda si aggiustano verso l'alto come conseguenza di una performance consistente, rendendo gli obiettivi futuri più difficili da raggiungere. In una situazione analoga il management potrebbe quindi voler optare per una riduzione del risultato, mantenendosi comunque sopra una soglia di sicurezza dalle aspettative, conservando la differenza per valutazioni successive (Mohanram, 2015). Gli Earnings Management di questa natura sono quelli spiegati con la definizione di contabilità “*cookie jar*” (vedi “*Riserve cookie jar*”, pag. 22).

Una seconda motivazione a cui può attribuire la scelta di adottare Earnings Management riguarda il compenso dei manager. Il compenso dei manager si compone solitamente di quattro componenti:

⁷ Indicatore di valutazione della prestazione aziendale.

- 1) Il salario di base: la componente fissa del compenso, le altre parti si misurano in relazione a questa. L'ammontare del salario base è tipicamente calcolato attraverso il benchmarking, cioè confrontando il livello dei compensi dei management nell'industria in cui si opera. Una nota negativa dell'adottare come metro di valutazione il benchmark è che il confronto porta ad un aumento continuo del livello dei compensi: la tendenza è di offrire salari sempre sopra la media al top management team e questa pratica che ha portato una crescita sostenuta del livello del compenso (Pastega, 2020). Lawrence Mishel e Julia Wolfe nel 2019 hanno condotto uno studio per l'Economic Policy Institute sulle prime 350 società mettendo in relazione il compenso dei manager del 2018 con il salario medio dei lavoratori dipendenti, arrivando ad avere un risultato di duecento settantotto ad uno.
- 2) Il bonus annuale legato alla performance: tipicamente viene calcolato ogni anno dal consiglio di amministrazione, può essere determinato considerando tre componenti: gli indicatori di performance (ad esempio il ROA), la performance attesa, che fissa un'asticella oltre la quale si ottiene il bonus, e il rapporto tra performance e pagamento, cioè quanto crescono le ricompense avvicinandosi alla performance attesa.

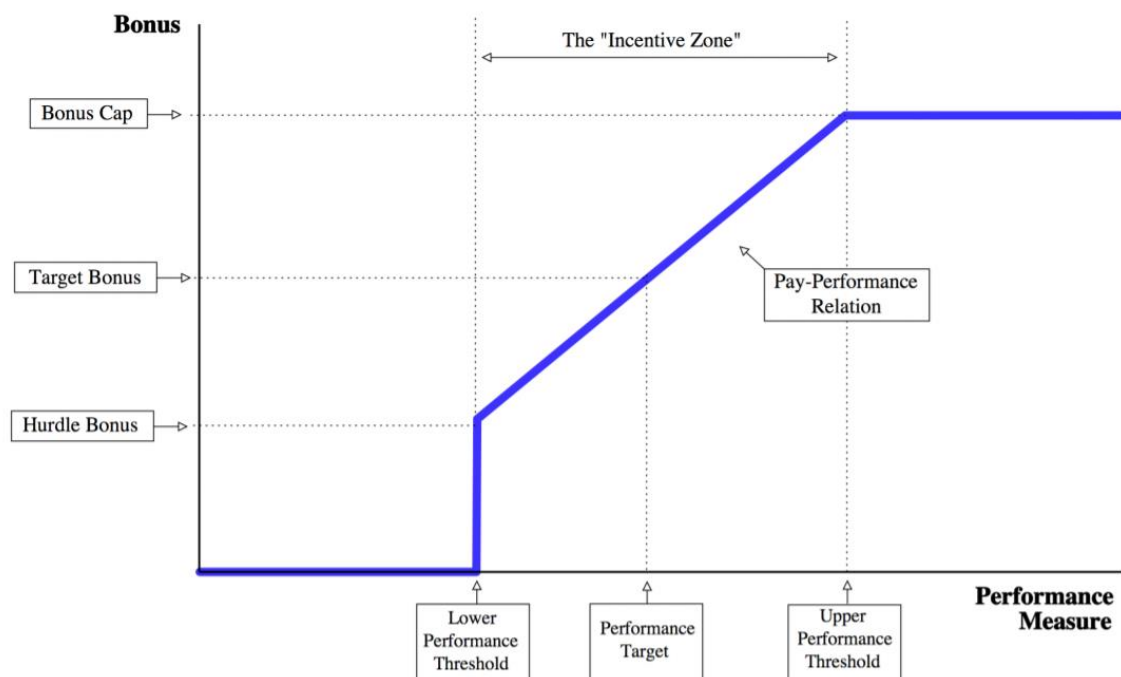


Figura 2: Componenti di un tipico piano di incentivi annuale (Murphy, 1999)

Questa componente è sensibile a manipolazioni, il management potrebbe sfruttare gli Earnings Management per raggiungere il bonus o rinviare al futuro utili in caso fossero di molto eccedenti alla performance attesa, che, se sarà invece troppo lontana da raggiungere, potrebbe causare cali motivazionali e lo scenario per un *big bath*.

- 3) *Stock option*: sono contratti che forniscono al beneficiario il diritto di acquistare azioni della società ad un determinato prezzo di esercizio (definito *strike*) in un determinato momento nel futuro. Le azioni sono fornite senza alcun costo di acquisizione, e il diritto verrà esercitato solo se il prezzo *strike* sarà inferiore al valore delle azioni una volta raggiunto il momento futuro prestabilito (solitamente all'incirca tre anni). Questo diritto viene fornito per dare ai beneficiari una maggiore attenzione alla performance di medio/lungo periodo, e allineare gli obiettivi del management con quelli degli azionisti, però se il prezzo delle azioni non sale potrebbe essere per cause non imputabili ai manager. Quando si verificano cali significativi del prezzo delle azioni le società potrebbero optare per un "*repricing*", ovvero un cambio dello *strike price* delle stock option, riducendo il rischio per il management e i benefici per gli azionisti. Un'alternativa è quella di fornire azioni dotate di limiti di trasferibilità, ovvero non disponibili fino alla scadenza imposta dal limite (Pastega, 2020).
- 4) Il piano di incentivi a lungo termine: è un sistema di ricompense pensato per orientare il contraente a migliorare la propria performance in un'ottica di lungo periodo, fornendo ricompense non per forza legate al prezzo delle azioni. Un piano tipicamente adottato riguarda le pensioni, se una percentuale del compenso viene percepito in questo modo il dipendente o manager sarà più incentivato a lavorare nella società fino alla pensione (Pastega, 2020).

A questa struttura di compensazione vengono associate diverse pratiche che possono dare risultati negativi, sia da parte degli azionisti che da parte del management. Una prassi negativa riscontrabile è quella di garantire un compenso al management senza associare il livello della paga a quello della performance, oppure garantire un compenso senza associarvi penalità in caso di andamento ben sotto le aspettative, che non preverranno comportamenti opportunistici del CEO e del top management team, e non saranno fonte di motivazione a produrre risultati in linea con le aspettative degli azionisti. Altre pratiche controproducenti adottabili dal consiglio di amministrazione in sede di decisione del compenso possono essere quelle di garantire bonus di arrivo o di fine rapporto esageratamente onerosi, oppure optare per un *repricing* o un *backdating* delle azioni. Con "*backdating*" ci si riferisce alla pratica di imputare volutamente alle azioni garantite come compenso *stock option* una data in cui il loro valore era significativamente più basso rispetto all'andamento medio (magari successivamente alla disclosure di notizie negative), in modo da renderle più redditizie (Pastega, 2020).

Watts e Zimmermann (Watts et. Al., 1986) hanno condotto uno studio basato sugli studi di Healy e Wahlen e hanno elaborato tre ipotesi principali sulle motivazioni dell'adozione di Earnings Management da parte dei manager:

- 1) L'ipotesi del bonus plan, detta anche delle aspettative e valutazioni del mercato dei capitali, che sostiene che una motivazione che porta all'utilizzo di Earnings Management è il fatto che analisti ed investitori valutino le azioni basandosi sulle previsioni dei flussi di cassa futuri. Le informazioni contabili e i bilanci verranno utilizzati per determinare il prezzo delle azioni, quindi il management sarà incentivato a manipolarli qualora volesse ottenere una modifica nel breve periodo del valore delle azioni.
- 2) L'ipotesi del “*debt covenant*”, che adotta una visione di azienda formata da un insieme di contratti, tra management, impiegati, fornitori, clienti e altri soggetti. L'obiettivo della società in questo caso sarà quello di minimizzare i costi contrattuali, ed essa utilizzerà i numeri contabili per monitorare e regolare i contratti tra management e stakeholder.
- 3) L'ipotesi dei costi politici, o anti-trust, secondo la quale la società sarà incentivata ad adottare politiche di Earnings Management per ridurre la propria visibilità ai mass media e prevenire provvedimenti politici.

2.3) Il metodo di Penman

Stephen H. Penman, professore della Columbia Business School, ha studiato un metodo di valutazione della qualità dei documenti finanziari, sostenendo che la contabilità può essere usata per creare una confezione ornata della società per farla apparire migliore di come realmente è agli occhi dei soggetti esterni. Gli analisti della qualità contabile scoprono questa confezione e se la contabilità è stata usata in modo fraudolento, lo riporteranno [...] Il problema della qualità della contabilità si è diffuso molto dopo lo scoppio della bolla del mercato azionario del 2001, che ha generato molta pressione su diverse società e le ha portate ad usare “trucchi” contabili per mostrare una crescita dei profitti (Penman, 2013). Come riportato precedentemente, un'analisi della qualità è imperativa a causa della *reversal property* della contabilità, e per “qualità” dei valori contabili si intende la loro capacità di essere usati per previsioni attendibili di come si evolveranno in futuro. Penman (2013) suggerisce che nell'analisi della qualità gli analisti dovrebbero porsi cinque domande:

- 1) Qualità dei GAAP: le previsioni sono basate su valori determinati secondo i GAAP, ma se essi non sono in grado di catturare tutti i valori rilevanti dell'azienda le valutazioni

saranno inadeguate. Gli analisti per tanto dovranno domandarsi se i metodi previsti dai GAAP siano adeguati.

- 2) **Qualità della revisione:** le disposizioni dei GAAP potrebbero essere appropriate ma la società potrebbe non applicarle secondo le regole. Gli analisti solitamente si affidano ai revisori, ma dovrebbero tenere in considerazione eventuali concessioni o negligenze da parte di essi, dato che, negli Stati Uniti, i revisori tendono a far riferimento ai principi che fanno prevalere “la forma sulla sostanza”, piuttosto che ai principi che esprimono una visione veritiera e corretta dell’andamento della società. Alla luce di questo, gli analisti dovrebbero domandarsi se la società stia violando i GAAP o commettendo frodi a prescindere dalla revisione contabile.
- 3) **Qualità dell’applicazione dei GAAP:** i Generally Accepted Accounting Principles restringono i metodi contabili adottabili dalle società, però permettono discrezionalità tra i metodi. Questa discrezionalità potrebbe essere usata come licenza per manipolare i numeri e ottenere i risultati desiderati, e con l’approvazione dei revisori. Il problema è più rilevante quando sono coinvolte stime, come per esempio crediti inesigibili, vita utile degli asset, spese dovute alla garanzia fornita ai prodotti, costi di pensione e costi di ristrutturazione. Si possono utilizzare pratiche di Earnings Management pur restando nei confini stabiliti dai GAAP, quindi gli analisti dovrebbero sempre considerare l’eventualità che i report siano manipolati nonostante un’apparentemente corretto utilizzo delle prescrizioni.
- 4) **Qualità delle transazioni:** una società potrebbe applicare i GAAP fedelmente, ma adeguare le transazioni per raggiungere i risultati contabili desiderati, cioè manipolando il business ma non la contabilità. Questo può avvenire in due forme:
 - a) Mediante il timing delle transazioni, pianificandolo in modo da influenzare i profitti. Può includere il timing di incasso e il timing di spesa: per quanto riguarda il primo, i GAAP impongono di riconoscere le entrate quando il prodotto è spedito al cliente o quando il servizio è stato effettuato. Le società potrebbero però incrementare il numero di spedizioni a ridosso della fine del periodo se volessero aumentare il risultato, o viceversa rimandarle all’esercizio successivo qualora intendessero trasferire il profitto. Il timing delle spese invece è sfruttato per lo stesso risultato, pratiche tipiche sono quelle di ritardare costi di ricerca e sviluppo e/o di pubblicità per aumentare il risultato dell’esercizio corrente, o viceversa le aziende possono anticipare quei costi per avere un risultato migliore l’anno seguente.

- b) Mediante la struttura delle transazioni, quindi strutturando l'operazione in modo che riceva il trattamento contabile desiderato, probabilmente quello più vantaggioso. Investigando sulla sostanza della transazione è facile risalire a questi artifici.

Gli analisti dovrebbero quindi andare oltre la mera analisi contabile e domandarsi se le società non stiano manipolando le loro attività per agevolare una valutazione contabile più favorevole.

- 5) Qualità dell'informativa aziendale: se le informazioni contenute nei financial statement non sono sufficienti a comprendere le attività intraprese e la loro rappresentazione contabile, allora la disclosure aziendale non sarà adeguata ai fini di analizzare la società. Quattro tipi di comunicazione sono particolarmente importanti:
- a) Informativa che distingue gli elementi finanziari da quelli operativi
 - b) Informativa che distingue la redditività delle *core activities* da elementi straordinari
 - c) Informativa che esplicita i driver della redditività delle *core activities*
 - d) Informativa che spiega i principi contabili adottati in modo che gli analisti possano investigare la qualità di applicazione dei GAAP

Senza un'adeguata disclosure aziendale è difficile fare previsioni accurate, quindi un'informativa di bassa qualità porterà a valutazioni di bassa qualità.

La manipolazione degli utili con metodi contabili o stime però lascia sempre delle tracce, per esempio se il management decidesse di aumentare i ricavi, dovrebbero aumentare ricavi (un asset) o diminuire i risconti passivi (una passività) di conseguenza. Se il management invece dovesse decidere di diminuire i costi dovrebbe anche aumentare i risconti attivi (un asset) o ridurre i ratei passivi (una passività). Motivo per cui la valutazione dovrà concentrarsi sull'*operative income*, il reddito operativo, e allo stesso tempo sul "*Net Operating Assets*"⁸ (NOA); il focus dovrà quindi essere sulle variazioni del NOA (Δ NOA) (Penman, 2013).

Osserviamo l'effetto di una manipolazione dei numeri contabili:

⁸ Sono le attività legate direttamente alla gestione operativa meno le passività legate alla gestione operativa.

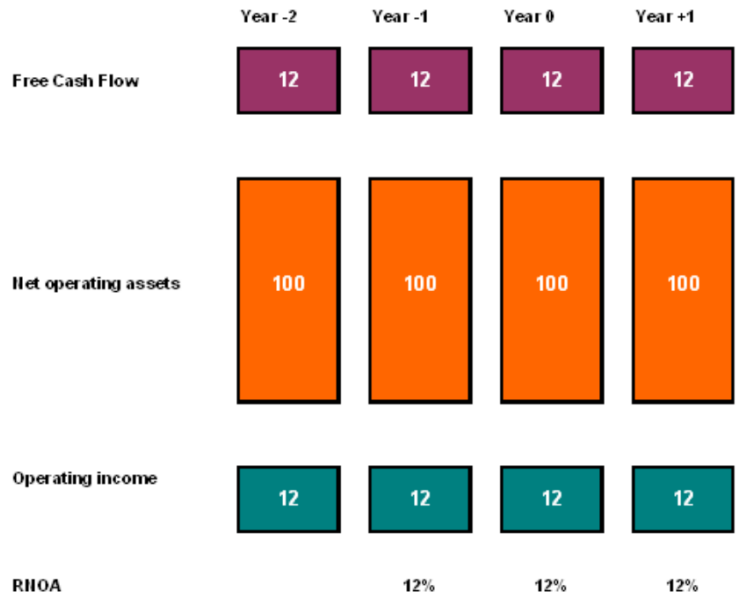


Figura 3: Primo caso: nessuna manipolazione e nessuna crescita (Penman, 2013)



Figura 4: Secondo caso: manipolazione del reddito operativo, nessuna crescita (Penman, 2013)

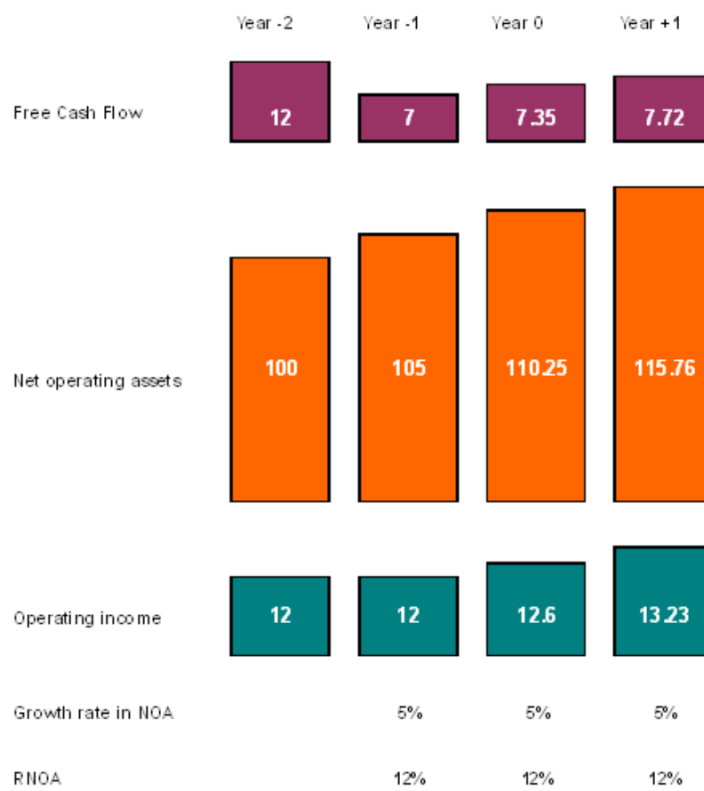


Figura 5: Terzo caso: crescita del risultato, nessuna manipolazione (Penman, 2013)



Figura 6: Quarto caso: Manipolazione del reddito operativo e crescita (Penman, 2013)

Il primo caso mostra l'andamento di una società con tasso di crescita pari a zero per consentire un confronto con i casi successivi, dove verranno introdotti tasso di crescita (terzo e quarto caso) e incremento da parte del management del reddito operativo dell'anno 0 di 10 punti (secondo e quarto caso). L'incremento del reddito operativo (OI) non è possibile senza un aumento di uguale misura del NOA, e nel secondo caso questo porta un aumento del RNOA al 22 per cento nell'anno 0, valore che potrebbe essere preso come indicatore del futuro RNOA dagli analisti. Tuttavia, un incremento a 22 del reddito operativo nell'anno 0 comporterà una diminuzione a 2 nell'anno 1, e un crollo del RNOA a 1,82 punti percentuale. Si può riconoscere la pratica del “*borrowing income from the future*”, e vedere nell'anno 1 l'assestamento causato dalla *reversal property* della contabilità, che rettifica la manipolazione del reddito operativo nell'anno 0, in quanto la contabilità non può cambiare il reddito complessivo di una società nel corso degli anni, ma solo spostarlo da un anno ad un altro.

Gli analisti incontrano ulteriori difficoltà dato che il NOA può aumentare con la normale crescita dell'attività, rappresentata nel terzo caso. La crescita del NOA è fissa al 5 per cento annuo, pari a quella del *Free Cash Flow* e a quella del reddito operativo, il RNOA è sempre fisso al 12 per cento. Operando la manipolazione del reddito operativo nel quarto caso, sempre di 10 punti nell'anno 0, il RNOA sale al 21,52 per cento, le conseguenze nell'anno 1 tuttavia restano evidenti: il reddito operativo cala a 3,23 e il RNOA al 2,69 per cento. La differenza è che la crescita aiuta a mascherare le conseguenze della manipolazione, e i manager spesso quando adottano pratiche di Earnings Management confidano che la crescita negli anni successivi sia tale da attutire le rettifiche dovute alla “*reversal property*” della contabilità (Penman, 2013)

Lo studio di questi quattro casi può dare due intuizioni: la prima è che la modifica del NOA, la traccia lasciata dalla manipolazione del reddito operativo, è la componente da indagare nella nostra analisi. La seconda è che la normale crescita delle attività complica le analisi, quindi ogni diagnostica su cambi molto rilevanti del NOA deve tenere conto della crescita (Penman, 2013).

I quattro casi osservati sono calcolati secondo la formula:

$$\text{Operating Income} = \text{Free cash flow} + \text{Change in net operating assets}$$

Sintetizzando:

$$OI = C - I + \Delta NOA$$

dove “ *C* ” esprime i flussi di cassa derivanti dalle attività operative ed “ *I* ” i flussi di cassa per investimenti in capitale, dalla differenza tra i due si ricava il “*free cash flow*”, ossia la parte di flussi di cassa disponibili, residui dalla sottrazione dell’ammontare reinvestito nella società.

Penman (2013) sostiene che i free cash flow siano la componente “*hard*”, ovvero quella non influenzabile mediante la contabilità; come osservabile nei quattro casi osservati in precedenza in questo capitolo, nonostante la manipolazione del reddito operativo i free cash flow restano invariati. La parte “*soft*”, ossia quella più vulnerabile alle manipolazioni contabili, del reddito operativo è quindi la variazione dei “*net operating assets*”, il ΔNOA . Un grande incremento del NOA genera reddito operativo e un maggiore $RNOA_0$, ma il grande NOA_0 sarà la base per calcolare il $RNOA$ dell’anno successivo, infatti:

$$RNOA_1 = OI_1/NOA_0$$

Quindi il $RNOA_1$ ne risentirà e sarà inferiore se il NOA_0 è stato gonfiato (Penman, 2013).

Un’altra formula importante è:

$$\text{Change in net operating assets} = \text{Cash investment} + \text{Operating accruals}$$

$$\Delta NOA = I + \text{Operating accruals}$$

Penman (2013) sostiene che gli analisti indagando sul ΔNOA possono seguire due strade:

Indagare sull’appropriatezza dell’iscrizione a bilancio degli investimenti. La contabilità, quando viene adottata correttamente, consente di capitalizzare i costi sostenuti per generare profitti futuri, ma non le spese riguardanti i ricavi del periodo corrente, in modo da far rispettare il principio di competenza⁹. Le società possono, secondo i GAAP, adottare discrezionalità per alcuni elementi, possono per esempio iscrivere in stato patrimoniale investimenti immobiliari, in macchinari ed equipaggiamento, ma poi capitalizzare periodiche manutenzioni e riparazioni, incrementando il risultato corrente e diminuendo quello futuro a causa delle maggiori quote di ammortamento. Lo stesso principio si può applicare aumentando per esempio i costi di magazzino e capitalizzando i costi di promozione di marchio e prodotti.

Indagare l’appropriatezza degli accruals. Gli accruals sono valori molto manipolabili, in quanto esprimono stime; sotto questa categoria si elencano voci quali i costi di

⁹ Vi è qualche eccezione, ad esempio i costi per ricerca e quelli per la pubblicità.

garanzia, la svalutazione dei crediti e i costi per i resi, in pratica voci che vengono stimate e accantonate in fondi per essere portate agli esercizi economici successivi.

Viene di seguito riportata una tabella, fornita sempre da Penman (2013), che elenca gli elementi di bilancio tipicamente manipolati dal management; nella prima colonna viene riportata la voce di bilancio manipolabile, nella seconda le manipolazioni effettuabili e nella terza gli effetti che esse avranno sul reddito. Nella quarta colonna invece vengono esposte le situazioni più vulnerabili alle pratiche di Earnings Management, quelle dove le suddette pratiche avvengono più di frequente. Nella tabella sono riportate le pratiche atte ad incrementare gli utili, qualora vi fosse interesse verso una diminuzione di essi sarà sufficiente leggere la tabella applicando le pratiche nel verso contrario.

Elemento del bilancio	Earnings Management	Effetti sul reddito	Punto di focalizzazione
Attivo Gross receivables	Iscrivere dei ricavi a bilancio prima del loro effettivo incasso	Maggiori ricavi	Contratti a lungo termine, vendite ad affiliati
Net receivables	Ridurre gli accantonamenti per perdite su crediti e resi su vendite	Maggiori ricavi o minore costo delle vendite	Crediti di bassa qualità, riserva per perdite su prestiti bancari
Lease receivables	Incrementare la stima del valore residuo al termine di un leasing	Maggiori ricavi dal leasing	Leasing di aerei, computer ed equipaggiamenti
Inventories	Imputare al magazzino costi non pertinenti; non riconoscere l'obsolescenza di elementi in magazzino	Minore costo del venduto o minori costi SG&A ¹⁰	Progresso tecnologico che causa obsolescenza del magazzino, crolli del valore del magazzino
Prepaid expenses	Aumentare i risconti attivi	Minori costi SG&A	Spese considerevoli pagate in anticipo
Property, Plant, and Equipment	Imputare riparazioni e manutenzioni a PPE; aumentare le vite utili o i valori residui; eccessive svalutazioni	Minori quote di ammortamento in conto economico	Settori manifatturieri capital-intensive
Intangible assets	Imputare spese non pertinenti agli asset intangibili, sottostimare le quote di ammortamento	Minori quote di ammortamento nelle SG&A	Società knowledge-based, capitalizzazione dei costi di software
Deferred charges	Classificare molte spese correnti come spese differite	Minori costi SG&A	Valutazione del fondo per le imposte differite

“How specific balance sheet items are managed to increase income” (Penman, 2013)

¹⁰ Selling, General & Administrative expenses, ossia costi di vendita, generali e amministrativi.

Elemento del bilancio	Earnings Management	Effetti sul reddito	Punto di focalizzazione
Passivo			
Deferred revenue	Diminuire i risconti passivi	Maggiori ricavi	Società che ricevono pagamenti anticipati
Warranty liabilities	Diminuire la riserva per i costi di garanzia	Minori costi di vendita	Società che forniscono garanzie ai prodotti
Accrued expenses	Diminuire i ratei passivi	Minori costi	Tutte le società
Pension liabilities	Diminuire le passività legate alle pensioni cambiando aspettative e tassi di sconto	Minori spese da pensioni	Società che adottano piani pensione definiti
Unpaid claim reserves	Diminuire la riserva per i sinistri	Minori costi	Compagnie assicurative

Continuazione “How specific balance sheet items are managed to increase income” (Penman, 2013)

Infine, Penman (2013) suggerisce che gli analisti prima di iniziare un’investigazione sulla qualità dovrebbero aver chiari quattro elementi chiave:

- 1) Il business: conoscere le attività è imperativo se si vuole comprendere se la contabilità è stata utilizzata propriamente per quell’ambito.
- 2) La politica contabile: spesso le società esplicitano la propria politica in merito alla contabilità; essa può essere conservativa, liberale o neutrale. Essa determina il livello dell’attuale e futuro RNOA, ed eventuali deviazioni dalla policy adottata potrebbero lasciare tracce per riconoscere manipolazioni.
- 3) Le aree di business dove la qualità dei documenti contabili è maggiormente dubbia. Molte attività hanno particolari aree sfruttabili dal management per ottenere i risultati da loro desiderati, come osservato nella tabella fornitaci da Penman nella colonna “punto di focalizzazione”.
- 4) Situazioni in cui il management è maggiormente indotto a manipolare la contabilità: per questa voce Penman (2013) ha messo a disposizione una lista elencando tutte le suddette situazioni:
- 5) condizioni istituzionali:
 - La società sta effettuando un processo di raccolta di capitale o di rinegoziazione dei prestiti
 - I contratti di debito saranno verosimilmente violati
 - Cambio nel management

- Cambio dei revisori contabili
- I bonus dei manager sono legati ai profitti
- La procedura di inside trading punta fortemente verso una precisa direzione
- Il management sta effettuando la procedura di repricing delle *stock options*
- La struttura della governance è debole
- Requisiti di legge verranno verosimilmente violati
- Le transazioni sono condotte con soggetti vincolati piuttosto che con soggetti terzi indipendenti
- Eventi straordinari, come la presenza di una *proxy fight*
- La società è vulnerabile ad un'offerta di pubblico acquisto (OPA)
- Gli utili hanno raggiunto le aspettative degli analisti ma solo di poco

condizioni di derivazione contabile:

- Cambi nei principi contabili o nei metodi di valutazione delle stime
- Una “*earnings surprise*”
- Un calo della redditività dopo un periodo di buoni risultati
- Vendite costanti o cali nelle vendite
- Utile che cresce in modo sproporzionato rispetto alle vendite
- Utili poco superiori allo zero, che potrebbero essere stati negativi senza una manipolazione
- Margini di profitto di poco superiori allo zero, che potrebbero essere stati negativi in assenza di manipolazioni
- Costi differenti tra report finanziari e report fiscali
- Aggiustamenti contabili nell'ultimo trimestre dell'anno

Capitolo 3

Applicazione delle diagnostiche previste da Penman

3.1) Il caso Netflix

Dopo aver introdotto alla fine del capitolo precedente il metodo studiato da Penman per la valutazione dei documenti finanziari, si procederà ora a spiegare e applicare gli strumenti di diagnostica previsti. La diagnostica della qualità dei documenti finanziari è un processo che porta come risultato quello di far porre domande riguardo la qualità della contabilità, generando così delle “*red flags*” ossia segnalando valori anomali nei quali gli analisti possano poi indagare in modo più approfondito. La società oggetto dell’analisi con i metodi di diagnostica di Penman sarà Netflix Inc., la piattaforma di streaming online leader mondiale del settore.

Netflix nasce nel 1997 in California come società di noleggio di DVD, già all’epoca si differenziava dalla concorrenza permettendo ai clienti di prenotare il prodotto desiderato dal sito e di riceverlo a noleggio per via postale. Nel 2008 avviene la prima svolta: viene commercializzato il servizio di streaming online su abbonamento, che in pochi anni diventerà il core business della società, portando ad una crescita esponenziale della stessa. I punti chiave del successo di Netflix sono legati al suo modello innovativo, che ha portato una disruptive innovation nel settore, rendendo obsolete le classiche programmazioni televisive, e alla vastità di titoli messi a disposizione agli abbonati al servizio, tale da aver tenuto sempre la concorrenza un passo indietro. Netflix rende disponibili le serie televisive nella loro interezza, consentendo ai propri utenti di poter guardare tutte le puntate di seguito, cosa precedentemente possibile solamente acquistando dei supporti fisici di riproduzione (qualora reperibili), oppure appoggiandosi ai popolari siti che forniscono la riproduzione in streaming dei programmi (di solito illegalmente). La possibilità degli utenti di poter fruire da subito interamente delle serie televisive ha permesso il fenomeno del “*binge watching*”, traducibile in italiano con “maratone”, ossia guardare numerosi episodi di seguito di una stessa serie tv, nell’ordine di grandezza delle decine. Un altro elemento di differenziazione dell’offerta di Netflix è quello di finanziare la produzione di contenuti propri, i cosiddetti “originali Netflix”, film e serie televisive esclusive della piattaforma, che hanno riscontrato un grande successo tra gli abbonati. Una conferma del successo del modello adottato da Netflix è riscontrabile dal grande numero di abbonati (oltre 158 milioni a livello globale, dato aggiornato al terzo trimestre del 2019, FinancesOnline) e dalla solida tendenza di crescita di questo valore. Netflix opera fornendo delle offerte di abbonamento mensile estremamente standardizzate, con prezzi che variano dai nove ai sedici dollari per mese, consentendo a più persone di connettersi tramite lo stesso

account anche contemporaneamente, con un limite che varia da due a quattro persone connesse nello stesso momento. A causa degli utenti che sfruttano questa pratica il numero di utilizzatori effettivi del servizio è molto maggiore del numero degli abbonati paganti; si stima che per ogni account registrato su Netflix vi siano 2,5 utilizzatori in media (FinancesOnline).

Netflix negli ultimi mesi stava attraversando un periodo incerto, complici gli ingenti investimenti in nuovi materiali di intrattenimento (15 miliardi solo nel 2019, Il Sole 24 Ore, 2020) a fronte di una liquidità nettamente inferiore, con anche la nascita di una nuova piattaforma streaming concorrente, Disney+; è aumentata, inoltre, la popolarità di Amazon Prime Video, altra piattaforma streaming messa a disposizione degli abbonati di Amazon Prime. Queste incognite nel loro complesso hanno portato recentemente importanti cali di Borsa (-35% ad inizio marzo, Il Sole 24 Ore, 2020), poi compensati dalla diffusione del Coronavirus, che ha imposto una quarantena su larga scala alla popolazione mondiale, facendo aumentare il numero di abbonati e risollevarne il valore della società in Borsa (+32% a fine marzo, il Sole 24 ore).

La mia analisi prende in considerazione gli ultimi anni di esercizio, dal 2016 in poi, andando anche oltre qualora vi fosse necessità di osservare con più attenzione trend storici. I documenti sui quali vengono applicate le diagnostiche previste da Penman sono quelli contabili forniti dalla società, con supporto degli annual report messi a disposizione nel loro sito. Va aggiunto che il report relativo al 2019 è ancora attualmente in fase di stesura, sono però disponibili i financial statement relativi a quell'esercizio. La società di revisione che affianca i contabili di Netflix è Ernst & Young dal 2012, precedentemente la revisione era affidata a KPMG.

3.2) Diagnostiche per la rilevazione di manipolazioni delle vendite

Le vendite sono di buona qualità se forniscono un buon indicatore dei profitti che conseguiranno. Come menzionato nel capitolo 2, le vendite possono essere oggetto di manipolazioni: possono essere riconosciute prematuramente come conseguite quando ancora la merce è restituibile o la vendita non è perfettamente conseguita. Secondo Penman (2013), il focus dell'analisi deve essere sulle “*net sales*”, calcolate come:

$$\text{Net sales} = \text{Cash from sales} + \Delta \text{Net accounts receivable} - \Delta \text{Allowance for sales returns and discounts} - \Delta \text{Unearned revenue}$$

I “cash from sales” non possono essere manipolati dalla contabilità, quindi i dubbi sulla qualità possono sorgere dagli accruals che influenzano i “ Δ Net accounts receivable” (che riguarderanno le stime delle perdite su crediti), gli “allowances for sales returns” and discounts

e gli “unearned revenues”. La diagnostica riguardante le “net sales” si esegue mediante le operazioni:

$$\begin{aligned} & \text{Net sales / Cash from sales} \\ & \text{Net sales / Net accounts receivable} \\ & \text{Net sales / Allowance for sales returns and discounts} \\ & \text{Net sales / Unearned revenue} \end{aligned}$$

Analizzando i financial statement di Netflix relativi all’anno 2019, si evince che:

	2019	2018	2017
Net sales	20.156.447	15.794.341	11.692.713
Cash from sales	19.702.048	15.794.341	11.692.713
Net accounts receivables	454.399	0	0
Allowance for sales returns and discounts	0	0	0

I valori sono espressi in migliaia di USD

Vista la tipologia dell’attività e dei ricavi dell’azienda in questione, presumo gli unearned revenues (perdite su crediti) e gli “allowances for sales returns and discounts” (accantonamenti per resi e sconti) siano di modesta entità, quindi *not-material*. Ho inoltre preso in considerazione la posta inserita nelle liabilities, “deferred revenues”, che come spiegato nell’annual report: “*Deferred revenue consists of membership fees billed that have not been recognized and gift and other prepaid memberships that have not been redeemed*” (Netflix annual report 2018, pag. 47), tale posta però non è stata da me inserita nel calcolo dei net sales, in quanto il bilancio della società alla posta “total revenue” già non considerava i “deferred revenues”.

Con i dati a disposizione ho potuto eseguire la prima diagnostiche, che risulta:

	2019	2018	2017
Net sales / Cash from sales	1,02	1,00	1,00
Net sales / Net accounts receivable	44,36	-	-

Se la società stesse utilizzando la contabilità in modo aggressivo, riconoscendo profitti prematuramente o sottostimando resi e perdite su crediti, il primo valore aumenterà nel corso degli anni, mentre il secondo diminuirà. Dato il metodo di pagamento richiesto da Netflix per i suoi abbonamenti, pagamenti mensili anticipati e prelevati in automatico, escluderei queste ipotesi. Se le “net sales” aumentassero a causa di perdite su crediti sottostimate, il quarto risultato aumenterebbe (Penman, 2013).

Penman (2013), fornisce poi altri tre strumenti di diagnostica nell’ambito della manipolazione delle vendite, per mettere alla prova i crediti inesigibili:

$$\text{Bad debt expenses} / \text{Actual credit losses}$$

$$\text{Bad debt expenses} / \text{Accounts receivable (gross)}$$

$$\text{Bad debt expenses} / \text{Sales}$$

Sempre a causa della tipologia delle attività svolte da Netflix non è possibile applicare questi strumenti sulla società, in quanto come intuibile non verranno maturati crediti di entità rilevante e pertanto non si verificheranno perdite su crediti se non marginali.

3.3) Diagnostiche per la rilevazione di manipolazioni dei costi

Penman (2013) prevede diversi metodi per indagare anche sui costi delle società:

1) *Investigare sulle modifiche del NOA con il Normalized Asset Turnover*

Il NOA è dato da vendite ed “Asset Turnover” (ATO), secondo la relazione:

$$\text{NOA} = \text{Sales} / \text{ATO}$$

L’ammontare del NOA richiesto per un dato livello di vendite è determinato dal normale ATO e dalla variazione del NOA che dovrebbe essere riscontrata per le oscillazioni delle vendite, determinata dal normale ATO. Se il ΔNOA è maggiore di quello atteso dalle oscillazioni delle vendite, si sospetta una manipolazione dei costi.

Se l’analisi sull’integrità delle vendite è risultata soddisfacente, si prosegue con il calcolo del “Normalized Operative Income”:

$$\text{Normalized Operative Income} = \text{Free cash flow} + \Delta\text{Normalized NOA}$$

Quindi:

$$\text{Normalized Operative Income} = \text{Free cash flow} + \Delta\text{Sales} / \text{Normal ATO}$$

Applicando la diagnostica al caso Netflix otteniamo che:

	2019	2018	2017	2016
Free cash flow	-3.140.357	-2.893.011	-2.012.970	-1.658.814
ΔSales	4.362.106	4.101.628	2.862.044	2.051.158
Operative Income	2.604.254	1.605.226	838.679	379.793

I valori sono espressi in migliaia di USD

Il valore del Normal ATO è approssimato a 0,6638, valore ottenuto mediante il calcolo dell'ATO medio negli anni dal 2014 al 2018. Effettuando il calcolo risulta che:

$$\Delta\text{Normalized NOA}_{2019} = 6.571.416,09$$

$$\Delta\text{Normalized NOA}_{2018} = 6.179.011,75$$

$$\Delta\text{Normalized NOA}_{2017} = 4.311.605,90$$

$$\Delta\text{Normalized NOA}_{2016} = 3.090.024,10$$

Ai quali vengono aggiunti i "free cash flow" dei relativi anni, risultando:

$$\text{Normalized Operative Income}_{2019} = 3.431.059,09$$

$$\text{Normalized Operative Income}_{2018} = 3.286.000,75$$

$$\text{Normalized Operative Income}_{2017} = 2.298.635,90$$

$$\text{Normalized Operative Income}_{2016} = 1.431.210,10$$

Ora si procede con la diagnostica:

$$\text{Normalized Operative Income} / \text{Operative Income}$$

	2019	2018	2017	2016
Normalized OI / OI	1,32	2,04	2,74	3,77

Penman (2013) sostiene che quando il rapporto si discosta in modo anomalo rispetto al suo trend storico bisogna segnalarlo con una *red flag*. Nel caso Netflix si osserva un andamento del rapporto negli anni abbastanza costante, che non andrà segnalato

2) *Investigare sui cambi dell'ATO*

Manipolazioni dei costi operativi influenzano sempre il margine di profitto (PM) e l'asset turnover (ATO), con una relazione inversamente proporzionale. Se la società stesse manipolando il margine di profitto per incrementarlo o mantenerlo costante, il corrispondente abbassamento dell'ATO segnala una conseguente diminuzione dei futuri profitti o delle riserve. In questo caso la diagnostica consiste nell'esaminare l'andamento storico dell'ATO e compararlo con quello delle vendite; se la società stesse riscontrando PM decrescenti e volesse mantenere RNOA e PM ai livelli degli esercizi precedenti si potrà riscontrare a fronte di questi valori una diminuzione dell'ATO rispetto all'andamento storico.

Contemporaneamente, grandi aumenti del NOA con variazioni non rilevanti o negative dell'ATO sono un'altra traccia per riconoscere manipolazioni (Penman, 2013).

Si procede ora a verificare nel caso Netflix, riportando due formule fondamentali:

$$\text{NOA} = \text{Operating assets} - \text{Operating liabilities}$$

$$\text{RNOA}_1 = \text{OI}_1 / \text{NOA}_0$$

	2019	2018	2017	2016
ΔSales	4.362.106	4.101.628	2.862.044	2.051.158
PM	9,26%	7,67%	4,78%	2,11%
ATO	0,5933	0,6081	0,6150	0,6500
ΔATO	-0,01280	-0,0069	-0,0350	-0,0145
NOA	17.322.980	11.804.340	7.258.593	4.310.329
RNOA	22%	22%	19%	17%

I valori monetari sono espressi in migliaia di USD

Nel caso Netflix il trend storico dell'ATO risulta costante, leggermente in diminuzione nel corso degli anni. Allo stesso tempo non si può parlare di grandi aumenti improvvisi del NOA in quanto la crescita è presente ma proporzionata.

3) *Investigare direttamente le singole voci*

a) *Testare la Depreciation and Amortization Expense*

Una ridotta svalutazione e un ridotto ammortamento degli asset solitamente provocheranno rettifiche in futuro, magari mascherate da costi di ristrutturazione. Penman (2013) riporta il caso di General Motors, che nel 1988 ha riportato un profitto di \$4,9 miliardi, \$790 milioni dei quali provenienti dall'estensione della vita utile di asset da 35 a 45 anni, secondo gli analisti; altri \$270 milioni di profitto furono ottenuti cambiando metodo di valutazione per la stima del valore residuo delle macchine in leasing. Infine, agli inizi degli anni '90 General Motors ha dovuto sostenere numerosi ingenti costi di ristrutturazione che, secondo gli analisti, servivano a rettificare i profitti gonfiati negli anni precedenti.

Per eseguire questa analisi si procede a calcolare l'"adjusted ebitda":

$$\text{Adjusted ebitda} = \text{OI (before tax)} + \text{Depreciation and amortization} \\ - \text{Normal capital expenses}$$

Il tutto verrà utilizzato successivamente in una delle diagnostiche:

$$\frac{\text{Adjusted ebitda}}{\text{Depreciation}} \quad / \quad \frac{\text{ebit}}{\text{Capital expenditures}}$$

Applicato a Netflix si tradurrà:

	2019	2018	2017	2016
Capital expenses	253.035	212.532	227.022	184.830
Depreciation and amortization	9.319.826	7.656.457	6.330.385	4.924.978
EBIT	2.604.254	1.605.226	838.679	379.793

I valori sono espressi in migliaia di USD

Le Normal capital expenses ammontano a 230.863 migliaia di dollari, valore ottenuto mediante il calcolo della media delle spese capitalizzate tra gli anni 2017 e 2019. Dai calcoli emerge che:

$$\text{Adjusted ebitda}_{2019} = 11.693.217$$

Si procede con le diagnostiche:

$$\text{Adjusted ebitda}_{2019} / \text{ebit}_{2019} = 4,49$$

	2019	2018	2017
Depreciation / Capital expenditures	36,83	36,02	27,88

Penman (2013) sostiene che se la diagnostica “Depreciation / Capital expenditures” risulta inferiore ad 1,0, le quote di ammortamento future saranno probabilmente incrementate. Nel caso di Netflix Inc. il rapporto è largamente superiore ad 1, visti gli enormi costi di ammortamento, quindi il problema non dovrebbe porsi.

L’ammortamento si può immaginare come un costo necessario per produrre valore, l’EBITDA non è esaustivo nel rappresentare il valore aggiunto: se gli analisti vogliono provare la qualità delle quote di ammortamento è consigliata l’adozione dell’“adjusted EBITDA”, in quanto considera il costo del capitale (Penman, 2013)

b) Testare i Total Accruals

Dato che non è possibile manipolare contabilmente i “cash flow from operations” (CFO), e tenendo presente che:

$$\text{CFO} = \text{OI} - \text{New operating accruals}$$

Per eseguire l’analisi degli accruals si procederà:

$$\begin{aligned} &\text{CFO} / \text{OI} \\ &\text{CFO} / \text{NOA} \end{aligned}$$

	2019	2018	2017
CFO	-2.887.322	-2.680.479	-1.785.948
OI	2.604.254	1.605.226	838.679
NOA	17.322.980	11.804.340	7.258.593

I valori sono espressi in migliaia di USD

Otterremo:

	2019	2018	2017
CFO / OI	-1,11	-1,67	-2,13
CFO / NOA	-0,17	-0,23	-0,25

Calcoli non giustificati nelle stime degli accruals influenzerebbero i rapporti, che però nel caso di Netflix appaiono coerenti.

c) Mettere alla prova gli accruals individuali

Per questa analisi bisogna studiare i diversi accrual e rapportarli con il “ Δ Sales”, alla ricerca di anomalie rispetto ai trend; per esempio, un crollo della variazione delle “accrued expenses” può indicare che sono stati attribuiti troppi pochi costi (Penman, 2013). La diagnostica sarà quindi

Accrual / Δ Sales

	2019	2018	2017	2016
Δ Sales	4.362.106	4.101.628	2.862.044	2.051.158
Deferred Revenues	924.745	760.899	618.622	443.472
Accrued Expenses	843.043	477.417	315.094	197.632

I valori sono espressi in migliaia di USD

Come osservabile per l’applicazione al caso Netflix ho scelto di eseguire la diagnostica sugli accrual “Deferred revenues” e “Accrued expenses”, ottenendo:

	2019	2018	2017	2016
Deferred Revenues / Δ Sales	0,21	0,19	0,22	0,22
Accrued Expenses / Δ Sales	0,19	0,12	0,11	0,10

Anche in questo caso si può dire che i valori siano tutti in linea con i trend storici, quindi non vi è traccia di manipolazioni; l'unico valore che si discosta in modo più accentuato degli altri è lo 0,19 relativo all'anno 2019 ottenuto durante la seconda diagnostica; sarà interessante osservare come si evolverà in futuro questo rapporto.

d) Verificare altre componenti dei costi calcolate utilizzando stime

Spese per le pensioni e per il personale potrebbero essere manipolate cambiando le stime delle proiezioni e i tassi di sconto delle passività.

Purtroppo, non mi è stato possibile procedere alla verifica in quanto elementi necessari per la diagnostica non sono stati forniti all'interno della disclosure aziendale. Le diagnostiche previste da Penman (2013) sono:

$$\begin{aligned} & \text{Pension expense / Total operating expense} \\ & \text{Other postemployment expenses / Total operating expense} \end{aligned}$$

e) Accertare la tassazione

Le imposte pagate dovrebbero convergere con quelle previste dalla legge, per effettuare la verifica si procede mediante la diagnostica:

$$\text{Operating tax expense / OI before taxes}$$

	2019	2018	2017
Tax expense	195.315	15.216	-73.608
OI before tax	2.062.231	1.226.458	485.321

I valori sono espressi in migliaia di USD

	2019	2018	2017
Tax expense / OI before taxes	9,47%	1,24%	-15,17%

I valori corrispondono a quelli dichiarati dalla voce “effective tax rate” contenuta negli annual report degli anni 2017 e 2018; qualora si volesse indagare in modo più approfondito tutte le componenti che compongono la voce “income tax expense” degli anni 2016, 2017 e 2018 sono spiegate chiaramente da pagina 57 dell’annual report relativo all’anno 2018, sotto la voce “income taxes”.

4) *Investigare direttamente sulle voci di bilancio*

Se il valore derivante dagli “operating asset” è sovrastimato, esso dovrà essere rettificato in futuro, riducendo il RNOA. Le voci da indagare attentamente secondo Penman (2013) saranno:

- Gli asset che posseggono un valore più alto rispetto a quello di mercato, candidati per un impairment test¹¹; va ricordato che per certi elementi è difficile stabilire un attendibile valore di mercato.
- Gli asset suscettibili di capitalizzazione atipica dei costi; per esempio i costi di start-up, quelli di pubblicità, quelli di sviluppo.
- Gli asset intangibili il cui valore contabile e ammortamento sono calcolati ricorrendo a stime.
- Gli asset iscritti al loro fair value, in quanto quest’ultimo, in molti casi, non è altro che una stima

Vale lo stesso discorso per le operating liabilities, in particolare:

- Passività calcolate mediante stime, come quelle per le pensioni, ma soprattutto quelle per i costi di garanzia; per questa categoria Penman ha previsto le diagnostiche:

$$\frac{\text{Warranty expenses} / \text{Actual warranty claims}}{\text{Warranty expense} / \text{Sales}}$$

Vista la natura del servizio offerto da Netflix le diagnostiche non sono applicabili in questo caso, non è previsto alcun fondo per le garanzie.

¹¹ Verifica contabile con lo scopo di determinare se un’attività abbia subito o meno una riduzione del valore. Avviene mediante il confronto tra valore contabile e valore recuperabile, calcolato come il maggiore tra fair value e value in use.

- Passività riportate nelle note a piè di pagina, come le garanzie su mutui, quelle relative alle spese legali nonché quelle relative alle normative sul rispetto dell'ambiente.

3.4) Altre diagnostiche

Manipolazione di elementi straordinari

Gli elementi straordinari sono isolati per determinare il reddito proveniente dalle *core activities* e migliorare la qualità delle previsioni, in quanto data la natura non ricorrente di questi elementi non andrebbero presi in considerazione. Una volta identificati gli elementi straordinari è importante però essere certi che essi non avranno influenze in futuro: per esempio nel caso di una ristrutturazione bisogna fare attenzione che non sia una copertura per consentire un “*big bath*”, che aumenterà gli utili futuri sacrificando il risultato di periodo (Penman, 2013)

Manipolazione delle transazioni

L'argomento manipolazione delle transazioni è stato trattato nel capitolo 2 (pagina 32), per la diagnostica del *Core Revenue Timing*; bisognerebbe disporre un prospetto riepilogativo delle spedizioni diviso per mese, documento difficilmente rintracciabile se non rilasciato nelle disclosure aziendali. La diagnostica consisterebbe nel cercare “*unexpected shipments*” e verificare incrementi e decrementi delle spedizioni nell'ultimo trimestre. Per quanto riguarda il “*Core Revenue Structuring*” solitamente si fa affidamento ai revisori, in quanto è molto difficile individuare queste pratiche per i soggetti esterni alle società. Si può tuttavia indagare il “*Core Expense Timing*”, ponendo attenzione ai costi di ricerca e sviluppo e pubblicità (Penman, 2013):

$$\begin{aligned} & \text{R\&D expense / Sales} \\ & \text{Advertising expense / Sales} \end{aligned}$$

Per l'applicazione al caso Netflix non sono riuscito a trovare i dati relativi al 2019, in quanto l'annual report 2019 è ancora in fase di stesura e non presenta dati relativi a costi di ricerca e sviluppo e pubblicità.

	2018	2017	2016
R&D expense	1.218.000	981.000	768.000
Advertising expense	1.808.000	1.091.000	842.000
Net sales	15.794.341	11.692.713	8.830.669

I valori sono espressi in migliaia di USD

Dalla diagnostica risulta:

	2018	2017	2016
R&D expense / Sales	7,71%	8,39%	8,70%
Advertising expense / Sales	11,45%	9,33%	9,54%

Penman sostiene che se uno di questi rapporti fosse sensibilmente inferiore rispetto agli altri, la società starebbe rinviando i costi per aumentare l'utile dell'esercizio corrente. L'analisi mette in luce il trend calante degli investimenti in ricerca e sviluppo rapportati alle "net sales", e la crescita degli investimenti in pubblicità rapportati sempre alle "net sales".

Attingere a riserve nascoste

Se una società ha adottato un'accounting policy conservativa, verranno create riserve nascoste. Se la crescita degli investimenti rallenta, si può attingere alle riserve e trasformarle in profitto. Questa è la pratica della *cookie jar accounting* (trattata a pagina 25), e per rilevarne tracce si dovrà investigare sulle variazioni del magazzino, degli impianti e degli "intangibles". Un caso particolare è quello delle società che organizzano il magazzino secondo il metodo LIFO, "*last in, first out*". Se il magazzino viene ridotto, si possono incrementare i profitti liquidando nel processo le riserve nascoste, ci si riferisce a questo processo come "*LIFO dipping*". Negli annual report sono presenti informazioni utili in considerazione del fatto che la nota riguardante il magazzino deve contenere l'indicazione della riserva LIFO; la SEC prescrive inoltre di indicare esplicitamente l'impatto del LIFO dipping sul reddito (Penman, 2013).

Nessuna analisi può essere condotta nel caso Netflix in quanto i magazzini e le scorte della società sono "*not material*", e non vengono riportate in bilancio.

Manipolazione dell'organizzazione, operazioni escluse dal bilancio

Le società possono organizzare le loro attività per non includere nel bilancio alcuni elementi; ci si riferisce a queste operazioni come “*shell*” e alla loro adozione come “*shell game*”. Le pratiche più frequenti riguardano affidare ad una *shell company* le attività di ricerca e sviluppo per far sì che non influenzino il proprio bilancio, ricorrere a fondi pensionistici e all'affidamento di asset ad entità create per lo scopo di non consolidare quegli asset nel bilancio della propria società (Penman, 2013)

Conclusioni

Gli aspetti e le informazioni analizzate nei primi due capitoli che compongono l'elaborato dovrebbero fornire una comprensione chiara di come siano tipicamente strutturati i documenti contabili e i loro principi di funzionamento, di cosa siano gli Earnings Management e del perché vengano adottate le pratiche menzionate. Queste informazioni si rivelano indispensabili per un'esaustiva applicazione del metodo di Penman, permettendo di comprendere gli effetti delle pratiche contabili di Earnings Management e la logica sottostante alle diagnostiche proposte.

Il metodo presenta alcune difficoltà in mancanza di una completa informativa aziendale riguardo la composizione di ogni voce contabile presente nei documenti finanziari. La società analizzata, Netflix, presenta inoltre molte atipicità, l'assenza di poste come quelle relative al magazzino, l'accantonamento a fondo garanzia e perdite su crediti, e la comparsa in bilancio solo dal 2019 dei crediti netti, hanno privato il metodo di alcune delle sue principali modalità di diagnostica per rilevare manipolazioni delle vendite. Queste assenze sono dovute alla natura del servizio offerto da Netflix: vendita di abbonamenti altamente standardizzati, di cadenza mensile e con pagamento anticipato.

Per quanto riguarda l'analisi della qualità delle voci contabili, non state riscontrate tracce evidenti di adozione di Earnings Management, anche se l'applicazione del metodo di Penman non è stata parzialmente possibile data la mancanza di informazioni su alcuni valori fondamentali per la nostra indagine. L'analisi ha messo in evidenza che dopo anni di importanti investimenti la società ha iniziato a ridurre percentualmente i costi di ricerca e sviluppo, mentre la percentuale di fondi investiti in pubblicità e promozione è aumentata, a fronte di un fatturato più che raddoppiato negli ultimi anni. Una possibile interpretazione potrebbe essere che Netflix dopo anni di ingenti investimenti preferisca ora concentrarsi sul sostenere i propri ricavi e la propria "*core activity*" piuttosto che aumentare gli investimenti nella ricerca; è da segnalare che la società gode di forti vantaggi fiscali dovuti alle proprie attività di R&D, come riscontrabile dalla lettura i suoi annual report.

Numero di parole: 12579

Bibliografia

Cepellini Lugano & Associati S.R.L Consulting Network, 2019, *Le immobilizzazioni materiali*.

Disponibile online:

<https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2019-01-OIC-16-Immobilizzazioni-materiali.pdf>

Consultato in data 5/02/2020

Dechow P, Skinner D, 2000, *Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators*.

Disponibile online:

<https://pdfs.semanticscholar.org/179a/a8f31458e3692be458ccdb8b8cb98faca7ec.pdf>

Consultato in data: 30/03/2020

Favotto F., Bozzolan S., Parbonetti A., *Economia aziendale. Modelli, misure, casi*. McGraw-Hill

Education, Milano, pp. 141-168

FinancesOnline, 2020, *Number of Netflix Subscribers in 2020: Growth, Revenue and Usage*.

Disponibile online: <https://financesonline.com/number-of-netflix-subscribers/>

Consultato in data: 20/04/2020

Healy P.M., and Wahlen, J.M., 1999, A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13, pag. 365-383.

I codici espliciti, 2019, *Codice civile esplicito. Spiegato articolo per articolo*. Gruppo editoriale Simone

Lewitt A., 1998, *The “numbers game”*

Disponibile online:

<https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt>

Consultato in data 14/01/2020

Marro E., 2020, Netflix salvata dal virus: in Borsa cancella il crollo e torna in vetta. Il Sole 24 Ore

Disponibile online:

<https://www.ilsole24ore.com/art/netflix-salvata-virus-borsa-cancella-crollo-e-torna-vetta-ADVFZeH>

Consultato in data: 20/04/2020

Mishel L, Wolfe J., 2019, *CEO compensation has grown 940% since 1978*, Economic Policy Institute

Disponibile online: <https://www.epi.org/files/pdf/171191.pdf>

Consultato in data: 8/04/2020

Mohanram P., 2015, *HOW TO MANAGE EARNINGS MANAGEMENT*

Disponibile online:

Consultato in data: 2/04/2020

Murphy K. J., 1999, Executive Compensation.

Disponibile online:

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.195.1674&rep=rep1&type=pdf>

Consultato in data 8/04/2020

Netflix, Inc., 2019, *Annual report 2018*.

Disponibile online:

https://s22.q4cdn.com/959853165/files/doc_financials/annual_reports/2018/Form-10K_Q418_Filed.pdf

Consultato in data: 18/04/2020

Netflix, Inc., 2018, *Annual report 2017*.

Disponibile online:

https://s22.q4cdn.com/959853165/files/doc_financials/annual_reports/0001065280-18-000069.pdf

Consultato in data: 20/04/2020

Netflix Inc., 2019, *Q4 2019 Financial Statements*.

Disponibile online: <https://www.netflixinvestor.com/financials/financial-statements/default.aspx>

Consultato in data: 18/04/2020

Organismo italiano di contabilità, 2017, *Composizione e schemi del bilancio d'esercizio. OIC 12.*

Disponibile online:

<https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2019-01-OIC-12-Composizione-e-schemi-del-bilancio.pdf>

Consultato in data 2/02/2020

Organismo italiano di contabilità, 2017, *Rimanenze. OIC 13.*

Disponibile online:

<https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2017-12-OIC-13-Rimanenze.pdf>

Consultato in data: 11/02/2020

Organismo italiano di contabilità, 2016, *Disponibilità liquide. OIC 14.*

Disponibile online:

<https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2016-12-OIC-14-Disponibilit%C3%A0-liquide.pdf>

Consultato in data: 12/02/2020

Organismo italiano di contabilità, 2019, *Crediti. OIC 15.*

Disponibile online:

<https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2019-01-OIC-15-Crediti.pdf>

Consultato in data 12/02/2020

Organismo italiano di contabilità, 2016, *Ratei e risconti. OIC 18.*

Disponibile online:

<https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2019-01-OIC-18-Ratei-e-Risconti.pdf>

Consultato in data 12/02/2020

Organismo italiano di contabilità, 2017, *Partecipazioni. OIC 21.*

Disponibile online:

<https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2017-12-OIC-21-Partecipazioni.pdf>

Consultato in data 5/02/2020

Organismo italiano di contabilità, 2016, *Immobilizzazioni immateriali. OIC 24.*

Disponibile online:

<https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2019-01-OIC-24-Immobilizzazioni-immateriali.pdf>

Consultato in data 1/02/2020

Organismo italiano di contabilità, 2019, *Patrimonio netto. OIC 28.*

Disponibile online:

<https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2019-01-OIC-28-Patrimonio-netto.pdf>

Consultato in data: 18/02/2020

Organismo italiano di contabilità, 2019, *Fondi per rischi e oneri e Trattamento di fine rapporto. OIC 31*

Disponibile online:

<https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2019-01-OIC-31-Fondi-per-rischi-e-oneri-e-TFR.pdf>

Consultato in data 26/02/2020

Pastega L., 2020, *Top management team: compensation*

Disponibile online:

https://elearning.unipd.it/economia/pluginfile.php/103851/mod_resource/content/0/ICG%202020-%20Unit%204%20-%20Part%20II%20-%20TMT%20compensation.pdf

Consultato in data: 8/04/2020

Penman S. H., 2013, *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Fifth Edition, McGraw-Hill Education, pp. 590-622.

Ricciardi A., *Materiali analisi bilancio.*

Disponibile online:

http://www.antonioricciardi.it/materiali-analisi-bilancio-12-13/4_I_principi_contabili_internazionali.pdf

Consultato in data: 1/02/2020

Ronen, J., Yaari, V., 2008, Earnings management. Emerging Insights in Theory, Practice, and Research. Springer Science+Business Media, LLC

Trinchese G., 2017, *La disponibilità e la distribuibilità delle riserve del patrimonio netto. Aspetti civilistici e contabili*

Disponibile online:

https://www.fondazione nazionale commercialisti.it/filemanager/active/01177/2017_01_15_Di_sponibilita_e_distribuibilit_Riserve_PN_Trinchese-a.pdf?fid=1177

Consultato in data: 20/02/2020

Turris A., Cordova F., Portalupi A., 2020, *Memento pratico. Contabile 2020*. Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, pp. 17-43,

