



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"EARNINGS MANAGEMENT: IL CASO DE'LONGHI"

RELATORE:

CH.MO PROF. FABRIZI MICHELE

LAUREANDO/A: MOTTERLE FEDERICO

MATRICOLA N. 1113086

ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018

“In truth, business is unpredictable for the numbers always to be met. Inevitably, surprises occur. When they do, a CEO whose focus is centered on Wall Street will be tempted to *make up* the numbers”.

(Warren Buffet, 2017)

Indice

Introduzione.....	7
Capitolo 1: L'earnings management nella letteratura.....	8
1.1 Definizione di earnings management.....	9
1.2 Gli incentivi a manipolare i valori di bilancio.....	10
1.3 Politiche di real ed accrual earnings management.....	12
1.4 Modelli di individuazione.....	15
Capitolo 2: L'accounting quality analysis proposta da Penman.....	19
2.1 Quality diagnostic: Accrual earnings management.....	21
2.1.1 Analisi per determinare manipolazioni nelle vendite e nei ricavi.....	22
2.1.2 Analisi per determinare manipolazione nei costi operativi.....	23
2.1.3 Analisi per determinare manipolazione nei componenti inusuali e non ricorrenti.....	28
2.2 Real earnings management (transaction manipulation)	28
2.2.1 Revenue timing	28
2.2.2 Revenue structuring	29
2.2.3 Expense timing.....	29
2.2.4 Releasing Hidden Reserves.....	29
2.2.5 Other income timing	29
2.2.6 Organizational manipulation.....	30
2.3 Disclosure quality.....	30
Capitolo 3: La metodologia di Penman applicata: De'Longhi	32
3.1 De'Longhi.....	32
3.2 La riclassificazione di bilancio	33
3.3 L'analisi.....	34
3.4 Risultati.....	38
Conclusione.....	39
Riferimenti bibliografici.....	40

Introduzione

Il bilancio d'esercizio costituisce lo strumento attraverso il quale le società rappresentano e comunicano periodicamente la propria situazione finanziaria e patrimoniale agli stakeholder esterni. Diventa dunque indispensabile che esso sia redatto nella maniera più trasparente possibile, per fornire una rappresentazione fedele della reale performance societaria. I manager della società possono però, in alcuni casi, ingannare i fruitori del bilancio, manipolando ed alterando i risultati economici, riducendo qualità ed attendibilità dell'informativa finanziaria.

Il cosiddetto *earnings management* ha assunto un'importanza fondamentale negli ultimi 20 anni tra studiosi, ricercatori e legislatori, in seguito a numerosi scandali finanziari. Tuttavia, la letteratura in materia ha spesso faticato a trovare evidenze convincenti della reale incidenza e diffusione del fenomeno. Nel corso del tempo sono stati proposti diversi modelli che studiano il bilancio da diversi punti di vista, con lo scopo di determinare se e quanta manipolazione sia stata messa in atto. Individuare eventuali alterazioni dei risultati è purtroppo una delle sfide più complesse per i ricercatori, sia a causa della disclosure spesso insufficiente, sia a causa delle particolarità stesse dell'*earnings management*.

Il presente elaborato ha l'obiettivo di delineare le caratteristiche fondamentali di uno dei modelli di analisi più recenti, e di applicarlo ad un caso concreto, per determinare se vi siano o meno tracce di manipolazione all'interno del bilancio della società analizzata.

Nel Primo Capitolo verrà analizzata la letteratura dedicata al fenomeno, con lo scopo di definire tale pratica, determinarne le motivazioni, le modalità, e la rilevanza, e saranno presentati i principali modelli di individuazione sviluppati nel corso degli anni.

Il Secondo Capitolo mira ad esporre una particolare metodologia sviluppata da Stephen H. Penman, che, analizzando l'informativa finanziaria societaria nel dettaglio, ha l'obiettivo di definire la qualità del bilancio ed individuare l'eventuale presenza di *earnings management*.

Nel Terzo Capitolo verrà applicato tale modello ad un caso concreto (il gruppo De'Longhi), in maniera tale da mettere alla prova la metodologia descritta nel capitolo precedente e di evidenziare l'eventuale presenza di *earnings management* all'interno del bilancio della società.

CAPITOLO 1

L'earnings management nella letteratura

Nel redigere il bilancio il management è chiamato a compiere diverse stime, congetture ed ipotesi, dovute principalmente alla suddivisione della continuità della gestione aziendale in periodi amministrativi: nel bilancio d'esercizio troviamo processi produttivi ancora in corso e scambi con soggetti esterni non ancora ultimati. In queste situazioni, i principi contabili devono permettere ai manager di utilizzare uno certo grado di discrezionalità, affinché essi siano in grado di incrementare la trasparenza del bilancio e di rappresentare in maniera più rilevante la situazione aziendale: il management gode di una maggior conoscenza della società e delle sue prospettive future. Nelle società con un'articolazione interna più complessa tali scelte valutative sono affidate al Top Management Team, ed in particolare al *CFO*, il *Chief Financial Officer*.

Tuttavia, data l'asimmetria informativa presente tra stakeholder esterni e manager, la flessibilità concessa a quest'ultimi può portarli a manipolare i valori di bilancio, scegliendo "stime e rappresentazioni contabili che non riflettono adeguatamente la sottostante performance aziendale" (Healy e Wahlen 1999). Ci troviamo di fronte al fenomeno dell'*earnings management*, espressione che può essere tradotta come "gestione degli utili" o "manipolazioni di bilancio". Sono diverse le motivazioni che possono spingere i manager ad implementare politiche di *earnings management*: essi possono essere interessati ad influenzare il prezzo delle azioni, a soddisfare le aspettative degli analisti, o a rispettare delle clausole contrattuali basate su diverse poste di bilancio.

L'*earnings management* è difficilmente rilevabile, e non vi sono prove definitive dell'entità del fenomeno e di quanto sia effettivamente diffuso (Healy e Wahlen 1999, Dichev et al. 2013). Tuttavia, sono state condotte diverse inchieste in merito: Graham et. al (2005) rilevano che un sorprendente 78% di manager del campione di riferimento sarebbe disposto a sacrificare una parte della redditività a lungo termine per evitare oscillazioni degli utili in periodi tra loro consecutivi; Dichev et al. (2013) stimano in un 20% la percentuale di società che, in ogni periodo, manipola gli utili per mascherare la reale performance economica.

1.1 Definizione di *earnings management*

La letteratura sul tema dell'*earnings management* è estesa, ed ha conosciuto un importante sviluppo negli ultimi 20 anni, in risposta al susseguirsi di numerosi scandali finanziari che hanno minato la fiducia degli investitori nell'informativa di bilancio: Enron, Worldcom, o più recentemente i casi Toshiba e Olympus sono solo alcuni degli esempi di grandi colossi societari scoperti a manipolare bilanci o a commettere vera e propria frode.

A prima vista il concetto di *earnings management* può apparire poco nitido.

Innanzitutto, nella letteratura economica, vi sono diverse posizioni rispetto al significato stesso dell'espressione, ma esistono due definizioni largamente condivise che aiutano a chiarire il fenomeno.

Secondo quella proposta da Schipper (1989, p.92), siamo in presenza di *earnings management* quando vi è un "intervento intenzionale nel processo di reporting finanziario, con lo scopo di ottenere un guadagno personale." La definizione avanzata da Healy e Wahlen (1998) è più analitica: il fenomeno si realizza quando i manager, utilizzando il loro giudizio nel reporting finanziario o nello strutturare le transazioni, alterano l'informativa di bilancio, con il solo fine di ingannare gli stakeholder sulle performance economica dell'azienda o di influenzare le conseguenze di contratti che dipendono da poste di bilancio.

Entrambe le definizioni fanno leva sul concetto di intenzionalità: ne emerge che la flessibilità concessa dai principi contabili costituisce *earnings management* se i manager agiscono allo scopo di "oscurare o mascherare la vera performance economica" (Dechow e Skinner 2000). Non è facile tracciare una linea di demarcazione netta tra le azioni compiute dal management che rientrano nella discrezionalità riconosciuta dalle norme contabili e quelle che è possibile classificare come manipolazioni di bilancio: "le definizioni di *earnings management* sono necessariamente strutturate in termini di intenzionalità del management, [e] per testare le ipotesi i ricercatori devono necessariamente "rendere operative" queste definizioni" (Dechow e Skinner 2000).

In secondo luogo, come spiegato da Arthur Levitt, ex Presidente della Securities and Exchange Commission¹, nel celebre intervento "The numbers Game" (1998), l'*earnings management* "opera nella zona grigia compresa tra legittimità e palese frode, ... un'area nella quale gli utili rispecchiano i desideri del management piuttosto che la performance finanziaria della società."

¹La commissione per i Titoli e gli Scambi che vigila sulla borsa valori statunitense.

Ciò significa che le politiche di earnings management possono esplicarsi nel rispetto dei principi contabili, e non necessariamente sconfinano in pratiche illecite, se non in alcuni casi estremi, quando comportano la pubblicazione di un bilancio fraudolento; il dibattito in dottrina tuttavia rimane in corso. Una cosa però è certa: le pratiche di *earnings management* vengono volutamente messe in atto dal management con il fine ultimo di fuorviare ed ingannare tutti i fruitori del bilancio, riducendo la trasparenza e la qualità dello stesso.

1.2 Gli incentivi a manipolare i valori di bilancio

Secondo Dichev et. al (2013) i manager manipolano gli utili principalmente per tre motivi:

- I.* Quando il loro compenso è legato ai risultati economici della società;
- II.* Per soddisfare le aspettative dei mercati di capitali;
- III.* Per evitare la violazione dei *debt covenant*.

I. Compenso del management

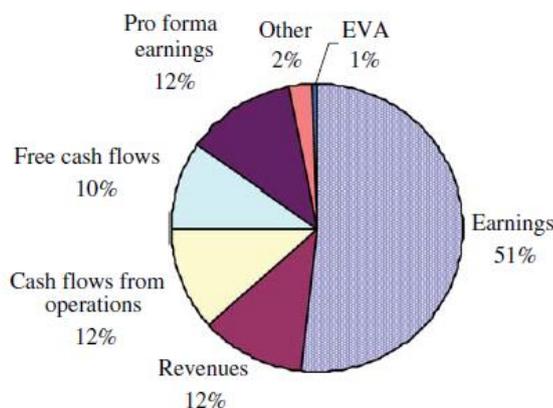
Alcuni autori hanno analizzato i contratti che legano i risultati economici della società al compenso del management, tra i quali rientrano l'assegnazione di stock options ed opzioni sull'acquisto di altri strumenti finanziari. Cornett et al. (2008) rilevano come all'aumentare della quota di remunerazione dei manager legata a stock option aumenta anche l'utilizzo di politiche di earnings management. Bergstresser e Philippon (2006) a tale proposito affermano come, durante gli anni '90, vi sia stato un ampio incremento di stock option e di remunerazione dei manager con azioni, nel tentativo di allineare gli interessi del management con quelli degli azionisti. I due autori suggeriscono come questo meccanismo tuttavia abbia aumentato enormemente l'incentivo dei manager a manipolare gli utili. Nello stesso studio viene messo in evidenza che, nelle società in cui il compenso del management è strettamente legato all'assegnazione di azioni o strumenti finanziari, l'uso di pratiche per manipolare gli utili è più pronunciato.

II. Le aspettative dei mercati di capitali

Investitori e analisti finanziari si basano sui valori espressi nel bilancio per formulare un giudizio sullo stato di salute di una società, e valutarne l'acquisto di azioni; ciò può creare un incentivo per il management per manipolare gli utili, con lo scopo di influenzare il valore delle azioni. I manager sono convinti che il più importante parametro di valutazione utilizzato dai

soggetti esterni alla società sia l'utile, e sono preoccupati di una severa reazione del mercato azionario nel caso la società non arrivasse al target previsto dagli analisti. Inoltre, essi descrivono l'esistenza di un trade-off tra la massimizzazione degli utili a breve termine e la massimizzazione del valore della società nel lungo periodo. (Graham et al. 2005)

Fig. 1. Risposte alla domanda: "Classifica i 3 più importanti parametri da riportare ai soggetti esterni alla società", basate su un campione di 401 CFO (Graham et al. 2005.)



Diverse ricerche effettuate alla fine degli anni '90 si basano su analisi dei mercati azionari americani: Burgstahler e Dichev (1997), Degeorge et al. (1999), Teoh et al. (1998a), documentano come i manager manipolino gli utili con svariate motivazioni: per evitare di riportare perdite, per raggiungere esattamente le aspettative degli analisti, per segnalare utili in crescita, ed a ridosso di offerte pubbliche d'acquisto. Tanto più una società si trova vicina ad un target predefinito di risultato economico, tanto più crescerà l'incentivo a manipolare il bilancio.

Burgstahler e Dichev (1997) stimano in una percentuale compresa tra il 30% ed il 44% le società che, partendo da un risultato economico leggermente negativo, alterano i valori di bilancio per riportare risultati economici positivi. Degeorge (1999) dimostra inoltre come vi sia una gerarchia nelle scelte manageriali: se l'obiettivo primario è evitare di riportare perdite, una volta raggiunto tale benchmark vengono poi manipolati gli utili in modo tale da riportare aumenti consecutivi nei risultati trimestrali, ed infine per raggiungere le aspettative degli analisti. I manager infine hanno interesse ad alterare gli utili quando si approssima una offerta di capitale al pubblico: Teoh et al. (1998a, 1998b) suggeriscono che il management possa manipolare il risultato economico per incrementare le aspettative degli investitori sulla performance societaria futura subito prima di offerte pubbliche d'acquisto e di aumenti di capitale a pagamento, in modo tale da incrementare il prezzo delle azioni e raccogliere più risorse finanziarie.

III. Debt covenant

Per *debt covenant* si intendono i vincoli posti in essere dal creditore, solitamente una banca, tesi ad evitare che il management della società compia azioni potenzialmente deleterie per il patrimonio societario o che potrebbero aumentare il rischio di inadempimento della società nel rimborso del prestito. Possono prevedere l'inalienabilità di alcune immobilizzazioni, il raggiungimento di soglie minime reddituali, e così via.

Sia Healy e Wahlen (1999) che Fields et al. (2001), sostengono che la letteratura in materia abbia prodotto risultati spesso non del tutto convincenti; i primi descrivono come le società in difficoltà tendano ad evitare di violare i *debt covenants* soprattutto modificando i cash flow (ad esempio riducendo i dividendi) o rinegoziando i contratti stessi di debito. I secondi sostengono invece che, nonostante rimangano dei dubbi, si possa comunque ipotizzare una relazione tra *earnings management* e violazione di *debt covenants*.

A titolo esemplificativo sia DeAngelo et al. (1994), sia Sweeney (1994), studiano società che hanno effettivamente violato qualche *covenant*. I primi analizzano un campione di società in difficoltà finanziarie: confrontando le società che hanno effettivamente violato qualche *debt covenant* con quelle restanti (all'interno del campione) non riscontrano differenze significative nelle politiche contabili. I risultati ottenuti da Sweeney invece portano l'autrice ad ipotizzare che l'*earnings management* per evitare il *default* sia probabilmente molto basso.

1.3 Politiche di real ed accrual earnings management

Nella pratica l'*earnings management* viene attuato attraverso due differenti modalità tecniche.

Le politiche di *real earnings management* o *real activities manipulation* consistono in azioni che deviano dalle normali prassi operative e commerciali societarie, intraprese dal management al solo scopo di raggiungere certi target di utile nel breve termine (Roychowdhury 2006). Le operazioni che fanno parte di questa categoria vanno a modificare l'ammontare e la distribuzione temporale di costi e ricavi. A differenza della seconda categoria di operazioni, che vedremo tra poco, l'alterazione delle attività reali della società non produce esclusivamente effetti sulla loro rappresentazione contabile, ma incide concretamente sulla situazione economica e finanziaria della società.

Secondo Roychowdhury (2006) sono tre gli strumenti principali utilizzati dai manager: la manipolazione delle vendite, la riduzione delle spese destinate a ricerca e sviluppo, advertising, manutenzione, e la sovrapproduzione, quest'ultima allo scopo di ridurre i costi fissi.

Parzialmente diversi sono i risultati dell'indagine condotta da Graham (2005) nel 2005, dalla quale emerge come l'80% dei CFOs intervistati, per raggiungere gli obiettivi di utile, sarebbero disposti a ridurre soprattutto le spese in ricerca e sviluppo, pubblicità, manutenzione, mentre il 55% arriverebbe a posticipare un nuovo progetto. Il management inoltre è propenso a concedere sconti per aumentare le vendite ed a cedere beni strumentali. Dietro tali scelte non vi è una visione strategica: deviando dalle condizioni operative ottimali, comportano un aumento dei costi nei periodi successivi, e nel lungo termine difficilmente incrementano i risultati. Ad esempio, per le società che si trovano già in difficoltà potrebbe essere molto rischioso deviare dalle ottimali condizioni di business, a causa della pressione della concorrenza (Zang 2012); inoltre a seguito di politiche di prezzo aggressive, i clienti potrebbero aspettarsi in futuro nuovi sconti; oppure i costi per ricerca e sviluppo o manutenzione rimandati si abatteranno sugli esercizi successivi e così via.

Si tratta di manipolazioni rimesse all'assoluta discrezionalità del management: risulta molto complicato stabilire con certezza quali operazioni siano state compiute con lo scopo esclusivo di raggiungere un target di utile prefissato e quelle per cui è esistita alla base una visione strategica di lungo termine.

Al contrario, attraverso la manipolazione "contabile" (*accounting earnings management*) le poste di bilancio vengono modificate cambiando i metodi di contabilizzazione o le stime di alcune voci; ciò comporta l'alterazione degli utili, senza che vi sia alla base una visione prospettica di lungo termine e nemmeno un cambiamento della reale performance economica.

Particolare rilevanza assumono le politiche di "*accrual earnings management*": il termine *accrual* si riferisce alle componenti che nel corso dell'esercizio non hanno avuto manifestazione monetaria. Per loro natura tali elementi non sono determinati in misura certa, bensì richiedono la valutazione del management al termine dell'esercizio; ciò crea i presupposti per la loro manipolazione a fini opportunistici da parte dei manager. I cambiamenti possono riguardare le poste più varie, ed alterare anche significativamente il risultato d'esercizio; i metodi più comuni comprendono il cambiamento dei criteri alla base della determinazione delle aliquote di ammortamento delle immobilizzazioni, della quantificazione dell'accantonamento al fondo svalutazione crediti o al fondo rischi ed oneri, della valutazione delle rimanenze finali, grazie alla flessibilità concessa dai principi contabili. (Zang 2012).

Penman (2013, p592) rileva come si possa considerare questa tipologia di manipolazione un "prendere a prestito" quote di reddito da esercizi futuri (o viceversa un "risparmiare" per i periodi successivi, quando si riducono gli utili): i risultati ottenuti con implementazione di

politiche “*accruals*” producono sempre effetti di segno opposto nel corso di uno o più periodi successivi². Ciò significa che non solo gli utili dell’esercizio durante il quale si manipola il bilancio sono di bassa qualità³, ma anche quelli degli esercizi seguenti. Sempre secondo Penman tutto ciò “espone gli investitori ad un rischio di crollo dei prezzi delle azioni, non solo quando l’*earnings management* viene scoperto da un revisore contabile..., ma soprattutto a causa delle sorprese negli utili quando le variazioni di segno opposto producono i loro effetti.”

Diverse ricerche evidenziano come il management compia una scelta tra i due metodi, sulla base di diversi fattori: Cohen et al. (2008) dimostrano come dopo il passaggio del Sarbanes Oxley Act⁴ nel 2002, vi è stato un importante declino nell’utilizzo di politiche di *accrual earnings management* e contemporaneamente un aumento di quelle *real*; gli autori suggeriscono che la legge abbia reso le manipolazioni basate sugli *accrual* più costose, aumentando il potere di vigilanza di investitori e revisori contabili. Zang (2012) evidenzia come il management utilizzi i due metodi sulla base sia dei loro costi relativi sia del timing delle operazioni da effettuare: le manipolazioni di attività reali sono effettuate durante l’anno; alla fine dell’esercizio i manager, sulla base dei risultati prodotti dal *real earnings management*, non totalmente prevedibili, utilizzano gli *accruals* per raggiungere gli obiettivi predefiniti.

La manipolazione degli utili tramite *accruals* non avviene soltanto con l’obiettivo di evitare oscillazioni dei redditi (*income smoothing*) o di massimizzare il risultato d’esercizio (*income maximization*). Il management può essere interessato a ridurre temporaneamente il risultato economico: ciò può avvenire quando l’utile della società è nettamente inferiore all’obiettivo e alle previsioni degli analisti o, al contrario, decisamente al di sopra. Nel primo caso, si parlerà di politiche di “*big bath*”⁵: i manager, data l’impossibilità di raggiungere il target, riportano una situazione peggiore rispetto a quella già di per sé negativa, sovrastimando i costi di competenza o svalutando e cancellando asset nello stato patrimoniale (ad esempio sottovalutando le rimanenze di magazzino o svalutando eccessivamente alcune immobilizzazioni). L’obiettivo di fondo è quello di “ripulire” il bilancio, creando i presupposti per un futuro miglioramento della performance⁶. Nel secondo caso, quando la società si trova in un periodo estremamente

² Ad esempio, una sopravvalutazione delle rimanenze di prodotti finiti nell’esercizio in corso comporta una variazione diametralmente opposta durante il periodo successivo.

³ Per Penman gli utili sono di scarsa qualità quando contribuiscono a provocare una previsione errata degli utili futuri.

⁴ Disposizione che fece seguito ai grandi scandali finanziari nei primi anni 2000, con l’intento di tutelare maggiormente gli investitori.

⁵ Levitt (1998).

⁶ La pratica è spesso utilizzata in presenza di un cambio del management: il nuovo team tenta di rimuovere una parte delle voci contabili negative che andrebbero ad impattare negativamente sui risultati nei periodi successivi, addossando la responsabilità delle perdite ai predecessori.

positivo, il management imputa degli importi per niente realistici a fondi per perdite future (ad esempio il fondo rischi ed oneri), riducendo il risultato economico quanto basta per non deludere le aspettative degli analisti, creando così delle riserve “occulte”, dette “*cookie jar reserves*”⁷, alle quali attingere nei periodi più difficili, utilizzando parte dei fondi accantonati.

1.4 Modelli di individuazione

Sino alla fine degli anni '90 si credeva che gli investitori fossero in grado di “*see through earnings management*”, ossia di non farsi ingannare dalle manipolazioni e di riuscire a valutare le azioni di conseguenza (vedi Healey e Wahlen 1999). In realtà diverse ricerche hanno successivamente smentito questa ipotesi: ad esempio Dechow et al. (1996), esaminando alcune società soggette ad un'indagine della SEC per *earnings management*, dimostrano come esse abbiano sofferto un calo medio del prezzo delle azioni del 9% nel momento in cui il mercato ha scoperto la manipolazione, a riprova del fatto che gli investitori non erano riusciti ad individuarla.

Date le difficoltà nell'osservare l'*earnings management*, nel corso del tempo sono stati proposti svariati modelli volti a rilevare la presenza del fenomeno; quelli più rilevanti ed utilizzati nella letteratura si concentrano sull'analisi degli *accrual* aggregati, divisi tra *non discretionary* e *discretionary accruals*: i primi sono gli *accrual* attesi, difficilmente manipolabili, quelli che ci aspetta di incontrare nelle normali condizioni operative della società, in relazione al settore, alla performance, dimensione, e così via; i secondi sono quelli anormali, che risultano dalla manipolazione dei manager.

Gli *accruals* totali sono dati dalla differenza tra l'utile d'esercizio ed il *cash flow* della gestione operativa, ma possono anche essere scomposti attraverso la seguente formula:

$$\text{➤ } WC_ACC_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} - \Delta Cash_{it} + \Delta STD_{it}) / A_{i, t-1} \text{ (Dechow et al. 2012)}$$

Dove

- ΔCA e ΔCL indicano rispettivamente la variazione nelle attività correnti e quella nelle passività correnti;
- $\Delta Cash$ indica il cash flow del periodo;
- ΔSTD indica la variazione nei debiti a breve termine;
- A indica gli asset totali.

⁷ Levitt (1998).

Seguendo Dechow et al. (1995), notiamo che spesso i modelli condividono l'impostazione di fondo: il punto di partenza per stimare i *discretionary accruals* sono gli *accruals* totali; vengono poi ipotizzati dei modelli che tentano di spiegare come si formano i *non discretionary accruals*, in modo tale da suddividere gli *accrual* totali nelle due componenti. La maggior parte dei modelli richiede inoltre che almeno un parametro sia stimato: ciò si realizza solitamente attraverso l'utilizzo di un'"*estimation period*", ossia un lasso temporale durante il quale si ipotizza l'assenza di *earnings management* sistematico.

Tra modelli più frequentemente impiegati nella letteratura troviamo l'*Healy Model* (Healy 1985), il *Jones Model* (Jones 1991), ed il *Modified Jones Model* (Dechow et al. 1995).

I. *Healy Model*: il modello proposto da Healey (1985) è diverso dagli altri in quanto prevede che l'*earnings management* si verifichi in ogni periodo. Healy (1985) utilizza una variabile che divide il data set in tre gruppi di osservazioni: in un gruppo è prevista la manipolazione degli utili verso l'alto, negli altri due verso il basso. Il passo successivo consiste nel mettere a confronto la media degli *accruals* totali del primo gruppo con quella degli altri due: l'approccio utilizzato equivale sostanzialmente a considerare il gruppo di osservazioni per le quali è previsto l'*earnings management* verso l'alto come l'*estimation period*, e viceversa i set di osservazioni per i quali sono previste manipolazioni dirette a ridurre il risultato economico come l'*event period* (Dechow et al. 1995). Ne deriva che la media degli *accruals totali dell'estimation period* rappresenta i *non discretionary accruals*:

$$\text{➤ } NDA \tau = \frac{\sum_t TA_t}{T}$$

Dove

- *NDA* corrisponde ai *non discretionary accruals* stimati;
- *TA* sono gli *accruals* totali divisi per gli asset totali in $t-1$;
- $t = 1, 2, \dots, T$ indica l'anno incluso nell'*estimation period*;
- τ indica un anno nell'*event period*.

I *discretionary accruals* sono dati dunque dalla differenza tra gli *accruals* totali ed i *non discretionary accruals*. L'*Healy model* è stato uno dei primi a considerare i *discretionary accruals* come *proxy* di *earnings management*, tuttavia il modello non include nessuna determinante degli stessi.

II. *Jones Model*: Jones (1991) ipotizza un modello più analitico. Un'assunzione importante è quella che i *non discretionary accruals* non siano sempre costanti nel tempo; il modello tenta infatti di valutare gli effetti dei cambiamenti di alcuni parametri *firm-specific* sui non discretionary accruals:

$$\text{NDA } \tau = \alpha_1 (1/A_{\tau-1}) + \alpha_2 (\Delta REV\tau) + \alpha_3 (PPE\tau)$$

Dove

- $\Delta REV\tau$ corrisponde alla differenza tra ricavi nell'anno τ ed i ricavi in $\tau-1$ (diviso il totale dell'attivo in $\tau-1$);
- $PPE\tau$ indica le immobilizzazioni materiali nell'anno τ (diviso il totale dell'attivo in $\tau-1$);
- $A_{\tau-1}$ corrisponde al totale dell'attivo in $\tau-1$;
- $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3 =$ parametri *firm-specific*, da stimare.

Le stime dei parametri α_1, α_2 e α_3 si ottengono attraverso il modello nell'*estimation period*, che, a differenza del modello di *Healy*, corrisponde all'assenza di earnings management:

$$\text{TA}_t = a_1 (1/A_{t-1}) + a_2 (\Delta REV_t) + a_3 (PPE_t) + v_t$$

Dove

- $a_1, a_2,$ e a_3 indicano le stime OSL di $\alpha_1, \alpha_2,$ e α_3 (e TA è diviso per gli asset in $t-1$);

Secondo Dechow et al. (1995) il modello spiega circa un quarto delle variazioni negli *accruals totali*; è opportuno sottolineare come nel *Jones Model*, inoltre, sia assunta implicitamente la non discrezionalità dei ricavi. Ciò significa che se il management manipola gli utili attraverso tale componente, ciò determinerà una stima dell'*earnings management* che tende a zero.

III. *Modified Jones Model*: Dechow et al. (1995) formulano una variante del modello di Jones, per eliminare la misurazione errata del modello nel caso in cui la discrezionalità sia esercitata sui ricavi. In questa versione, i *non discretionary accruals* sono stimati durante l'*event period*, durante il quale l'*earnings management* è ipotizzato:

$$\text{NDA } \tau = \alpha_1 (1/A_{\tau-1}) + \alpha_2 (\Delta REV\tau - \Delta REC\tau) + \alpha_3 (PPE\tau)$$

in questo modo viene incluso $\Delta REC\tau$, ossia la variazione dei crediti al netto del fondo svalutazione tra τ e $\tau-1$ (diviso gli asset totali in $\tau-1$). Le stime di α_1, α_2 e α_3 ed i *non discretionary accruals* durante l'*estimation period* si ottengono dal modello originale.

Il *modified Jones Model* tiene dunque conto della possibilità per i manager di manipolare gli accruals relativi ai ricavi.

In questo capitolo abbiamo visto come il problema dell'*earnings management* sia stato analizzato in letteratura a seconda di differenti prospettive, e come diversi autori abbiano tentato, con svariati strumenti, di studiarne incidenza e diffusione. Nel secondo capitolo si affronterà il tema da un diverso punto di vista, diretto ad analizzare il singolo bilancio per verificarne i livelli di qualità e veridicità.

CAPITOLO 2

L'accounting quality analysis proposta da Penman

Date le imprecisioni dei modelli aggregati, si rende necessaria un'analisi della qualità delle singole voci di bilancio, la cui efficacia dipende dall'accessibilità delle informazioni. Dichev et al. (2013) a tale proposito riportano quelle che secondo i *CFO* sono le più importanti “*red flags*”, o campanelli d'allarme, che dovrebbero far sospettare investitori e ricercatori desiderosi di individuare eventuali manipolazioni:

- I. *Trend degli utili che non corrispondono ai cash flow*: questa categoria comprende cash flow deboli, utili che rimangono stabili ma con cash flow che lentamente si deteriorano, e cash flow che si muovono in direzione diametralmente opposta rispetto agli utili per più di 6 trimestri.
- II. *Scostamenti significativi dai benchmark*: i *CFO* ritengono sia doveroso analizzare più a fondo un bilancio quando alcuni elementi cominciano a deviare dalla media di settore, come la crescita di ricavi ed investimenti, il delta costi-ricavi, e le rivalutazioni degli asset.
- III. *Ulteriori segnali*: nella terza categoria di “*red flags*” rientrano i risultati che costantemente superano le aspettative ed utili troppo stabili rispetto al ciclo economico, ed altre voci di bilancio, come il livello totale di accruals ed il loro trend nel tempo, e componenti one-time o straordinari troppo frequenti.

Penman (2013) propone una serie di indici e strumenti per misurare l'*accounting quality* e l'*earnings quality*. Secondo l'autore, l'utile d'esercizio, il *net income*, è il principale strumento utilizzato da investitori e analisti per prevedere i risultati futuri; quando gli utili sono fortemente alterati dai manager diventano dunque di scarsa qualità, tendendo ad ingannare gli investitori.

È di fondamentale importanza reintrodurre il concetto della “*reversal property of accounting*” (Penman 2013, P.591): i risultati ottenuti sfruttando i principi contabili producono sempre un effetto contrario nei periodi successivi. Ad esempio, se la società non svaluta correttamente i crediti verso clienti, quelli inesigibili nei periodi successivi andranno a ridurre inaspettatamente i risultati futuri ed i crediti stessi. Dunque, affinché l'*earnings quality* sia soddisfacente, è anche necessario che gli utili non vengano intaccati dagli effetti di valutazioni ingannevoli compiute negli anni precedenti.

A tal proposito, occorre sottolineare che la metodologia presentata da Penman si riferisce a situazioni in cui le manipolazioni alterano temporaneamente il risultato economico, ma è

possibile che una società adotti ad esempio una politica contabile “*conservative*” (o viceversa “*liberal*”) (Penman 2013, P.592), sottovalutando costantemente gli asset. Il concetto sarà chiarito più avanti.

Penman (2013) inoltre spiega che la qualità della contabilità non dipende solamente da come vengono applicati i principi contabili: occorre che a monte vi siano dei principi che, quando utilizzati correttamente, siano in grado di rappresentare tutti gli aspetti rilevanti della performance societaria. È poi necessario accertarsi che la società non stia infrangendo la legge, ad esempio falsificando fatture; tuttavia questo è il compito dei revisori contabili e delle autorità competenti. La metodologia in esame consente di individuare situazioni nelle quali il management mette in discussione l’*accounting quality*, utilizzando opportunisticamente la flessibilità concessa dai principi contabili, e manipolando struttura e timing delle transazioni.

Prima di iniziare l’analisi, occorre evidenziare altri due punti fondamentali.

Innanzitutto, spesso la disclosure⁸ delle società può essere totalmente inadatta per effettuare un’*accounting quality analysis* concreta ed efficace. Penman (2013) individua quattro tipi di disclosure importanti ai fini della valutazione:

- I. La disclosure che separa accuratamente gli elementi operativi da quelli finanziari;
- II. La disclosure che distingue la redditività proveniente dall’attività principale della società da quella derivante da elementi straordinari ed irripetibili;
- III. La disclosure che mette in evidenza i driver della redditività;
- IV. La disclosure che definisce la politica di *accounting* della società.

In secondo luogo, è necessario contestualizzare la società, individuando prima di tutto il settore in cui opera, per avere ad esempio un’idea più chiara di quanto sia la durata standard delle immobilizzazioni, o quanto incidano i costi operativi sui ricavi, e così via. Successivamente è opportuno accertarsi della politica di *accounting* della società, come descritto precedentemente, per stabilire un benchmark ed individuare eventuali deviazioni significative; si può distinguere tra *conservative*, *liberal* e *neutral accounting* (Penman 2013, P.557). Il primo termine è riferito a società che sottovalutano costantemente gli asset, con l’effetto di aumentare la redditività nel lungo periodo; il secondo, viceversa, describe la pratica di sopravvalutare perennemente l’attivo dello Stato Patrimoniale. *Neutral accounting* indica le situazioni intermedie.

Infine, occorre prestare attenzione ad eventuali condizioni che potrebbero suggerire la presenza di *earnings management*: oltre ai già citati incentivi inerenti alla pressione del mercato, il

⁸La comunicazione economico-finanziaria.

compenso del management, e la violazione di *debt covenant*, è il caso di tenere sotto controllo cambiamenti nel management team o nei revisori legali, o studiare accuratamente le società obiettivo di un *takeover*⁹, ed in generale, fare attenzione a tutte le situazioni che potrebbero motivare i manager ad alterare i risultati.

2.1 *Quality diagnostic: Accrual earnings management*

L'analisi si divide in due categorie: all'interno della prima troviamo alcuni indici che tentano di individuare eventuali alterazioni contabili (*accrual earnings management*), per stabilire la qualità delle voci di bilancio; la seconda comprende invece alcuni strumenti propedeutici ad identificare scostamenti dal normale svolgimento delle attività operative e commerciali (*real earnings management*).

La metodologia utilizzata da Penman (2013) è basata sui principi contabili utilizzati negli Stati Uniti, i GAAP (*General Accepted Accounting Principles*). Tuttavia, come da lui stesso sottolineato, i principi internazionali (*IFRS, International Financial Reporting Standards*), a cui devono conformarsi le società quotate dell'Unione Europea, sono sostanzialmente omogenei a quelli statunitensi, con l'eccezione di alcuni dettagli; per questo durante l'analisi vi saranno delle minime differenze riguardanti certi elementi presenti nel *Balance Sheet* (Stato Patrimoniale), nell'*Income Statement* (Conto Economico), e nel *Cash Flow Statement* (Rendiconto Finanziario).

Il punto di partenza per ricercare le manipolazioni contabili è dato dalla relazione

$$\text{➤ } OI = \Delta NOA + (C - I)$$

Occorre dunque analizzare a fondo, oltre che l'*operating income* (*OI*), i cosiddetti *Net Operating Assets* (*NOA*). Penman definisce l'*operating income* come la differenza tra tutti i componenti *operativi* positivi e negativi del conto economico, al netto del calcolo delle imposte; l'aggettivo *operativo* si riferisce ai componenti della gestione caratteristica e patrimoniale-accessoria, in contrapposizione ai componenti finanziari, in particolare gli interessi. I *Net Operating Assets* (*NOA*) corrispondono alla differenza tra gli elementi *operativi* attivi e le passività *operative* presenti nello Stato Patrimoniale. L'aggettivo *operativo* è qui utilizzato per separare gli elementi che vengono generati spontaneamente dal normale ciclo produttivo della società come impianti, macchinari, crediti commerciali, rimanenze (dal lato dell'attivo), debiti

⁹Acquisizione del controllo economico di una società da parte di un'altra tramite l'acquisto di azioni.

verso fornitori o debiti tributari (dal lato del passivo) da impieghi e coperture finanziarie (quali patrimonio netto, prestiti a breve ed a lungo termine, ed attività finanziarie). $(C - I)$ corrisponde al *Free Cash Flow*, il flusso di cassa disponibile per la distribuzione tra azionisti e creditori: per Penman può essere calcolato come la differenza tra il *cash flow from operations*, al lordo degli oneri (e proventi) finanziari¹⁰ (C), ed il *cash flow used in investing*, a cui vanno sottratti gli investimenti netti finanziari (I); entrambi i flussi possono essere determinati a partire dal Cash Flow Statement.

L'*accruals earnings management* lascia sempre una traccia: le variazioni dell'*operating income* influenzano i *net operating asset*: ad esempio una diminuzione dei costi è legata ad un aumento dei risconti attivi o a minori ratei passivi. I *NOA* sono definiti la componente *soft* dell'equazione, in quanto facilmente manipolabili, mentre il *Free Cash Flow*, *hard*, non è influenzato dall'*accrual earnings management*. Per questo è fondamentale analizzare sia costi e ricavi nell'*Income Statement*, sia attività e passività nel *Balance Sheet*.

2.1.1 Analisi per determinare manipolazioni nelle vendite e nei ricavi

La voce dei ricavi è di buona qualità se permette di effettuare una stima della liquidità che le vendite hanno generato e che genereranno in futuro quando i clienti salderanno i loro crediti. Purtroppo, il management può intervenire in vari modi per alterare la qualità delle poste contabili che rientrano in questa categoria, ad esempio sottovalutando i crediti che diventeranno inesigibili, o registrando nell'esercizio in corso ricavi non di competenza.

Innanzitutto, seguendo Penman (2013), è necessario calcolare le "*net sales*", definite come

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

Dove *cash from sales* sta per le somme di denaro ricevute dai clienti; $\Delta \textit{Net accounts receivable}$ corrisponde alla variazione dei crediti verso clienti durante l'esercizio, al netto del fondo svalutazione crediti; $\Delta \textit{Allowance for sales returns and discounts}$ sta per la quota accantonata ad un eventuale fondo resi ed abbuoni futuri; $\Delta \textit{Unearned revenue}$ indica i risconti passivi, i ricavi sospesi.

¹⁰ Occorre considerare anche lo "scudo fiscale", ossia la diminuzione (aumento) di imposte provocata dagli oneri (proventi) finanziari.

Tuttavia, come Penman (2013) stesso afferma, la mancanza di disclosure può penalizzare molto l'analista, che solitamente deve limitarsi a calcolare le *net sales* come le vendite al netto di resi e sconti, e cioè fare affidamento sui ricavi presenti all'interno dell'*income statement*, già al netto di eventuali resi ed abbuoni.

Una volta ottenute le *net sales*, è possibile calcolare i seguenti indici:

- *Net sales/Cash from sales*
- *Net sales/Net accounts receivable*
- *Net sales/Allowance for sales returns and discounts*
- *Net sales/Unearned revenue*

Occorre osservare i cambiamenti dei rapporti nel corso del tempo. Se la società riporta ricavi in maniera eccessivamente aggressiva o sottovaluta resi e perdite su crediti, il primo indicatore crescerà nel corso del tempo mentre il secondo diminuirà. Se invece le *net sales* aumentano a causa di riduzioni nei risconti passivi, sarà l'ultimo rapporto ad essere influenzato. Purtroppo, come già detto in precedenza, spesso la disclosure è insufficiente per calcolare correttamente gli indici.

Inoltre, per analizzare il fondo svalutazione crediti ed i crediti inesigibili, sono suggeriti altri tre rapporti:

- *Bad debt expense/Actual credit losses*
- *Bad debt reserves/Accounts receivable (gross)*
- *Bad debt expense/Sales*

Dove *Bad debt expense* e *Bad debt reserves* si riferiscono rispettivamente alla svalutazione crediti operata nel corso dell'esercizio ed al fondo svalutazione crediti; *Actual credit losses* si riferisce alle effettive perdite sui crediti; con *Account receivable (gross)* si intendono i crediti verso clienti al lordo del fondo svalutazione.

2.1.2 Analisi per determinare manipolazione nei costi operativi

a) Esaminare cambiamenti nei Net Operating Assets

Penman propone di calcolare il *Normalized Operating Income*, per verificare se alla crescita delle vendite corrisponde una normale crescita dei *Net Operating Assets*, e di conseguenza un utile non alterato; si ricorre alla formula dell'Asset Turnover, se si è soddisfatti con la qualità della voce dei ricavi:

- $ATO = Sales/NOA$; esso misura i ricavi generati per ogni euro investito nei *Net Operating Assets*. Di conseguenza
- $NOA = Sales/ATO$.

Per verificare il *Normalized OI*:

- $Normalized\ OI = FCF + \Delta\ Normalized\ NOA$; dunque
- $Normalized\ OI = FCF + \Delta\ Sales/Normal\ ATO$;

dove con *Normal ATO* si intende l'Asset Turnover medio degli anni precedenti o quello di società con simili operazioni e politiche contabili. Esso determina la variazione attesa dei *Net Operating Assets* al variare delle vendite.

Quando il rapporto

- $Normalized\ OI/OI$

differisce significativamente dall'unità, potremmo trovarci di fronte ad una manipolazione.

b) Esaminare cambiamenti nell'Asset Turnover

La manipolazione dei costi operativi influenza anche l'Asset Turnover e il *Profit Margin (PM)*, definito come:

- $PM = OI/Sales$.

L'*earnings management* tuttavia altera i due indici in direzioni opposte: al ridursi dei costi operativi aumenta l'*Operating Income* e di conseguenza il *Profit Margin*, ma aumentano anche i *Net Operating Assets* (data la relazione $\Delta NOA = OI - FCF$), il che riduce l'Asset Turnover.

Se la società sta manipolando i costi per incrementare o mantenere il *Profit Margin*, il ridursi dell'Asset Turnover segnalerà la diminuzione del *Profit Margin* nei periodi successivi, per effetto della *reversal property of accounting*.

Occorre dunque fare attenzione ai cambiamenti nell'Asset Turnover e a quelli nei ricavi, in particolare nei casi in cui il *Profit Margin* cresce (o rimane costante) ma l'Asset Turnover si riduce, o quando vi è un notevole aumento dei *Net Operating Assets* non accompagnato dalla crescita dell'*ATO*.

c) Esaminare direttamente le singole voci dell'Income Statement e del Cash Flow Statement

I. Ammortamento:

Quote di ammortamento eccessivamente ridotte comportano delle future svalutazioni degli asset nello Stato Patrimoniale o delle minusvalenze nel momento della cessione delle immobilizzazioni.

Per effettuare un'analisi, è necessario rettificare l'*EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization¹¹)*, considerando la “*normal capital expense*” (Penman 2013, P.607):

$$\text{➤ } \textit{Adjusted EBITDA} = \textit{EBIT} + \textit{Depreciation and amortization} - \textit{Normal capital Expense}$$

L'*EBITDA* è uno dei margini più utilizzati dagli analisti finanziari per la valutazione delle società (Penman 2013, P.50); opera una prima rilevazione di redditività, essendo il margine lordo che viene a crearsi dalla differenza tra ricavi e costi escludendo tuttavia gli ammortamenti, gli oneri ed i proventi finanziari, ed il calcolo delle imposte. L'*EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)* invece considera anche gli ammortamenti, ed esprime la redditività totale dell'impresa, ad eccezione della gestione finanziaria e prima del calcolo delle imposte¹².

La *Normal capital expense* è approssimata dalla *capital expenditure* o spesa in conto capitale media degli ultimi esercizi, ossia il flusso di cassa impiegato per acquistare o rinnovare le immobilizzazioni operative.

In questo modo è possibile confrontare l'*Adjusted EBITDA* così ottenuto con l'*EBIT*, che dipende dall'ammortamento presente nel conto economico:

$$\text{➤ } \textit{Adjusted EBITDA/EBIT}$$

L'indice proposto consente di verificare se la perdita di valore delle immobilizzazioni segnalata dall'ammortamento è stimata in modo accurato; la situazione è da tenere sotto controllo quando il dato non è in linea con gli investimenti che la società ha effettivamente messo in atto per rinnovare gli asset, elemento che non può essere alterato dall'*accrual earnings management*.

È possibile calcolare anche:

¹¹ La lingua inglese utilizza due termini diversi per descrivere l'ammortamento: *Depreciation*, per le immobilizzazioni materiali, *Amortization*, per le immobilizzazioni immateriali.

¹² Essendo margini risultanti della riclassificazione del conto economico, EBITDA ed EBIT possono differire leggermente dalla formulazione proposta da Penman (2013) a seconda dell'analista che compie la riclassificazione.

➤ *Depreciation/Capital Expenditures*

Se il rapporto è inferiore ad 1, è probabile che in futuro l'ammortamento (delle immobilizzazioni materiali) aumenti.

II. *Accruals totali*

Gli accruals totali sono costituiti da tutti gli elementi che non hanno avuto manifestazione monetaria nel corso dell'esercizio; corrispondono alla differenza, esibita nello *statement of cash flows*, tra il *net income* (l'utile d'esercizio) ed il *cash flow from operations (CFO)*¹³. Se la disclosure lo permette, si può rilevare il rapporto

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

Con *New operating accruals* ci si riferisce agli accruals operativi rilevati nell'esercizio.

Per questo Penman (2013) propone l'indice

➤ CFO/OI

La manipolazione dell'*operating income* influenzerà l'indicatore, in quanto è molto più complesso alterare il *cash flow from operations*.

È possibile calcolare anche

➤ CFO/NOA

Anche in questo caso, le manipolazioni alterano il denominatore e modificano il rapporto nel tempo. Tuttavia, anche il *CFO* può essere oggetto di manipolazione; è necessario dunque che l'analista si concentri su tale misura, che può essere alterata come vedremo in seguito.

III. *Singoli accrual*

È opportuno analizzare ogni *accrual* presente nello *Statement of Cash Flows*, in particolare ratei e risconti. Per ogni *accrual* (escluso l'ammortamento, che dispone dell'indice apposito visto in precedenza), si può verificare l'andamento del seguente indice:

➤ $Accrual/\Delta Sales$

È fondamentale prestare maggior attenzione al rapporto quando gli *accruals* sono elevati e la crescita delle vendite è minima (o addirittura negativa).

¹³ In questo caso senza tener conto di oneri (e proventi finanziari), e del relativo scudo fiscale.

IV. Altre componenti che dipendono da stime

- *Pension expense/Total operating expense*
- *Other postemployment expense/Total operating expense*

Gli indici mettono a confronto i costi operativi totali con i costi legati alle pensioni che la società dovrà versare ai dipendenti al termine del rapporto di lavoro, ed altri costi legati alla cessazione del rapporto lavorativo, come l'assistenza medica post-lavorativa ed altri benefici; gli importi dipendono largamente da stime ed ipotesi.

Sarebbe opportuno investigare anche tutti i componenti delle spese generali, amministrative e di vendita, entro i limiti concessi dalla disclosure.

V. Imposte

Secondo Penman *l'effective tax rate* e lo *statutory tax rate* nel tempo convergono. Le due aliquote nascono a causa delle differenti disposizioni che regolano la determinazione del risultato d'esercizio e il computo del reddito fiscalmente rilevante: indicano rispettivamente la tassazione effettivamente sopportata dalla società, tenendo conto di deduzioni, esenzioni, e così via, e la percentuale, stabilita dalla legge, da applicare all'utile imponibile. Per questo viene proposto l'indice:

- *Operating tax expense/OI before taxes*

Operating tax expense si riferisce dunque alla tassazione determinata dalle componenti operative. Se il rapporto differisce dallo *statutory rate*, occorre indagare più a fondo. Sono di fondamentale importanza anche le *deferred taxes*, ossia le imposte differite che si generano a causa della differenza sopra citata. Occorre verificare le componenti che le determinano, in quanto per la maggior parte dipendono da stime, in particolare l'ammortamento: se le quote divergono in maniera rilevante rispetto alla crescita degli investimenti, la società potrebbe stare sovrastimando la durata degli asset, per alterare gli utili.

d) Esaminare direttamente le singole voci del Balance Sheet

Se i valori degli asset operativi sono troppo elevati, in futuro le voci dovranno essere svalutate. Le principali voci da controllare comprendono:

- I. Asset iscritti a bilancio ad un valore nettamente al di sopra del valore di mercato: è molto probabile che in futuro gli asset verranno svalutati in seguito ad impairment test, la verifica delle perdite di valore delle attività.

- II. Asset suscettibili alla capitalizzazione di costi non-tipici, come l'advertising, lo sviluppo di software ed i costi di start up¹⁴.
- III. Immobilizzazioni immateriali soggette a stime, sia per quanto riguarda il valore iscritto a bilancio, sia per le quote di ammortamento, come ad esempio i costi per software.
- IV. Asset valutati al *fair value*, che possono essere frutto di stime non obiettive.

Per quanto riguarda le passività operative, è necessario fare attenzione a:

- I. Passività frutto di stime, come fondi e debiti relativi a pensioni ed altri benefici dovuti al termine del rapporto di lavoro, e risconti passivi, in relazione al totale delle passività operative.
- II. Fondi garanzia prodotti, con due indici da tenere sotto controllo:
 - *Warranty expense/Actual warranty claims*
 - *Warranty expense/Sales*

Warranty expense si riferisce all'accantonamento al fondo garanzia prodotti, mentre *actual warranty claims* alle effettive spese sostenute per far fronte ai reclami ricevuti.

2.1.3 *Analisi per determinare manipolazione nei componenti inusuali e non ricorrenti*

Il problema sorge quando i componenti in esame sono frutto di stime, come nel caso di impairment test e di riorganizzazioni e ristrutturazioni aziendali. La società potrebbe decidere di effettuare una ristrutturazione in futuro ma iscrivere una stima del costo nell'attuale *income statement* e la relativa passività nel *Balance Sheet*, con il rischio di sovrastimare i costi per aumentare i risultati futuri. In questi casi occorre prestare particolare attenzione.

2.2 *Real earnings management (transaction manipulation)*

La rimanente parte dell'analisi si focalizza sulle alterazioni del business con lo scopo di modificare gli utili.

2.2.1 *Revenue timing*

Le società possono modificare i ricavi verso la fine dell'esercizio producendo e consegnando i prodotti per incrementare il risultato d'esercizio. Occorre fare attenzione ad incrementi o decrementi inaspettati dei ricavi nell'ultimo periodo nei bilanci trimestrali.

¹⁴ I costi di avvio di una nuova impresa o attività.

2.2.2 *Revenue structuring*

In questa categoria rientrano vari elementi utilizzati dalle società per alterare la composizione dei ricavi, come:

- I. Transazioni ed operazioni commerciali con soggetti in potenziale conflitto di interessi con la società, ad esempio azionisti della società stessa o società di proprietà di azionisti, filiali, società controllate e così via.
- II. Scambi di prodotti, servizi, di magazzino, senza corrispettivo monetario.

Tuttavia, in questi casi, spesso le informazioni concesse dalla società non sono sufficienti.

2.2.3 *Expense timing*

In particolare, è necessario fare attenzione alle spese di advertising e di ricerca e sviluppo (R&D):

- *R&D expense/Sales*
- *Advertising expense/Sales*

Se gli indici sono relativamente bassi, è probabile che la società stia rimandando le spese per incrementare il risultato attuale. In particolare, se gli utili aumentano per la riduzione dei costi in ricerca e sviluppo, è probabile che la redditività futura diminuisca per effetto del mancato avanzamento tecnologico.

2.2.4 *Releasing Hidden Reserves*

Quando la società utilizza una politica di *conservative accounting* vi è una costante sottovalutazione degli asset o sopravvalutazione delle passività¹⁵. In questo modo vengono a crearsi delle riserve “nascoste” di profitto: quando la crescita rallenta, le riserve sono liquidate e gli utili aumentano. Occorre tenere sotto controllo la attività e le passività frutto di stime. Un caso particolare è quello delle rimanenze valutate con il metodo LIFO, che presuppone che i beni scaricati dal magazzino siano gli ultimi ad esservi entrati: in una situazione di aumento dei prezzi, i costi riportati crescono, venendosi così a creare delle riserve nascoste di profitto.

2.2.5 *Other income timing*

Le società possono realizzare plusvalenze e minusvalenze dalle cessioni di asset ed alterare l'utile. Nella misura in cui la disclosure lo permette, è opportuno indagare più a fondo sul

¹⁵ Il termine si riferisce anche in situazione di sopravvalutazione costante delle passività, come i fondi svalutazione crediti o i risconti passivi.

valore degli asset ceduti: ad esempio una società potrebbe realizzare una plusvalenza su di un asset sottovaluto, ma nei periodi successivi vedrebbe ridursi la redditività a causa dell'assenza dell'asset.

2.2.6 *Organizational manipulation*

Le società possono organizzare le loro operazioni in maniera tale da “nascondere” alcuni elementi che altrimenti figurerebbero nel *Balance Sheet* o nell'*Income Statement*.

a) *R&D Partnerships*

Le spese per ricerca e sviluppo riducono l'utile. Le società talvolta creano e controllano un'altra impresa, che ha il compito di registrare in bilancio i costi. La prima società invece svolge l'effettiva attività di ricerca e sviluppo, senza effetti negativi sull'utile d'esercizio.

b) *Pension Funds*

I fondi pensione possono diventare *overfunded*, termine utilizzato per descrivere la situazione in cui vi è un surplus di denaro rispetto a quanto la società ha previsto di sborsare al termine dei rapporti di lavoro; tecnicamente *l'overfunding* è di proprietà dei dipendenti, ma le società trovano il modo di utilizzarlo per sostenere i costi operativi.

c) *Special-Purpose entities*

Le società possono dare vita alle *Special-Purpose entities*, entità create ad hoc per adempiere a specifici obiettivi, che solitamente consistono nel detenere degli asset che altrimenti apparirebbero nel *Balance Sheet*, ad esempio attività cartolarizzate¹⁶. Nonostante non abbia controllo su queste entità, la società può subire conseguenze in seguito ad eventuali difficoltà della *Special-Purpose entities*.

2.3 *Disclosure quality*

Ancora una volta, è importantissimo ripetere come un'analista esterno può frequentemente trovarsi in difficoltà a causa di una disclosure di bassa qualità. Il problema riguarda l'interesse dell'informativa finanziaria; in particolare è spesso complicato distinguere tra componenti operativi e finanziari, e molte volte non vengono evidenziati i dettagli di alcune voci fondamentali della metodologia descritta, come ratei e risconti, spese generali, amministrative

¹⁶ La trasformazione di asset difficilmente smobilizzabili in valori liquidi e negoziabili.

e di advertising, e così via. Nel terzo capitolo vedremo l'applicazione pratica dell'analisi di Penman, e come l'assenza di informazioni può influenzare la qualità della valutazione finale.

CAPITOLO 3

La metodologia di Penman applicata: De'Longhi

In quest'ultimo capitolo verrà impiegata la metodologia proposta da Penman, con lo scopo di valutare la qualità dell'informativa finanziaria ed individuare l'eventuale presenza di manipolazione degli utili.

3.1 De'Longhi

Innanzitutto, è necessario individuare le caratteristiche del settore in cui opera la società, in modo tale da prevedere le aree in cui è più probabile vi sia manipolazione. La società viene fondata più di un secolo fa, nel 1902, per opera della famiglia De'Longhi. Inizialmente si occupa di produzione di stufe a legna, ma è alla fine degli anni '60 che la società viene rifondata con il lancio sul mercato dei primi prodotti a marchio De'Longhi: radiatori elettrici portatili e condizionatori d'aria. Nei successivi 30 anni la società conosce una forte espansione, arrivando a produrre pressoché qualsiasi tipo di elettrodomestico nell'ambito della cucina e della cura della casa, in particolare macchine da caffè, ferri da stiro e condizionatori portatili. Il 2001 è l'anno della quotazione in borsa, a cui seguono una serie di acquisizioni che permettono alla società di diversificare ulteriormente l'offerta: nel 2001 Kenwood (prodotti da cucina), nel 2010 Ariete (piccoli elettrodomestici) ed infine nel 2012 Braun relativamente ai diritti sugli elettrodomestici per la cucina e per la cura della casa di (prodotti per la casa).

I settori di riferimento sono dunque quelli della climatizzazione, del riscaldamento, della preparazione del caffè e della pulizia: le voci di bilancio verso le quali prestare maggiore attenzione saranno quelle che riguardano la compravendita di beni strumentali, come i crediti verso i clienti, i ricavi, i costi operativi, ma è necessario anche controllare cambiamenti sospetti negli asset e nei costi di ricerca di e sviluppo, tenendo conto dell'andamento crescente degli utili negli ultimi tre anni.

3.2 La riclassificazione di bilancio

È opportuno, in primo luogo, seguire lo schema di riclassificazione elaborato da Penman (2013), in modo tale da evidenziare la componente operativa e dunque la variazione nei *net operating assets*; in seguito è possibile ricercare un'eventuale manipolazione ed il relativo effetto sul risultato d'esercizio (valori in migliaia di euro):

<i>Operating assets</i>	2017	2016	2015
Immobilizzazioni immateriali	320.910	327.792	322.498
Immobilizzazioni materiali	231.850	195.095	197.983
Rimanenze	329.710	320.786	323.420
Crediti commerciali	401.545	372.777	372.072
Disponibilità liquide (operative ¹⁷)	143	139	134
Altri crediti operativi non correnti	35.405	41.662	42.673
Altri crediti operativi correnti	41.574	42.115	42.568
Altri asset	24.244	6.128	6.561
Totale	1.385.381	1.306.494	1.307.909

<i>Operating liabilities</i>	2017	2016	2015
Debiti commerciali	366.061	365.315	383.346
Altri debiti operativi non correnti	97.455	118.015	103.152
Altri debiti operativi correnti	149.015	116.620	104.277
Totale	612.531	599.950	590.775

NOA (OA-OL)	772.850	706.544	717.134
--------------------	----------------	----------------	----------------

In questo modo possiamo valutare l'andamento dei *net operating assets* in rapporto al *cash flow from operations*: un incremento dei *NOA* ingiustificato altererà significativamente il rapporto, dato che il *CFO* è difficilmente alterabile dall'*accrual earnings management*.

¹⁷ Esclusivamente la cassa esibita nella posizione finanziaria netta.

(in migliaia di euro)	2017	2016	2015
NOA	772.850	706.544	717.134
CFO	203.972	243.048	176.334
CFO/NOA	0.2639	0.344	0.2459

Il rapporto rimane all'interno dei limiti di tolleranza, e non sembra segnalare manipolazioni; occorre però sottolineare come nel 2016 vi sia stato un aumento inaspettato, dovuto all'incremento del flusso di cassa ed alla diminuzione dei *NOA*. Tuttavia, il 2016 è stato un periodo particolare per la performance della società, che si è concentrata sullo snellire il business e proteggere la redditività, dunque il rapporto non è preoccupante.

3.3 L'analisi

a) *Analisi per determinare manipolazioni nelle vendite:*

Sarebbe opportuno valutare la qualità della voce dei ricavi, per verificare se vi è stata manipolazione nei risconti passivi o nei crediti verso clienti. Purtroppo, la disclosure in questo caso penalizza molto l'analisi, mancando i dati relativi a resi e abbuoni e ai ricavi sospesi; tuttavia è possibile analizzare il fondo svalutazione crediti:

- I. *Bad debt expense/Actual credit losses*
- II. *Bad debt reserves/Accounts receivable (gross)*
- III. *Bad debt expense/Sales*

(in migliaia di euro)	2017	2016	2015
Accantonamento al fondo svalutazione crediti nell'esercizio	Non disponibile	1.063	3.887
Fondo svalutazione crediti	10.111	15.549	14.785
Crediti commerciali al lordo del fondo svalutazione	411.656	388.071	386.837
Ricavi	1.947.366	1.821.583	1.866.750
Perdite su crediti	2.013	553	6.460
I. <i>Bad debt expense/Actual credit losses</i>	Non disponibile	1.92	0.61

II. Bad debt reserves/Accounts receivable	2.46%	4%	3.8%
II. Bad debt expenses/Sales	Non disponibile	0.6%	0.21%

Riscontriamo degli indici altalenanti, in particolare il primo: nel 2015 il fondo viene utilizzato per il doppio rispetto alla somma accantonata, e l'anno successivo la società deve triplicare l'accantonamento rispetto alle vendite. Notevole anche come ad una contrazione dei ricavi corrisponda un aumento dei crediti. Ciò potrebbe mascherare un incremento delle vendite nell'ultimo periodo teso ad aumentare il risultato d'esercizio: la società, per rimediare ai ricavi in diminuzione potrebbe aver concesso degli sconti ai clienti nel quarto trimestre, determinando l'aumentare dei crediti. Tuttavia, nel 2017, parte dei crediti commerciali viene ceduta e cartolarizzata, e la società riporta l'accantonamento dell'esercizio al netto del rilascio del fondo: ciò impedisce di seguire il trend delle varie voci. Rimane comunque un leggero sospetto rispetto alle dinamiche descritte, anche se il tutto può essere spiegato da un peggioramento nella qualità degli incassi dai clienti debitori. Con maggiori informazioni a disposizione, sarebbe opportuno indagare più a fondo.

b) Analisi per determinare manipolazioni nei costi operativi

Ricordiamo che $NOA = \Delta Sales / Normal\ ATO$. Con l'indice relativo al *Normalized OI* possiamo valutare se ad un determinato livello di Asset Turnover, rapporto che indica la variazione attesa dei *net operating asset* al variare delle vendite, corrisponde un ritorno coerente dei *NOA*.

➤ $Normalized\ OI = FCF + \Delta Sales / Normal\ ATO$

(in migliaia di euro)	2017	2016
FCF	83.622	187.905
$\Delta Sales$	125.783	-45.167
Normal ATO	Circa 2,55	
Normalized OI	132.949	170.192
OI	149.928	177.315
Normalized OI/OI	0.89	0.96

In questo caso il rapporto Normalized OI/OI nel 2016 è molto vicino all'unità, il che suggerisce che il ritorno dei *net operating asset* è congruo con il livello dell'asset turnover. Nel 2017 l'indice varia ma non significativamente. I *NOA* variano coerentemente al variare dei ricavi.

c) *Analisi dei singoli elementi che compongono il bilancio:*

L'ammortamento può sicuramente costituire una possibilità di manipolazione per la società: è fondamentale che all'ammortamento corrisponda un investimento da parte della società per ricostituire e rinnovare le immobilizzazioni logorate. Per investigare l'integrità dell'ammortamento, utilizziamo la formula

➤ *Adjusted EBITDA/EBIT*

che mette a confronto un margine che dipende direttamente dagli ammortamenti, l'EBIT, e l'*adjusted EBITDA*, calcolato in maniera tale da considerare la relazione sopra descritta. Ricordiamo che l'*adjusted EBITDA* è uguale a

➤ *Adjusted EBITDA = EBIT + Depreciation and amortization – Normal capital Expense*

Dove *Normal capital Expense* corrisponde al flusso di cassa medio impiegato negli ultimi esercizi per rinnovare le immobilizzazioni.

(in migliaia di euro)	2017	2016	2015
Ebit	245.443	239.022	232.673
Ammortamento	58.236	52.953	52.490
<i>Normal Capital Expense</i>	circa 50.000		
<i>Adjusted EBITDA/Ebit</i>	1.03	1.01	1.01

Il rapporto in questo caso rimane ragionevolmente vicino a 1 e costante negli anni; ciò dovrebbe testimoniare l'integrità della voce degli ammortamenti: essi rappresentano una effettiva perdita di valore a cui la società sopperisce investendo in nuovi impianti, macchinari, e così via.

d) *Analisi delle voci riguardanti ricerca e sviluppo e pubblicità*

I costi per ricerca e sviluppo possiedono un'importanza rilevante all'interno dell'analisi. Se la società riduce eccessivamente le spese in questione, negli anni successivi potrebbe trovarsi ad aumentarle considerevolmente o a soffrire una perdita di competitività dovuta al mancato progresso tecnologico.

(in migliaia di euro)	2017	2016	2015
Costi per ricerca e sviluppo	39.000	38.600	37.900
Ricavi	1.947.366	1.821.583	1.866.750
R&D/Ricavi	2%	2.12%	2%

Il trend è perfettamente stabile e non segnala manipolazioni; lo testimonia anche il fatto che, nonostante nel 2016 i ricavi siano diminuiti, non vi è stata una diminuzione delle spese.

I costi pubblicitari assumono un peso rilevante all'interno del Conto Economico della società. È necessario valutarne l'andamento nel corso del tempo ed in relazione ai ricavi: De'Longhi potrebbe decidere di rimandare il sostenimento dei costi per aumentare temporaneamente il risultato d'esercizio.

(in migliaia di euro)	2017	2016	2015
Pubblicità e spese promozionali	220.580	188.689	177.630
Ricavi	1.947.366	1.821.583	1.866.750
Pubblicità/Ricavi	11%	10%	9%

Anche in questo il trend è stabile e non sembra che possano esserci state manipolazioni per alterare il risultato economico.

e) Passività frutto di stime

Una voce da tenere sotto controllo è il fondo garanzia prodotti, ampiamente frutto di ipotesi: la società accantona una quota annua che stima il costo degli interventi in garanzia sulle vendite.

(in migliaia di euro)	2017	2016	2015
Utilizzo fondo	16.857	15.140	16.823
Accantonamenti	15.356	15.206	19.003
Ricavi	1.947.366	1.821.583	1.866.750
Warranty expense/Actual Warranty claims	0.9109	1.004	1.130

Warranty expense/Sales	0.8%	0.8%	1%
---------------------------	------	------	----

In questo caso il trend che stanno assumendo i fondi dovrebbe cominciare a preoccupare, anche se per il momento non sembra aver provocato grandi effetti in termini assoluti; tuttavia gli utilizzi del fondo aumentano da tre anni in relazione agli accantonamenti, mentre gli accantonamenti sono rimasti stabili o diminuiti. Potrebbe essere un segnale del fatto che la società si rivolga al fondo garanzia quando vi è necessità di modificare leggermente gli utili.

3.4 Risultati

Applicando la metodologia elaborata da Penman (2013) è stato possibile analizzare il bilancio da diversi punti di vista, nel tentativo di individuare dei “campanelli d’allarme” che dovrebbero fare insospettire l’analista ed incentivarlo ad indagare più a fondo e più da vicino la società. Occorre ricordare che gli indicatori calcolati hanno mero valore segnaletico, e aiutano ad individuare società “sospette”, sulle quali sviluppare ulteriori analisi.

Nel caso in questione, diversi indici e rapporti testimoniano come la qualità del bilancio di De’Longhi sia tutto sommato soddisfacente, in quanto non sono emersi risultati che potrebbero indicare la presenza di *earnings management*; tuttavia, alcuni trend sono quantomeno insoliti, ed è sicuramente da attenzionare la loro evoluzione futura. La *disclosure* è ampia e completa su alcune voci di bilancio, ma su di molte altre mancano completamente indicazioni esaustive, rendendo difficoltoso giungere ad un giudizio assoluto.

Conclusione

Data l'importanza rivestita dal bilancio d'esercizio, è fondamentale che esso rappresenti nella maniera più neutrale e veritiera possibile la situazione economico-finanziaria della società.

Il problema sorge quando i risultati economici vengono manipolati, ingannando investitori, analisti, e stakeholder. È purtroppo molto complicato individuare *l'earnings management*: in ambito accademico nel corso degli anni sono stati proposti diversi modelli statistici, ma i risultati sono ben distanti dall'essere ottimali.

Diverso approccio è quello elaborato da Penman (2013) e descritto in questo elaborato: esso si basa sull'analisi delle singole voci di bilancio, non tanto per esprimere un giudizio assoluto sulla presenza o meno di manipolazione, ma per valutare la qualità dell'informativa finanziaria ed individuare le società più "sospette", quelle in cui la probabilità che vi sia *earnings management* è più alta.

Nel caso in questione, si può affermare che il bilancio consolidato del gruppo De'Longhi non presenti alterazioni evidenti; è tuttavia necessario ricordare come la disclosure abbia influito sulla valutazione finale, non riuscendo in alcuni casi ad analizzare a fondo le singole voci contabili a causa dell'assenza di informazioni.

In definitiva, il modello proposto da Penman è uno dei più interessanti sviluppati negli ultimi anni, e sicuramente merita una trattazione maggiore nella letteratura, dati i risultati non sempre convincenti degli approcci puramente statistici. Uno strumento più potente per gli analisti potrebbe essere un modello di analisi quantitativo-qualitativo che unisca i pregi di un'analisi sulle singole componenti di bilancio con quelli delle indagini statistiche.

BIBLIOGRAFIA

- Bergstresser, D., Philippon, T., 2006. Ceo incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80 (3), 511–529.
- Burgstahler, D., Dichev, I., 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24 (1), 99–126.
- Cohen, D., Dey, A., Lys, T., 2008. Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes-Oxley period. *The Accounting Review* 83 (3), 757–787.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Tehranian, H., 2008. Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. *Journal of Financial Economics*, 87 (2), 357-373.
- DeAngelo, E., DeAngelo, H., Skinner, D., 1994. Accounting choices of troubled companies. *Journal of Accounting and Economics* 17 (1-2), 113-143.
- Dechow, P., et al., 2012. Detecting Earnings Management: A New Approach. *Journal of Accounting Research* 50 (2), 275-334.
- Dechow, P., Skinner, D., 2000. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons* 14 (2), 235–250.
- Dechow, P., Sloan, R. G., Sweeney, A. P., 1996. Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research* 13 (1), 1-36.
- Dechow, P., Sloan, R. G., Sweeney, A. P., 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 70 (2), 193-225.
- DeGeorge, F., Patel, J., Zeckhauser, R. J., 1999. Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business* 72 (1), 1–33.
- Dichev et al. 2013. Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics*, 56 (2-3), 1-33.
- Fields, T., Lyz, T., Vincent, L., 2001. Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1–3), 255–308.
- Graham, J., Harvey, C., Rajgopal, S., 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40 (1-3), 3–73.
- Healy, P.M., 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7 (1-3), 85-107
- Healy, P.M., Wahlen, J.M., 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons* 13 (4), 365–384.
- Jones, J., J., 1991. Earnings Management During Import Relief Investigation. *Journal of Accounting Research* 29 (2), 193-228.
- Levitt, A., 1998. The Numbers Game. Speech at New York University, September 28.

- Penman, S., 2013. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 5^{ed.} (s.l.): McGraw-Hill, 590-621.
- Roychowdhury, S., 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42 (3), 335–370.
- Schipper, K., 1989. Commentary on Earnings Management, *Accounting Horizons*, vol. 3, 92.
- Sweeney, A.P., 1994. Debt-covenant violations and managers accounting responses. *Journal of Accounting and Economics* 17 (3), 281–308.
- Teoh, S., Welch, J., Wong, T., 1998a. Earnings management and the Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance* 53 (6), 1935-1974.
- Teoh, S., Welch, J., Wong, T., 1998b. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 50 (1), 63–99.
- Warren Buffett, 2017. Berkshire Hathaway Inc., Shareholder Letters [online]. Disponibile su <http://www.berkshirehathaway.com/letters/letters.html>. [Data di accesso: 07/11/2018].
- Zang, A. Y., 2012. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review* 87 (2), 675-703.