



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea  
in  
Amministrazione Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

# **La value relevance del nuovo principio contabile IFRS 9 rispetto al suo antesignano IAS 39**

**Analisi empirica con riferimento al mondo bancario europeo**

**Relatore**

Ch. Prof. Giorgio Stefano Bertinetti

**Laureando**

Marco Boso

Matricola 872279

**Anno Accademico**

2021 / 2022



# SOMMARIO

|  |     |
|--|-----|
| INTRODUZIONE .....   | 7   |
| CAPITOLO 1. LA <i>VALUE RELEVANCE</i> DEL BILANCIO D’ESERCIZIO. OSSERVAZIONI INTRODUTTIVE.....                             | 11  |
| 1.1. Introduzione alla <i>value relevance</i> dei valori di bilancio .....   | 11  |
| 1.2. Perché studiare la <i>value relevance</i> ? Una contestualizzazione .....   | 14  |
| 1.3. La definizione di “valore” nelle ricerche sulla <i>value relevance</i> .....  | 26  |
| 1.4. Il rapporto tra <i>value relevance</i> e attendibilità del bilancio d’esercizio .....                                 | 33  |
| 1.5. Il rapporto tra <i>value relevance</i> e il concetto di efficienza del mercato dei capitali .....                     | 35  |
| 1.6. La classificazione degli studi sulla <i>value relevance</i> .....   | 44  |
| 1.7. Il rapporto tra <i>value relevance</i> e finalità conoscitive di cui al bilancio d’esercizio .....                    | 54  |
| 1.8. Il rapporto tra prudenza (conservatism) e <i>value relevance</i> .....  | 63  |
| CAPITOLO 2. LA VALUTAZIONE DELLA <i>VALUE RELEVANCE</i> : MODELLI E METODOLOGIE .....                                      | 69  |
| 2.1. Introduzione .....  | 69  |
| 2.2. I <i>price models</i> : i presupposti per l’utilizzo del modello di Ohlson.....                                       | 71  |
| 2.3. Le formulazioni del modello di Ohlson.....  | 84  |
| 2.4. Il modello di Ohlson e le regressioni da esso derivate .....  | 94  |
| 2.5. I <i>return models</i> : il modello di Easton e Harris .....  | 102 |
| 2.6. Il significato economico del modello di Easton-Harris .....   | 109 |
| 2.7. Il balance sheet model .....  | 114 |
| CAPITOLO 3. IL BILANCIO DEGLI ISTITUTI BANCARI E GLI STRUMENTI FINANZIARI: LA<br>CONTABILIZZAZIONE SECONDO LO IAS 39. .... | 119 |
| 3.1. Introduzione .....  | 119 |
| 3.2. Ambito di applicazione .....  | 120 |
| 3.3. Classificazione di attività e passività finanziarie.....  | 122 |
| 3.4. Rilevazione e valutazione iniziale degli strumenti finanziari.....  | 129 |
| 3.5. Le valutazioni successive ( <i>subsequent measurement</i> ) .....   | 131 |
| 3.6. La cancellazione.....   | 134 |
| 3.7. Il processo di <i>impairment</i> delle attività e passività finanziarie secondo lo IAS 39.....                        | 136 |
| 3.8. Le criticità dello IAS 39 .....   | 141 |

|  |     |
|--|-----|
| CAPITOLO 4: IL BILANCIO DEGLI ISTITUTI BANCARI E GLI STRUMENTI FINANZIARI: LA<br>CONTABILIZZAZIONE SECONDO LO IFRS 9 .....   | 149 |
| 4.1. Considerazioni introduttive rispetto al principio contabile internazionale IFRS 9.....                                  | 149 |
| 4.2. Il processo di transizione dallo IAS 39 all' IFRS 9.....  | 150 |
| 4.3. La nuova disciplina dello IFRS 9. Introduzione e ambito di applicazione.....  | 155 |
| 4.4. Il modello di classificazione e misurazione degli strumenti finanziari – focus sulle attività<br>finanziarie .....      | 157 |
| 4.5. I modelli di gestione e il <i>business model assessment</i> .....   | 162 |
| 4.6. Il modello di gestione Held to Collect (HTC).....   | 164 |
| 4.7. Il modello di gestione <i>Held to Collect and Sell</i> .....  | 166 |
| 4.8. Il modello di gestione “ <i>Other business model</i> ” .....  | 167 |
| 4.9. I flussi di cassa contrattuali (il test <i>SPP1</i> ) .....   | 168 |
| 4.10. Investimenti in titoli di capitale.....  | 172 |
| 4.11. Riclassificazioni di attività finanziarie .....  | 173 |
| 4.12. La misurazione delle attività finanziarie.....   | 174 |
| 4.12.A. La misurazione al momento della rilevazione iniziale .....   | 174 |
| 4.12.B. Le misurazioni successive.....   | 175 |
| 4.13. La nuova procedura di <i>impairment</i> di crediti e titoli di debito secondo l'IFRS 9 .....                           | 176 |
| 4.13.A Considerazioni introduttive.....  | 176 |
| 4.13.B L'ambito applicativo del modello di <i>impairment</i> di cui all'IFRS 9 .....   | 180 |
| 4.13.C Il modello generale di stima delle perdite attese ( <i>expected credit losses</i> ) .....                             | 182 |
| 4.13.D I driver che determinano l'incremento significativo del rischio di credito .....                                      | 185 |
| 4.13.E La definizione di <i>default</i> ai fini della riclassificazione allo stadio 3 .....                                  | 190 |
| 4.13.F Le esposizioni <i>forborne</i> e la relativa classificazione .....  | 190 |
| 4.15. La valutazione delle perdite attese .....  | 191 |
| 4.16. Le cancellazioni per perdite di valore (o <i>write-offs</i> ).....   | 197 |
| 4.17. I <i>Purchased or Originated Credit Impaired Assets</i> .....  | 198 |
| 4.18. La rilevazione degli interessi secondo l'IFRS 9 – effetti congiunti con il nuovo modello di<br><i>impairment</i> ..... | 199 |
| CAPITOLO 5. LA <i>VALUE RELEVANCE</i> DELLO STANDARD CONTABILE IAS 39 A CONFRONTO CON L'IFRS<br>9. EVIDENZE EMPIRICHE .....  | 201 |
| 5.1. Introduzione .....  | 201 |
| 5.2. Literature review .....   | 203 |
| 5.3. Hypotheses development .....  | 210 |
| 5.4. Research design.....  | 217 |
| 5.5. Controlli.....  | 220 |
| 5.6. Selezione del campione.....   | 221 |

|  |     |
|--|-----|
| 5.7. Analisi esplorativa .....   | 224 |
| 5.7.1. Statistiche descrittive, <i>correlation heatmap</i> e trasformazioni..... | 224 |
| 5.8. Esposizione dei risultati.....  | 230 |
| 5.8.1. Test 1 .....  | 230 |
| 5.8.2 Test 2 .....   | 233 |
| 5.8.3 Test 3 .....   | 234 |
| 5.8.4 Test 4 .....   | 237 |
| 5.9 Verifiche tramite sub-campioni e reddito complessivo .....                   | 238 |
| 5.9.1. Controlli sul <i>test 1</i> .....   | 238 |
| 5.9.2 Controlli sul <i>test 2</i> .....  | 242 |
| 5.9.3 Controlli sul <i>test 3</i> .....  | 243 |
| 5.9.4 Controlli sul <i>test 4</i> .....  | 246 |
| CONCLUSIONI .....  | 249 |
| ALLEGATO 1: ISTITUZIONI BANCARIE CAMPIONATE.....                                 | 253 |
| BIBLIOGRAFIA .....   | 255 |



## INTRODUZIONE

Nel mese di luglio del 2014 lo IASB completò il suo processo di revisione circa le modalità di trattamento dal punto di vista contabile degli strumenti finanziari, pubblicando il nuovo standard contabile IFRS 9, il quale diventò obbligatorio, in sostituzione del suo antesignano, lo IAS 39, dal 1° gennaio 2018.

La presente opera è mirata all'indagine della *value relevance* del summenzionato principio contabile IFRS 9, intesa come la capacità di ravvisare un legame statisticamente significativo tra informazione di carattere contabile relativa agli strumenti finanziari, come definita secondo i canoni del nuovo principio contabile internazionale, e una misura del valore del capitale economico dell'organizzazione, la quale, tuttavia, viene sovente sostituita da un valore *proxy*, segnatamente il corso azionario. In altri termini, la *value relevance* è una misura dell'informazione potenzialmente estrapolabile dagli investitori tramite la consultazione di dati di matrice contabile, ai fini del supporto a potenziali scelte di investimento.

Ai fini di una migliore comprensione di quanto oggetto di studio, si ritiene utile fornire un confronto con la *value relevance* del predecessore del nuovo principio contabile IFRS 9, lo IAS 39. L'analisi empirica effettuata ha perciò a riferimento l'indagine di due distinte ipotesi. In primis, si indaga rispetto alla possibilità di associare il concetto di *value relevance* ai principi contabili IFRS 9 e IAS 39, che verranno singolarmente considerati. Successivamente, una volta soddisfatta la prima ipotesi, si esplora l'opportunità di soddisfare la condizione per cui il principio contabile IFRS 9 sia definibile, con riferimento alle poste di bilancio concernenti gli strumenti finanziari su cui impatta, maggiormente *value relevant* (e, quindi, maggiormente funzionale agli investitori a raccordare i valori contabili al valore fondamentale dell'organizzazione, spesso definito, come sopra menzionato, attraverso una *proxy*, segnatamente il corso azionario) rispetto al suo predecessore IAS 39.

L'analisi di cui sopra è stata condotta avendo a riferimento un campione di 144 banche provviste di titoli azionari quotati nei mercati regolamentati europei e attraverso l'utilizzo di rielaborazioni del modello di Ohlson, le quali hanno preso a riferimento, nei quattro *test* utilizzati ai fini dell'esecuzione dei controlli, due fondamentali grandezze: *in primis*, l'analisi è stata eseguita, fedelmente ai principi di cui al modello di Ohlson, coinvolgendo, tra le altre

variabili ricomprese nei modelli di regressione utilizzati, il patrimonio netto, calcolato secondo i due principi contabili oggetto d'interesse. Elemento di assoluta novità concerne, d'altra parte, la rielaborazione dei due modelli ai fini dell'isolamento degli effetti della transizione da un principio contabile all'altro su una particolare voce di bilancio degli istituti bancari, costituita dai prestiti e anticipazioni nei confronti della clientela. Tale voce è stata isolata per due ordini di ragioni, correlate tra loro: *in primis*, il fatto che l'ammontare di tale posta di bilancio vada a costituire una delle voci di primaria importanza nell'ambito del bilancio di un istituto bancario. La seconda ragione, d'altro canto, è di carattere prettamente pratico: l'ammontare ridefinito in seguito alle rettifiche di cui all'applicazione del nuovo principio contabile internazionale IFRS 9 di tale voce è, per la maggior parte delle banche oggetto di campionamento, facilmente reperibile nei prospetti allegati ai bilanci oggetto d'analisi.

Prima di eseguire l'indagine empirica di cui sopra si propone, nel capitolo 1, una panoramica relativa ad una quanto più precisa circoscrizione del tema della *value relevance* delle poste del bilancio d'esercizio. Successivamente, emerge la possibilità di fornire un'illustrazione dei diversi metodi utilizzati dagli studiosi ai fini del *testing* della *value relevance* delle poste di bilancio, così da determinare quanto le stesse si qualificano come un ausilio alle scelte di investimento degli operatori finanziari. In particolare, nel capitolo 2 sono oggetto d'interesse della presente opera le metodologie di misurazione della *value relevance* delle poste contabili, con la presa in esame di due principali categorie di modelli, segnatamente i *price models* (il cui più famoso esponente è il modello di Ohlson) e i *return models* (rappresentati, invece, dal modello di Easton-Harris). Ai capitoli 3 e 4, essendo l'analisi mossa dalla transizione da un principio contabile all'altro, si propone una veloce analisi delle principali prescrizioni riguardanti la tematica di valutazione e misurazione degli strumenti finanziari, con un focus rispetto alle attività finanziarie (andando poi l'analisi empirica di cui sopra a concentrarsi, in una sua parte, sui prestiti e le anticipazioni effettuate dalla banca nei confronti dei clienti) secondo lo IAS 39 e l'IFRS 9.

Il capitolo 5, a conclusione del presente lavoro, riporta la summenzionata analisi empirica, illustrando prima il processo di costruzione del campione, nonché le proprietà del dataset utilizzato, tramite l'esposizione di alcune statistiche descrittive. Detta analisi è effettuata anche attraverso la conduzione di una serie di *robustness checks* per ognuno dei quattro *test* condotti. A titolo di anticipazione, si definisce come i risultati derivanti dai *test* condotti



avallino la diffusa opinione per cui entrambi i principi contabili, IAS 39 e IFRS 9, possano definirsi, a favore degli investitori, come *value relevant*. Non è invece verificabile, secondo i *test* condotti, i modelli utilizzati e il campione sfruttato nella presente analisi, l'ipotesi per cui il nuovo principio contabile IFRS 9 si configuri come più rilevante ai fini di informazione delle scelte di potenziali investitori rispetto al suo predecessore IAS 39.



# CAPITOLO 1. LA *VALUE RELEVANCE* DEL BILANCIO D'ESERCIZIO. OSSERVAZIONI INTRODUTTIVE

## 1.1. Introduzione alla *value relevance* dei valori di bilancio

Gli studiosi di *accounting* si sono da oramai svariati anni interessati rispetto alle modalità con cui i valori estrapolabili dal bilancio d'esercizio possano essere declinati, da "asettici", "freddi", dati contabili, in informazioni concretamente fruibili da parte degli investitori, in modo da poter definitivamente legittimare gli stessi come strumenti funzionali ad efficacemente coadiuvarne il processo decisionale.

A dire il vero, è sicuramente doveroso rilevare come la germinazione di tale interesse dal punto di vista scientifico si configuri come perfettamente in linea ad uno sforzo parallelamente perseguito da parte degli *standard setters*, tra tutti lo IASB (*International Accounting Standards Board*), che nel *Framework for Financial Reporting* (paragrafo 1.2 e seguenti del capitolo "*THE OBJECTIVE OF GENERAL PURPOSE FINANCIAL REPORTING*") concepisce il bilancio redatto secondo gli IFRS (*International Financial Reporting Standards*), che riveste, con riferimento ad una sua particolare area di competenza, oggetto di analisi nella presente dissertazione, un ruolo di primo strumento di informativa a favore di investitori attuali e potenziali dell'entità oggetto di rendicontazione, nonché istituti di credito e altri finanziatori, in modo da informare eventuali decisioni rispetto ai propri rapporti intercorsi, nel presente e in ottica futura, con l'entità stessa. Più nello specifico, il summenzionato *Conceptual Framework* menziona tre ordini di decisioni "tipo", che lo IASB auspica di poter efficacemente indirizzare attraverso il set di precetti contabili da essa proposti:

1. acquistare, vendere o mantenere in portafoglio strumenti di equity o titoli di debito;
2. erogare o regolare un certo prestito, nonché altre forme di credito;

3. esercitare il diritto di voto, nonché porre in essere influenza attraverso l'utilizzo di ulteriori mezzi, per indirizzare l'operato del management, soprattutto con riferimento a tutte le azioni che si configurino come condizionanti l'utilizzo delle risorse economiche dell'entità<sup>1</sup>.

È possibile affermare come, da questo punto di vista, fondamentali nello sviluppo del concetto di *value relevance* come concepito al giorno d'oggi in seno alla comunità accademica risultino essere i contributi di cui al 1968 di Ball, Brown<sup>2</sup> e Beaver<sup>3</sup>, i quali fecero da antesignani rispetto alla susseguente fioritura di un filone di attività di ricerca connotato da un forte orientamento empirico. Nonostante, come appena menzionato, la materia abbia iniziato ad affermarsi come tema di interesse da parte degli studiosi, nonché degli addetti ai lavori in

---

<sup>1</sup> International Accounting Standards Board. (2018). Conceptual Framework for Financial Framework. International Accounting Standards Board. Si veda anche Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, No. 1-3, 77-104, ivi pag. 78. Si veda anche Kaya, I. (2017). Accounting Choices in Corporate Financial Reporting: A Literature Review of Positive Accounting Theory. In S. Gokter, *Accounting and Corporate Reporting- Today and Tomorrow*. IntechOpen. doi:<https://doi.org/10.5772/intechopen.68962>. Bhatia, M., & Mulenga, M. J. (2019). Do Accounting Numbers Have Any Relations with Stock Prices? A Case of Public and Private Sector Banks of India. *Theoretical Economics Letters*, Vol. 9, 1682-1698. doi:<https://doi.org/10.4236/tel.2019.95107>. Rossi, B. (2018). GLI EFFETTI DELLA ROTATION DELLA SOCIETA' DI REVISIONE E DEL PARTNER SULLA VALUE RELEVANCE DEL REDDITO E DEL PATRIMONIO NETTO: IL PANORAMA ITALIANO. Roma: LUISS.

<sup>2</sup> Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Valuation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, No. 2, 159-178. Kaya, I. (2017). Accounting Choices in Corporate Financial Reporting: A Literature Review of Positive Accounting Theory. In (Ed.), *Accounting and Corporate Reporting - Today and Tomorrow*. Intech Open. <https://doi.org/10.5772/intechopen.68962>.

Kaya, I. (2017). Op. Cit.

<sup>3</sup> Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, Vol. 6 *Empirical Research in Accounting: Selected Studies*, 67-92.

Williams, Z. (2019). A Reexamination of Ball and Brown. *Journal of Management and Innovation*, Vol. 5, No. 2. Kaya, I. (2017). Op. Cit.

campo ragionieristico e finanziario, nell'ambito degli anni '60 del secolo scorso, è doveroso statuire come la tematica possa essere definita decisamente meno esplorata da parte della comunità accademica di *accounting* nostrana<sup>4</sup>. Purtuttavia, negli anni si è potuto apprezzare lo sviluppo di un robusto filone di ricerca anche nell'ambito italiano, con numerosi contributi da parte di studiosi nazionali rispetto alla tematica della *value relevance* dei valori rappresentati nel bilancio d'esercizio delle imprese.

In concomitanza con la necessità di pervenire ad una definizione il quanto più possibile circostanziata del concetto di *value relevance* dei valori di bilancio, è ritenuto opportuno definire le motivazioni per cui gli studi concernenti questo concetto si siano sviluppati a livello internazionale (paragrafo 1.2); successivamente, emergerà la possibilità di definire in modo il quanto più possibile esaustivo l'elemento della *value relevance* stessa, con particolare riferimento alla declinazione del concetto di "valore", fondamentale ai fini della sua definizione (paragrafo 1.3). Si ritiene opportuno, conseguentemente, elaborare delle riflessioni rispetto ad alcuni aspetti d'interesse, quali il rapporto tra *value relevance* e attendibilità del bilancio (paragrafo 1.4), nonché il legame tra *value relevance* ed efficienza del mercato (paragrafo 1.5). Successivamente, si cercherà di raccogliere i pensieri degli studiosi con riferimento alle possibili classificazioni delle opere facenti parte di questa categoria di studi (paragrafo 1.6). Un ulteriore paragrafo curerà la possibile relazione individuabile tra il concetto di *value relevance* e le finalità conoscitive attribuibili allo strumento del bilancio d'esercizio (paragrafo 1.7). Infine, si considera doveroso valutare se il principio di prudenza possa potenzialmente porsi a contrasto con la *value relevance*, con la possibilità di ravvisare la presenza di un trade-off che imporrebbe l'impossibilità per lo *standard setter* di generare principi contabili volti a produrre informative di bilancio *value relevant* e prudenti allo stesso tempo (paragrafo 1.8).

---

<sup>4</sup> Mechelli, A. (2013). La Value Relevance del bilancio d'esercizio: modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche. Torino: G. Giappichelli Editore.

## 1.2. Perché studiare la *value relevance*? Una contestualizzazione

Come anticipatamente svelato nel precedente paragrafo, in congiunto con la necessità di connotare in maniera in quanto possibile circostanziata il concetto di *value relevance*, si ritiene necessario precisare le motivazioni per cui si considera che la valutazione della stessa si qualifichi, nella sua esplorazione di matrice accademica, come un filone di attività di ricerca significativo nella sua contestualizzazione nei microcosmi scientifici dell'*accounting* e della *corporate finance*. Da questo punto di vista, si potrebbe asserire che lo scopo principale degli studi concernenti la *value relevance* risulti essere la necessità di rispondere all'interrogativo se i valori di cui al bilancio d'esercizio inglobino le informazioni potenzialmente oggetto di fruizione da parte degli attori economici nell'ambito della definizione delle proprie scelte di investimento<sup>5</sup>.

Oltremodo rilevante, relativamente alla circoscrizione del concetto già a molteplici riprese menzionato, risulta anche il contributo di Francis e Schipper (1999), i quali, riconoscendo l'assenza di una definizione univoca o, quantomeno, preminentemente riconosciuta dagli accademici e dagli addetti ai lavori del concetto di *value relevance*, forniscono quattro possibili soluzioni volte a supplire a tale summenzionata carenza<sup>6</sup>:

---

<sup>5</sup> In particolare, si riprende l'impostazione degli studi di Barth, Beaver e Landsman: <<...*value relevance studies are designed to assess whether particular accounting amounts reflect information that is used by investors in valuing firms' equity*>> Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, No. 1-3, 77-104, ivi pag. 78. Bhatia, M., & Mulenga, M. J. (2019). Do Accounting Numbers Have Any Relations with Stock Prices? A Case of Public and Private Sector Banks of India. *Theoretical Economics Letters*, Vol. 9, 1682-1698. doi: <https://doi.org/10.4236/tel.2019.95107>. Kaya, I. (2017). Op. Cit.

<sup>6</sup> Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance? *Journal Of Accounting Research*, Vol. 37, 319-352. Bhatia, M., & Mulenga, M. J. (2019). Op. Cit. Kaya, I. (2017). Op. Cit.

Una prima interpretazione del concetto si traduce nell'idea che il bilancio d'esercizio, nella sua valenza informativa, sia passibile di influenzare i corsi del mercato azionario, i quali, secondo il concetto di efficienza dei mercati finanziari, dovrebbero ricomprendere, qualsiasi sia la declinazione di efficienza del mercato dei capitali adottata (efficienza forte, semi-forte e debole dei mercati finanziari), almeno le informazioni provenienti da fonti di pubblico dominio di carattere storico, tra cui è possibile annoverare le poste contenute nei bilanci, essendo le stesse qualificabili come espressive di valori retrospettivi.<sup>7</sup>

Una seconda possibilità di definizione dell'elemento è la concezione per cui per *value relevance* s'intenda la capacità del reddito (e, più in generale, delle poste di bilancio dell'organizzazione di riferimento) di informare gli operatori finanziari rispetto ai flussi di cassa, nonché sui redditi futuri, sui dividendi e sui corsi di borsa dell'azienda oggetto d'analisi.

Le ultime due definizioni elaborate dai sopracitati autori sono invece di tenore simile tra loro: la terza qualificazione di *value relevance* afferma, infatti, che essa debba essere determinata attraverso dei modelli empirici, ottenuti attraverso delle indagini econometriche volte a studiare la relazione tra informazioni riportate in bilancio e prezzi. Più precisamente, tale terza nozione di *value relevance* delle poste di bilancio tende a ricercare, nel comportamento dell'investitore, una tendenza ad attribuire un prezzo ad un determinato titolo azionario considerando le informazioni rinvenibili nel documento di bilancio. In altri termini, secondo la terza definizione proposta dagli studiosi di cui sopra, la *value relevance* potrà configurarsi come la capacità dell'informativa di bilancio di modificare le informazioni disponibili nel mercato.

---

<sup>7</sup> Cochrane, J. (2001). *Asset Pricing: Revised Edition*. Princeton University Press.

Fama, E. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work*. *Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, 383-417. Williams, Z. (2019), *Op. Cit.* Williams, Z. (2019). *A Reexamination of Ball and Brown*. *Journal of Management and Innovation*, Vol. 5, No. 2.

Fama, E. (1998). *Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioural Finance*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, No. 2, 283-306.

La quarta e ultima nozione, che, come anticipato poco sopra, si pone in termini similari rispetto a quella appena esaminata, definisce come l'informazione di bilancio si configurerebbe come connessa al *set* informativo utilizzabile da parte degli investitori. In sostanza, tale ultima qualificazione di *value relevance* definisce la stessa come misura della capacità dell'informativa contabile di inglobare informazioni che, per i soggetti interessati, possano influenzare i prezzi di mercato.

A tal riguardo, è doveroso asserire il fatto che tale branca degli studi di finanza aziendale (e *accounting*, ribadendo come la tematica si configuri come coinvolgente entrambe le aree d'interesse) abbia negli anni accolto un numero assai generoso di test empirici, votati a certificare la presenza di rapporti statisticamente significativi tra i dati di bilancio e una definizione di valore dell'azienda, che di solito è riassunta e approssimata attraverso la grandezza rappresentata dal corso borsistico. L'opportunità di accertare la sussistenza di un certo livello di correlazione – auspicabilmente significativa - tra queste misure può essere considerata certificazione, secondo questo ambito di ricerca, della capacità del dato di bilancio di costituire informazione utile all'investitore, soprattutto per quanto riguarda le sue decisioni di *portfolio building*.

La ricerca accademica, relativamente al perseguimento di tale scopo, provvede a fornire importanti riscontri a favore degli *standard setters*, in modo da informare il processo di generazione e riforma degli standards stessi. Purtroppo, è doveroso ricordare come il ricercatore non rivesta il ruolo di una figura chiamata a selezionare o definire lui stesso, in prima persona, la regola contabile di riferimento per gli addetti ai lavori. Infatti, varare "scelte di policy ragionieristica" avendo a mero riferimento i risultati delle ricerche in materia contabile e finanziaria risulterebbe essere spesso oltremodo inappropriato, in virtù della necessità di considerare ulteriori aspetti concernenti, ad esempio, il benessere sociale, i quali sono sovente assenti nelle assunzioni formulate dai ricercatori nei loro sforzi di ricerca<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Barth, M. (2000). Valuation-based research implications for financial reporting and opportunities for future research. *Accounting and Finance*, Vol. 40, No. 1, 7-32. Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (2001). *Op. Cit.*



In ragione di ciò, gli accademici hanno concluso che le loro fatiche non possano rispondere con successo alla domanda “Quale dovrebbe essere lo standard di riferimento?” – “*What should the standard be?*”<sup>9</sup>.

Risulta essere più adeguato piuttosto pensare alla ricerca in ambito contabile come un ausilio allo *standard setter* rispetto alla comprensione di specifici problemi concernenti l’applicazione dei principi promossi, soprattutto con riferimento (e ciò, per inciso, integra anche il presupposto del presente lavoro di ricerca) ai risvolti dell’adozione di tali precetti dal punto di vista finanziario. È perciò senza dubbio possibile certificare la sussistenza di un “legame indiretto” tra l’operato degli *standard setters* e le domande a cui gli accademici cercano di dare risposta attraverso i lavori di ricerca, in virtù della già anticipata presenza di uno scostamento oltremodo rilevante tra le prospettive dello *standard setter* e quelle del ricercatore.

Andando più a fondo della questione oggetto di disamina, si ritiene doveroso precisare come la prima classe di soggetti, infatti, tenda a concentrarsi, nella conduzione delle proprie analisi, su elementi contenuti nell’ambito dei documenti di bilancio; elementi che si configurano, quindi, come “sotto la propria giurisdizione”. In particolare, è possibile rinvenire come lo *standard setter* adotti un approccio alla ricerca in tema contabile votato a misurare, ad esempio, l’affidabilità delle operazioni di misurazione e valutazione, nonché proporre delle considerazioni rispetto all’opportunità o meno di effettuare delle operazioni di *disclosure* contabile relativamente ad uno specifico oggetto di rilevazione, attraverso, tra le altre modalità, l’esposizione nell’ambito del bilancio d’esercizio. Per converso, gli accademici, pur facendo anch’essi riferimento a tali elementi, sono più concentrati nel ruolo dell’*accounting* nel suo potenziale informativo intrinseco, nonché relativamente ai risvolti degli incentivi e dell’elemento della discrezionalità (si pensi al mero concetto di *voluntary adoption* degli *IFRS*, nella sua contrapposizione, in termini concettuali e di risvolti empirici su diverse variabili finanziarie, rispetto alla c.d. *mandatory adoption* dei medesimi principi contabili

---

<sup>9</sup> Beaver, W., & Demski, J. (1979). The Nature of Income Measurement. *The Accounting Review*, Vol. LIV, No. 1, 38-47; Jensen, M. (1983). Organization Theory and methodology. *The Accounting Review*, Vol. 63, 319-339; Beaver, W. (1998). *Financial Reporting: an Accounting Revolution*. New York: Prentice Hall

internazionali) sulla determinazione dell'entità delle poste di bilancio e sul comportamento tenuto da parte delle organizzazioni tenute alla *disclosure* rispetto alle modalità con cui tale adempimento è evaso. In generale, si tenta di carpire le modalità con cui il concetto ragionieristico-contabile (la cui massima espressione è la necessità di presentazione del bilancio d'esercizio) trova convergenza e adattamento rispetto al più ampio sistema informativo aziendale, che, ovviamente, trascende il "mero" concetto di bilancio d'esercizio<sup>10</sup>.

Le ricerche aventi tema concernente la *value relevance* possono essere collocate nell'ambito più ampio afferente alla cosiddetta branca della "*capital market research in accounting*", la quale risulta essere riconducibile, nei suoi albori, ai summenzionati lavori di Ball, Brown e Beaver<sup>11</sup>, pubblicati nell'anno 1968<sup>12</sup>. In generale, questo filone di lavori scientifici è universalmente riconosciuto dagli studiosi di *accounting* come decisivo nella definizione della c.d. *positive accounting theory*, nell'ambito della quale vi è una tendenza verso il perseguimento di un generale tentativo di motivare, nonché prevedere, il comportamento degli attori aziendali in termini di *accounting*<sup>13</sup>. In questo senso, è possibile affermare,

---

<sup>10</sup> Barth, M., *op. cit.*, 2000, p. 3.

<sup>11</sup> Si riprende l'affermazione di Kothari che, nel 2001, ha scritto: << *Ball and Brown (1968) and Beaver (1968) heralded empirical capital markets research as it now known*>> (Kothari, S. (2001). *Capital Market Research in Accounting. Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, No. 1, 105-231). Si veda poi Bhatia, M., & Mulenga, M. J. (2019). *Op. Cit.* Kaya, I. (2017). *Op. Cit.*

<sup>12</sup> Mechelli, A., *op. cit.*, 2013, p.3.

Ball, R.; Brown, P., *op. cit.*, 1968.

Beaver, W.H., *op. cit.*, 1968.

<sup>13</sup> Tale spiegazione risulta essere la traslitterazione del seguente enunciato: << *The objective of accounting theory is to explain and predict accounting practice – Explanations means providing reasons for observed practice. For example, positive accounting theory seeks to explain why firms continue to use historical cost accounting and why certain firms switch between a number of accounting techniques. Prediction of accounting practice means that theory predicts unobserved phenomena*>> (Watts, R., & Zimmermann, J. (1986). *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall.)

riprendendo i lavori di Watts e Zimmermann, come il perseguimento dell'obiettivo di "motivare" le scelte contabili assuma il proposito di, ad esempio, illustrare la ragione per cui le imprese reiterano nel tempo il loro utilizzo del principio del costo storico, mentre altre risultano essere più inclini a spostare il loro interesse verso l'adozione di differenti tecniche contabili. L'elemento previsionale, dal suo canto, si pone l'obiettivo di "*anticipare fenomeni ancora non osservati*"<sup>14</sup>. Altri autori, tentando di farsi promotori di un punto di vista relativamente diverso, definiscono in maniera non troppo dissimile il concetto di *positive accounting* come "*il tentativo di motivare la ricorrenza delle prassi contabili esistenti*"<sup>15</sup>. Rilevante, ulteriormente, risulta essere la possibilità di incasellare il concetto di *positive accounting* nell'ambito del più ampio movimento della c.d. *positive science*<sup>16</sup>. In modo da

---

<sup>14</sup> Watts, R.; Zimmermann, J., *op. cit.*, 1986

<sup>15</sup> Godfrey, J., Hodgson, A., Holmes, S., & Tarca, A. (2006). *Accounting Theory*. Wiley.

Si vedano ulteriormente, rispetto all'argomento "*positive accounting theory*" i lavori dei già citati Watts e Zimmermann: Watts, R., & Zimmermann, J. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, Vol. 53, No. 1, 112-134. Watts, R., & Zimmermann, J. (1979). The demand for and supply of accounting theories, the market for excuses. *The Accounting Review*, Vol. 54, No. 2, 273-305. Watts, R., & Zimmermann, J. (1990). Positive accounting theory: a ten-year perspective. *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 1, 131-156. Oltre ai sopracitati, si veda anche Demski, J. (1988). Positive Accounting Theory: a Review. *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 13, No. 6, 623-629, Deegan, C. (2009). *Financial Accounting Theory*. North Ryde: McGraw-Hill Australia, Christenson, C. (1983). The Methodology of Positive Accounting. *The Accounting Review*, Vol. 58, No. 1, 1-22, Merino, B., & Neimark, M. T. (1982). The Normative Origins of Positive Theories: A Ideology and Accounting Thought. *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 7, No. 2, 167-200. Kaya, I. (2017). *Op. Cit.*

<sup>16</sup> La *positive science* è definita dal Premio Nobel per l'economia del 1976 Milton Friedman come <<...the development of a "theory" or "hypothesis" that yields valid and meaningful (i.e., non-truistic) predictions about phenomena yet to be observed" Friedman, M. (1953). *The Methodology of Positive Economics, Essays in Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press. Altro sostenitore della

meglio qualificare il concetto di *positive accounting*, esso può essere esaminato in contrapposizione con la c.d. *normative accounting theory*, nell'ambito della quale la definizione delle differenti teorie risultava essere dipeso dalle finalità assunte da parte del ricercatore; in tale circostanza, il giudizio sulla validità o meno di un certo assunto non trovava riscontro attraverso la conduzione di un'analisi empirica, facendo piuttosto ricorso ad un mero ragionamento logico-deduttivo.

È stato osservato, nonostante l'apparente dicotomia negli approcci utilizzati dal punto di vista accademico, come *positive accounting theory* e *normative accounting theory* non siano necessariamente strettamente confliggenti; l'approccio di carattere "positivo" può essere infatti visto come presupposto fondamentale dell'analisi di matrice normativa; nel momento in cui mancasse quest'elemento di correlazione risulterebbe essere difficoltoso, per non dire completamente arbitrario, giudicare la bontà di una teoria rispetto ad un'altra<sup>17</sup>.

Il già più volte citato crescente interesse germinato, anche a livello prettamente nostrano, nei confronti della materia di ricerca concernente la *value relevance* risulta essere frutto di diversi fattori, tra cui è opportuno ricordare il processo di armonizzazione degli standard contabili di cui ai paesi facenti capo all'Unione Europea, per cui si è definito, attraverso l'articolo 4 del regolamento CE N. 1606/2002, un obbligo di adozione dei principi contabili internazionali

---

c.d. "Positive Accounting Theory" risulta essere Fama, con Fama, E., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). *The Adjustment of Stock Prices New Information*. *International Economic Review*, Vol. 10, No. 1, 1-21. Kaya, İ. (2017). *Accounting Choices in Corporate Financial Reporting: A Literature Review of Positive Accounting Theory*. In (Ed.), *Accounting and Corporate Reporting - Today and Tomorrow*. Intech Open. <https://doi.org/10.5772/intechopen.68962>. Si veda ancora Williams, Z. (2019). Op. Cit. e Kaya, İ. (2017). Op. Cit.

<sup>17</sup> Godfrey, J., Hodgson, A., Holmes, S., & Tarca, A. (2006), *op. cit.*, 2006, p. 259. A tal proposito, anche Jensen scrive: <<*In the end, of course, we are all interested in normative questions: a desire how to accomplish goals motivates our interest in these methodological topics and in positive theories*>> Jensen, M (1983), *op. cit.*, pp- 319-339, *ivi pag. 320*. Si veda anche Kaya, İ. (2017). Op. Cit.

IAS/IFRS emanati dallo IASB per quanto riguarda la redazione dei bilanci consolidati delle società europee emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati<sup>18</sup>. Lo scopo perseguito attraverso la promozione di un set uniforme di precetti contabili cui far riferimento può essere concepito come, senza pretesa di esaustività, non soltanto il raggiungimento di uno stato di relativa omogeneità nei metodi di valutazione e rilevazione delle diverse poste di

---

<sup>18</sup> Risulta essere degno di precisazione il fatto per cui l'obbligo di cui al regolamento CE N. 1606/2002, al suo articolo 4, menzioni soltanto un obbligo di redazione del consolidato secondo i principi contabili internazionali per le società appartenenti all'Unione Europea con titoli negoziati in mercati regolamentati; negli altri casi, ogni paese risulta essere libero di definire in maniera più o meno ampia la rosa di soggetti che possono o sono obbligati a redigere il bilancio individuale e consolidato secondo i principi contabili internazionali. Si veda, per maggiori informazioni rispetto a tale tematica, il seguente elenco di opere, che non è da intendersi in alcun modo esaustivo: AA.VV. (2013). Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Regole e applicazioni. Torino: Giappichelli, AA.VV. (2018). Il nuovo bilancio dopo l'applicazione del D.lgs 139/2015: implicazioni teoriche ed evidenze empiriche. Franco Angeli Editore, Allegrini, M. (2007). L'adozione degli IAS/IFRS in Italia: impatti formali e sostanziali sul bilancio. Operazioni di leasing e fondi rischi e oneri. Torino: Giappichelli, Andrei, P. (2006). L'adozione degli IAS/IFRS in Italia: concentrazioni aziendali e bilancio consolidato. Torino: Giappichelli, Azzali, S., Allegrini, M., Gaetano, A., & Pizzo, M. (2006). Principi contabili internazionali. Torino: Giappichelli, Di Pietra, R. (2010). Ragioneria Internazionale: dall'armonizzazione contabile al bilancio IFRS. Siena: CEDAM, Marchi, L., & Potito, L. (2012). L'impatto dell'adozione dei principi IAS/IFRS sui bilanci delle imprese quotate italiane. Milano: Franco Angeli Editore, Mechelli, A. (2013). La Value Relevance del bilancio d'esercizio: modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche. Torino: G. Giappichelli Editore, Onesti, T., Romano, M., & Taliento, M. (2011). Il bilancio delle imprese. Finalità, principi e comportamenti contabili alla luce delle teorie, delle norme e degli standard nazionali e internazionali. Torino: Giappichelli, Santesso, E., & Sòstero, U. (2018). I principi contabili per il bilancio d'esercizio. Milano: EGEA, Sòstero, U., Cerbioni, F., & Saccon, C. (2018). Bilancio consolidato: Disciplina nazionale e IFRS. Milano: McGraw-Hill, Sòstero, U., Ferrarese, P., Mancin, M., & Marcon, C. (2018). L'analisi economico-finanziaria di bilancio. Venezia: Giuffrè Editore. Taliento, M. (2016). Value Relevance nelle risultanze di bilancio. Evidenza empirica per le emittenti ad alta capitalizzazione nel "dopo crisi". *ImpresaProgetto. Electronic Journal of Management* - No. 1, 1-24. Saccon, C. (2013). Il quadro sistematico dei principi contabili internazionali: una fonte di regolamentazione contabile in evoluzione. *Ricerche giuridiche*, Vol. 2, No. 1, 95-116.

bilancio, così da raggiungere un canone di trasparenza e comparabilità dei documenti di informativa contabile a livello comunitario, ma anche un vero e proprio incremento della qualità dei principi stessi utilizzati, che risulta essere riconoscibile in maniera oltremodo evidente nei paesi caratterizzati da dottrine di carattere contabile di stampo “locale” considerabili più acerbe rispetto ai canoni internazionali<sup>19</sup>, così da poter, secondo l’art. 1 del summenzionato regolamento, “*garantire un elevato livello di trasparenza e comparabilità dei bilanci e quindi l’efficiente funzionamento del mercato comunitario dei capitali e del mercato interno*”<sup>20</sup>.

La definizione di tali propositi, inseriti nell’ambito di un cambiamento definibile come indubbiamente epocale nell’ambito della tradizione contabile, ha generato un certo interesse da parte degli studiosi, che, attestandosi su posizioni a volte decisamente scettiche, piuttosto che eccessivamente entusiastiche rispetto al possibile esito di questa mutazione, si sono prefissati l’obiettivo di misurare la possibilità da parte di tale processo di armonizzazione di portare ad un effettivo miglioramento della c.d. *accounting quality*, concetto che, pur non godendo di una nozione universalmente riconosciuta, è definito dagli accademici come la ampliata o sterilizzata capacità delle informazioni di cui al bilancio di esercizio di riflettere in maniera fedele la situazione economica della data azienda<sup>21</sup>. Un’altra definizione, che comunque si presenta affine e complementare a quella appena riportata, risulta essere quella

---

<sup>19</sup> De Angelis, L. (2015). Elementi di diritto contabile. Giuffrè Editore. Saccon, C. (2013). Il quadro sistematico dei principi contabili internazionali: una fonte di regolamentazione contabile in evoluzione. Ricerche giuridiche, Vol. 2, No. 1, 95-116.

<sup>20</sup> Saccon, C. (2013). Il quadro sistematico dei principi contabili internazionali: una fonte di regolamentazione contabile in evoluzione. Ricerche giuridiche, Vol. 2, No. 1, 95-116

<sup>21</sup> Chen, H., Tang, Y., Jiang, Z., & Lin. (2010). The Role of International Financial Reporting Standards in Accounting Quality: Evidence from The European Union. Journal of International Financial Management and Accounting, Vol. 21, No. 3, 220-278. Rossi, B. (2018). GLI EFFETTI DELLA ROTATION DELLA SOCIETA’ DI REVISIONE E DEL PARTNER SULLA VALUE RELEVANCE DEL REDDITO E DEL PATRIMONIO NETTO: IL PANORAMA ITALIANO. Roma: LUISS.

per cui l'*accounting quality* si riferisca alla precisione con cui il reporting finanziario sia in grado di informare i conferenti *equity* rispetto all'entità dei futuri *cash flows* dell'organizzazione<sup>22</sup>, nonché la misura in cui l'informazione contabile riflette accuratamente la performance corrente operativa dell'organizzazione, in modo che tale proprietà sia utile a stimare le prestazioni future dell'impresa, nonché ad effettuare una valutazione del valore del complesso aziendale attraverso il quale l'attività imprenditoriale viene esercitata<sup>23</sup>.

Nonostante il tentativo di fornire diverse possibili definizioni del concetto summenzionato di *accounting quality*, risulta essere innegabile il fatto che tali precisazioni si presentino come oltremodo generiche, con la necessità di fornire delle chiavi di lettura che consentano un'interpretazione maggiormente esaustiva e, in senso assoluto, corretta delle stesse.

In particolare, la letteratura internazionale affrontante l'argomento ha definito la possibilità di scomporre la qualità dell'informazione contabile in tre distinti aspetti, tra l'altro sovente menzionati nell'ambito dei lavori concernenti lo studio dell'*accounting quality* dei principi contabili internazionali<sup>24</sup>:

- Value relevance;
- Earnings management<sup>25</sup>;

---

<sup>22</sup> Callen, J., Khan, M., & Lu, H. (2009). Accounting Quality, Stock Price Delay and Future Stock Returns.

<sup>23</sup> Hribar, P., Kravet, T., & Wilson, R. (2014). A new measure of accounting quality. *Review of Accounting Studies*, Vol. 19, 506-538.

<sup>24</sup> Mechelli, A., *op. cit.*, 2013, p.6.

<sup>25</sup> Pur non essendo il concetto di *earnings management* oggetto di analisi nell'ambito della presente opera, si ritiene che, almeno a margine, sia opportuno fornire una contestualizzazione del fenomeno, senza alcuna pretesa di esaustività. Tra le più diffuse definizioni del concetto di *earnings management* è da ricordare quella di Schipper del 1989, che definì l'*earnings management* "una manipolazione mirata del processo di reporting dei dati finanziari destinati ai soggetti portatori di interessi nei confronti dell'azienda, da parte degli azionisti e dei manager, con il fine di ottenere un guadagno personale". Suo, L., Yang, K., Ji, Hao (2013). *Empirical Research on Accounting Conservatism and Business Financing. China Accounting Finance Review*, Vol. 15, No. 4. Schipper, K. (1989). *Commentary on Earnings Management. Accounting Horizons*, Vol. 3, 91-102. Altre definizioni diffuse, che si pongono

- Timely loss recognition<sup>26</sup>.

---

su linee simili a quelle appena descritta, è quella di Healy e Wahlen e di Fields, Lys e Vincent (Healy, P., & Wahlen, J. (1999). A review of the earnings management literature and implications for standard setting. *Accounting Horizons*, Vol. 13, No. 4, 365-383; Fields, T., Lys, T., & Vincent, L. (2001). Ball, R., Robin, A., & Sadka, G. (2008). Is financial reporting shaped by equity markets or by debt markets? An international study of timeliness and conservatism. *Review of Accounting Studies*, Vol. 13, 168-205. Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, No. 1-3, 255-307). Filoni di ricerca più recenti declinano questa definizione in modo da esaltare l'aspetto dell'inganno dello *stakeholder*, nonché la possibilità di manipolare i risultati dei contratti in cui l'entità della prestazione richiesta all'azienda obbligata risulti essere commisurata alla dimensione di una posta di bilancio. (Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, No. 3, 505-527 e Chen, H., Tang, Y., Jiang, Z., & Lin. (2010). The Role of International Financial Reporting Standards in Accounting Quality: Evidence from The European Union. *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 21, No. 3, 220-278). Più di recente, alcuni autori si sono concentrati nel tracciare una differenza tra *accounting earnings management* (anche definito *accrual earnings management*) dal c.d. *real earnings management*, il quale, piuttosto di andare a manipolare le modalità di rappresentazione delle vicende aziendali a livello contabile, cerca di modificare il risultato dell'esercizio attraverso l'alterazione dello svolgersi della vera e propria operatività aziendale. Si veda, da questo punto di vista, Ewert, R., & Wagnerhofer, A. (2005). Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management. *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 4, 1101-1124, Braam, G., Monomita, N., Weitzel, U., & Lodh, S. (2015). Accrual-based and real earnings management and political connections. *International Journal of Accounting*, Vol. 45, Issue 11, Callao, S., & Jarne, J. (2010). Have IFRS affected earnings management in the European Union? *Accounting in Europe*, Vol. 7, No. 2, 159-182. Per ultimo, si veda Ball, R., Robin, A., Sadka, G. (2008). Is financial reporting shaped by equity markets or by debt markets? An international study of timeliness and conservatism. *Review of Accounting Studies*, Vol. 13, 168-205. Suo, L., Yang, K., Ji, Hao (2013). Empirical Research on Accounting Conservatism and Business Financing. *China Accounting Finance Review*, Vol. 15, No. 4.

<sup>26</sup> Ancora una volta, è necessario definire come la *timely loss recognition* non risulti essere il punto focale dell'analisi qui presente. Alla stregua di quanto fatto per quanto riguarda l'aspetto concernente l'*earnings management*, risulta essere tuttavia opportuno fornire alcuni riferimenti, soprattutto in considerazione del fatto che tale dimensione sia divenuta incrementalmente popolare, fino ad



Riprendendo quanto anticipato di cui sopra, i ricercatori operanti in tema di *accounting* hanno, in seguito allo “scisma” legato all’introduzione dell’obbligatorietà dei principi contabili internazionali (nonché, indipendentemente dal loro *endorsement* a livello comunitario europeo, la loro diffusione e legittimazione), cercato di verificare l’ipotesi per cui tali principi di nuova introduzione abbiano definito un incremento o meno della *value relevance* dei valori di bilancio.

---

affiancarsi rispetto a quelle più tradizionalmente studiate, ossia le già citate *value relevance* ed *earnings management*. È necessario precisare, a rigor del vero, come, nonostante la crescente popolarità degli studi concernenti tale ulteriore lato del concetto di *accounting quality*, esso non sia ancora stato oggetto di una definizione circostanziata, essendosi limitati gli autori di riferimento a precisare come la stessa proprietà di *timely loss recognition*, da concepire come emanazione di un’incrementata qualità dei principi contabili, vada a definire una maggiore frequenza nel riportare perdite di entità significativa. Si vedano, a tal proposito, Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Valuation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, No. 2, 159-178; Ball, R., Robin, A., & Wu, J. (2000). Accounting standards, the institutional environment and issuer incentives: Effects on timely loss recognition in China. *Asia-Pacific Journal of Accounting Research*, Vol. 7, No. 2, 71-96; Chen, H., Tang, Y., Jiang, Z., & Lin. (2010). *op. cit.*, 220-278; Barth, M., Landsman, W., & Lang, M. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, Vol. 46; No. 1, 467-498. Si vedano anche Barbagallo, D. (2015). Banks Loan Loss Provisions, New IFRS 9 and Basel III Framework: Profiles of Convergence, Empirical Evidence and Possible Impacts on the System. Milano: Università degli Studi di Milano-Bicocca e Pulejo, J. (2019). *Earnings Management: teoria ed applicazioni*. Milano: Università degli studi di Milano-Bicocca. Si veda anche Kaya, I. (2017). Op. Cit e Do Accounting Numbers Have Any Relations with Stock Prices? A Case of Public and Private Sector Banks of India. *Theoretical Economics Letters*, Vol. 9, 1682-1698. doi:<https://doi.org/10.4236/tel.2019.95107> Suo, L., Yang, K., Ji, Hao (2013). Empirical Research on Accounting Conservatism and Business Financing. *China Accounting Finance Review*, Vol. 15, No. 4.

### 1.3. La definizione di “valore” nelle ricerche sulla value relevance

Nell’ambito dei precedenti paragrafi si è pervenuti a diverse definizioni di *value relevance*, con, tuttavia, l’opportunità di approfondire, ai fini di pervenire ad una corretta interpretazione del fenomeno oggetto di dissertazione, alcuni aspetti d’interesse.

In particolare, risulta essere fondamentale pervenire alla definizione della corretta misura del valore dell’azienda da elevare a punto di riferimento, in modo da rendere agevole la certificazione dell’esistenza o meno della più volte menzionata ipotizzata relazione tra tale summenzionato valore e le grandezze riportate nel bilancio d’esercizio.

Con riferimento a tale tema, è possibile ravvisare la sussistenza di due diversi orientamenti; il primo di essi risulta essere riconducibile alla già più volte citata Barth<sup>27</sup>, la quale fa da capostipite ad un filone di studi secondo i quali la nozione di valore elevata a riferimento nelle valutazioni debba essere il corso di borsa.

Tale affermazione è supportata dal fatto che, posta la necessità di osservare che, per memoria, una grandezza di bilancio è, secondo le definizioni di cui al paragrafo precedente, *value relevant* se contenente informazioni di valore ai fini del condizionamento delle valutazioni in termini di investimenti di cui agli operatori economici, secondo il summenzionato ordine di opinioni il valore di bilancio non dovrà necessariamente vantare una relazione statisticamente significativa con il valore del capitale economico dell’impresa: da qui la possibilità di affermare come la variabile per cui sia opportuno testare la presenza di una relazione statisticamente significativa con i valori di bilancio non possa che essere il prezzo di borsa, a prescindere dalla certezza che questo rappresenti in maniera fedele il reale valore assunto dal complesso aziendale; da questo punto di vista, si ritiene sufficiente che il prezzo di borsa sia identificabile come una misura espressione delle credenze e delle opinioni degli operatori popolanti il mercato.

---

<sup>27</sup> Barth, M.E., *op. cit.*, 2000.

A tale approccio, molto diffuso nell'ambito del filone di ricerca concernente la *value relevance*, si contrappone un'impostazione che tende a qualificarsi come più "radicale", definendo come gli studi in questione dovrebbero invece andare a ricercare una relazione che si presenti statisticamente significativa tra le informazioni di matrice contabile e il valore economico dell'impresa, qualificato come suo valore fondamentale, definibile secondo l'utilizzo di diverse modalità, tra le quali spicca la possibilità di pervenire al valore intrinseco dell'azienda tramite l'attualizzazione dei risultati attesi<sup>28</sup>.

È risaputo, tuttavia, come la valutazione del capitale economico d'impresa si qualifichi come un'operazione definibile come ricca di elementi di soggettività, per cui due valutatori diversi, pur dotati del medesimo livello di competenze, nonché, addirittura, del medesimo set informativo, potrebbero pervenire a due risultati completamente diversi; la definizione di un valore del capitale economico così aleatorio, poiché strettamente dipendente dalle stime e assunzioni formulate dal valutatore in sede di analisi, rende difficoltosa la valutazione della *value relevance* dei valori di bilancio.

In virtù di ciò, si ritiene come, pur essendo teoricamente il secondo filone di ricerca promotore di una metodologia astrattamente più corretta, sia impossibile prescindere dalla forte aleatorietà derivante dalle incertezze fisiologicamente insite nell'ambito della valutazione del valore fondamentale delle organizzazioni oggetto di campionamento, selezionate ai fini della risposta alle esigenze di ricerca. Per tale motivo, si ritiene sufficientemente soddisfacente prendere a riferimento una qualche approssimazione del valore del complesso aziendale, a patto che la stessa misura *proxy* sia facilmente individuabile, nonché non compromessa in maniera eccessiva dall'influenza di componenti soggettive nell'ambito della sua determinazione. La grandezza più conforme a tali requisiti risulta essere, come precedentemente anticipato, quella costituita dai prezzi di mercato, in virtù della possibilità degli stessi di essere qualificabili come grandezze oggettive, poiché estratte dall'incontro tra

---

<sup>28</sup> << We define value relevance as the mapping from accounting information to "intrinsic value" i.e., the present value of expected future dividends conditional of all available information.>> Aboody, D., Hughes, J., & Liu, J. (2002). Measuring Value Relevance in a (possibly) Inefficient Market. *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 4, 965-986.

la domanda e l'offerta, nonché, a latere, non necessitando di determinazione da parte del valutatore, evitando la formulazione di stime e congetture non sempre affidabili; tali misure rappresentano, perciò, una sintesi delle considerazioni rispetto al valore assunto dal titolo da parte degli addetti ai lavori e, in generale, da parte degli attori operanti sul mercato. Inoltre, tali prezzi presentano un vantaggio insito nel fatto che gli stessi vadano a qualificarsi come grandezze facilmente accessibili a tutti i ricercatori.<sup>29</sup>

Si è pocanzi affermato come il prezzo, in virtù delle sue proprietà, che vanno a definire una grandezza facilmente reperibile, nonché "oggettiva" in termini di mancata necessità di formulazione di stime e assunzioni ai fini della sua determinazione, risulti essere la misura da elevare a riferimento per quanto riguarda gli studi che mirino a definire una relazione tra valori di bilancio e valore del capitale economico dell'organizzazione. Tuttavia, è opportuno rimembrare il fatto che il prezzo di borsa si presenti come un mero *proxy* del valore fondamentale dell'azienda, con la necessità, peraltro, di definire in che estensione il corso borsistico si presenti come una grandezza presentante la proprietà di approssimare il valore dell'azienda, con, nel caso in cui tale relazione non risulti essere presente, l'opportunità di effettuare delle opportune rettifiche sui valori estrapolati dal mercato, in modo tale da rispondere alla necessità di supplire alle potenziali distorsioni che possono originarsi in virtù di una significativa divergenza tra le grandezze considerate<sup>30</sup>.

La letteratura italiana presente sull'argomento, proprio in virtù della tendenza all'utilizzo del concetto di prezzo di mercato come possibile *proxy* del valore del capitale economico aziendale, pone una forte enfasi sulla necessità di circoscrivere e differenziare i due concetti di prezzo e valore<sup>31</sup>. Da questo punto di vista, è possibile ravvisare la consolidata opinione per

---

<sup>29</sup> <<To implement a valuation-based research design, a measure of value is needed. A large body of finance and accounting research documents that the stock market is quite efficient in processing publicly available information.>> Barth, M.E., *op.cit.*, 2000.

<sup>30</sup> Gautri, L., & Bini, M. (2007). *La valutazione delle aziende*. Milano: EGEA.

<sup>31</sup> Il concetto di "capitale economico" è sempre stato fonte di grande dibattito nell'ambito degli sviluppi degli studi aziendalistici italiani. Per ricercare un illustre tentativo di definizione di tale grandezza si ritiene necessario tornare agli anni '20 del secolo scorso, in cui Besta, senza citare esplicitamente il

cui il valore economico del capitale risulti essere una grandezza di carattere “stimato”, in virtù della sua astrazione attraverso, tra gli altri metodi contemplati, l’attualizzazione dei risultati attesi di cui all’organizzazione oggetto di valutazione. Il prezzo, invece, si configurerebbe, in linea con quanto affermato di cui sopra, come una grandezza “data”, un valore che risulta essere frutto dell’interazione tra domanda e offerta, nonché frutto di ciò che la dottrina aziendalistica italiana ha nominato “condizioni soggettive di negoziazione”, le quali risultano essere proprio il principale *driver* a fondamento delle divergenze intercorrenti tra i concetti di prezzo e valore. Altra possibilità di circoscrizione della divergenza tra prezzo e valore è proposta da Bini e Gautri, i quali sostengono come il valore rappresenti l’ammontare a cui un determinato bene (nella specie, il capitale economico aziendale) possa essere acquistato o venduto; tale valore, nella sua mancata univocità in termini assoluti (vi è la possibilità del valore di mutare, in virtù di discrepanze di obiettivi, momenti e condizioni in cui vi è la formulazione della stima), può presentarsi differente dal prezzo effettivo di vendita. Il valore, infatti, risulta essere frutto di stime che possono configurarsi come divergenti, in virtù dell’utilizzo di diverse metodologie di determinazione; per converso, il prezzo è un dato, espresso dai mercati, che è rimesso, nelle sue determinazioni, anche alle già citate condizioni soggettive di negoziazione, tra cui si possono annoverare delle variabili interne (quali la fluidità

---

concetto di capitale economico, affermò, con riferimento all’avviamento, come esso sia <<...il valore che l’impresa prospera ha per sé stessa indipendentemente dai beni suoi, o se vuoi il maggior valore che acquistano questi beni in quanto trovansi congiunti insieme e impiegati in modo proficuo oltre la misura normale.>> Besta, F. (1922). La Ragioneria I. Milano: Vallardi. Tale definizione, pur, come già anticipato, non definendo in maniera volontaria il concetto di capitale economico, si trova comunque a circoscrivere una prima nozione di valore dell’azienda, concepibile come pari al valore dei suoi beni, in congiunto con l’avviamento. L’allievo Gino Zappa, dal canto suo, pervenne, nei suoi studi, ad una vera e propria definizione di capitale economico, definibile come <<...un valore unico, risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri>> Zappa, G. (1943). Il reddito di impresa. Scritture doppie conti e bilanci di aziende commerciali. Milano: Giuffrè. La definizione di Zappa pone enfasi sull’univocità del valore di cui al capitale economico, concetto ripreso, anni più tardi, da Ferrero, che affermò, sempre con riferimento al capitale economico: <<...non rappresenta un aggregato di valori autonomi (...) ma si appalesa invece come un complesso economico determinato in funzione non soltanto dei suoi elementi costitutivi, ma anche delle relazioni che rendono complementari codesti elementi in aderenza alla funzione strumentale esplicita (...)>>

dei capitali legati alle imprese, l'efficienza dei mercati finanziari e i processi di integrazione in corso nel settore di riferimento) e variabili esterne (quali la credibilità strategica e reddituale, nonché la trasparenza a livello comunicativo).

Da quanto affermato sinora è possibile estrapolare un principio cardine, emergente da entrambe le definizioni di prezzo e valore esaminate: pur essendo i due concetti esplicitamente collegati, vi sono molteplici fattori per cui prezzo e il valore si presentino come grandezze differenti.

Un primo ordine di ragioni risulta essere imputabile al concetto di asimmetria informativa, ossia dalla circostanza per cui le parti possano vantare, rispetto all'azienda oggetto di valutazione, informazioni non disponibili ad entrambe le controparti coinvolte nelle operazioni di negoziazione, per cui il prezzo in grado di intersecare la volontà dell'alienante di vendere e quella dell'acquirente di acquistare risulta essere inevitabilmente "macchiato" dalla presenza di tale carenza informativa.

Un'ulteriore ragione di divergenza tra prezzo e valore potrà essere ricercata nella possibilità di individuare, in capo alle parti partecipanti al *deal*, specifici interessi o esigenze particolari, che spingono tali soggetti a vendere o ad acquistare, i quali potrebbero portare alla definizione di un prezzo più alto, nonché più basso, rispetto a quello riconducibile al solo valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione. Si rifletta, ad esempio, rispetto alla frequente casistica in cui l'acquirente sia interessato a ottenere (o consolidare) il pacchetto di maggioranza e controllo di un'organizzazione, con la possibilità, in questo caso, di osservare la necessità di valorizzare un certo "premio per il controllo", il quale andrà inevitabilmente a generare un incremento del prezzo rispetto al valore intrinseco/fondamentale riconducibile al pacchetto azionario trasferito. Altro caso, questa volta illustrante la casistica contraria, risulta essere quello in cui l'alienazione del pacchetto azionario avvenga in virtù di circostanze particolari, quali la necessità di liquidità da parte dell'alienante, nonché la sussistenza di dissidi in capo alla compagine sociale, ovvero situazioni di profondo cambiamento legate a passaggi

generazionali; in tali circostanze, la partecipazione oggetto di alienazione potrebbe essere trasferita ad un prezzo decisamente più basso rispetto al valore intrinseco che la caratterizza<sup>32</sup>.

Gli aziendalisti e gli studiosi di finanza aziendale tendono a concordare in maniera pacifica rispetto alla potenziale sussistenza di una divergenza, come fin qui analizzata, tra prezzo di mercato e valore fondamentale/intrinseco di un complesso aziendale; tuttavia, diversa è la situazione nel momento in cui si faccia riferimento agli effetti di questo fenomeno.

Da questo punto di vista, si presenta rilevante riprendere le concezioni del già citato filone di studiosi aderente alla concezione per cui lo studio della *value relevance* risulti essere utile solamente alla valutazione dell'apporto informativo riconducibile alle poste di bilancio nell'ambito della valutazione delle operazioni di investimento. Relativamente a tale opinione, non vi è, secondo tale corrente di pensiero, un grande interesse nella verifica dell'esistenza della sopra approfondita divergenza tra valore e prezzo, con il relativo mancato interesse nell'eliminazione dei correlati effetti distorsivi discendenti da tale discrepanza. A giustificazione di ciò, si fa riferimento al già menzionato orientamento di questo gruppo di studiosi, per cui l'utilizzo dei prezzi determinati nell'ambito dei mercati regolamentati (espressivi degli orientamenti degli addetti ai lavori operanti nel settore finanziario, nonché degli investitori nel senso più lato possibile) non risulti essere un fattore di criticità; al contrario, l'utilizzo dei prezzi formulatisi nei mercati regolamentati permette di integrare nell'analisi la miglior sintesi dei convincimenti dei diversi investitori<sup>33</sup>.

---

<sup>32</sup> Rilevante, da questo punto di vista, è la necessità di ricordare come anche l'abilità negoziale delle parti coinvolte risulti essere un fattore interessante la discrepanza tra prezzo e valore, come sottolineato da Zanda, G., Lacchini, M., Onesti, T. Zanda, G., Lacchini, M., & Onesti, T. (2005). La valutazione delle aziende. Torino: Giappichelli.

<sup>33</sup> Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (1998). Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25, No.1, 82. Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, 77-104. Si vedano anche Ferreira, P.H., Kräussl, R., Landsman, W., Borysoff, M.N., Pope, P.F. (2019). Reliability and relevance of fair values: private equity investments and investee fundamentals. Bhatia, M., & Mulenga, M. J. (2019). Do Accounting Numbers Have Any Relations with Stock Prices? A Case of Public

Per converso, gli Autori che, d'altro canto, ambiscono a verificare la presenza di una relazione tra valore del capitale economico dell'impresa e informativa di bilancio non possono non considerare le circostanze per cui, assumendo il corso di borsa come *proxy* del valore, si vada incontro a mancanze che potenzialmente potrebbero risultare essere seriamente invalidanti i risultati delle ricerche; in virtù di ciò, si tende a riconoscere la possibilità di apportare dei correttivi ai prezzi di borsa, nell'intento di sfruttare tale grandezza in modo agevole e corretto come *proxy* del valore del capitale economico, di estrapolazione decisamente più laboriosa e aleatoria nei relativi risultati, come già più volte rammentato.

Tra le due concezioni appena esposte è necessario definire come, più o meno esplicitamente, il primo approccio si qualifichi come quello maggiormente seguito da parte della comunità di ricerca, in virtù di una ravvisabile penuria di ricerche curanti l'aspetto della *value relevance* dei valori presenti nel bilancio d'esercizio che, nella conduzione delle analisi, si siano occupate di operare opportune rettifiche dei valori di mercato utilizzati in modo da ravvicinare gli stessi alla grandezza del valore fondamentale/intrinseco. Inoltre, autorevoli opinioni sanciscono che, pur essendo senz'ombra di dubbio degno di nota il proposito di cui al perseguimento di un'indagine concernente la sussistenza o meno di una relazione significativa tra i valori di bilancio e valore economico del capitale di un'organizzazione, è possibile certificare come, da un punto di vista, l'utilizzo dei prezzi di borsa si presenti come l'unica alternativa realmente disponibile dal punto di vista operativo; d'altro canto, vi è l'ulteriore necessità di asserire come il processo di rettifica di tali valori non risulti essere spesso soddisfacente, in virtù dell'utilizzo di procedure eccessivamente meccaniche e semplicistiche<sup>34</sup>.

---

and Private Sector Banks of India. Theoretical Economics Letters, Vol. 9, 1682-1698. doi: <https://doi.org/10.4236/tel.2019.95107>. Kaya, I. (2017). Op. Cit.

<sup>34</sup> Mechelli, A., *op. cit.*, 2013, p. 13. Bhatia, M., & Mulenga, M. J. (2019). Do Accounting Numbers Have Any Relations with Stock Prices? A Case of Public and Private Sector Banks of India. Theoretical Economics Letters, Vol. 9, 1682-1698. doi: <https://doi.org/10.4236/tel.2019.95107>. Kaya, I. (2017). Op. Cit.



## 1.4. Il rapporto tra *value relevance* e attendibilità del bilancio d'esercizio

Oltre alla spiegazione del concetto di *value relevance*, si ritiene opportuno affrontare preliminarmente il tema concernente il rapporto esistente tra rilevanza (*relevance*) e attendibilità (*reliability*) dell'informativa contabile.

Da questo punto di vista, prima di esaminare tale argomento, è necessario ribadire come l'obiettivo dello IASB risulti essere riconducibile alla "creazione, nell'interesse del pubblico, di un unico insieme di Accounting Standards di elevata qualità e comprensibilità che forniscono informazioni trasparenti e comparabili".<sup>35</sup>

Ulteriormente, lo IASB si prefigge lo scopo di definire standard contabili che coadiuvino le scelte dell'investitore, in modo da migliorarne le scelte di allocazione del risparmio<sup>36</sup>, così da onorare il principio per cui l'informativa di bilancio si presenti come un elemento imprescindibile ed essenziale per tutti gli operatori nell'ambito del loro processo decisionale (*decision usefulness*).

Nonostante le due caratteristiche dell'informazione contabile, *relevance* e *reliability*, risultino essere concettualmente distinte, è opportuno precisare come, quando i ricercatori indagano rispetto alla sussistenza di una relazione significativa dal punto di vista statistico tra valore del capitale economico dell'impresa e corsi borsistici, stiano valutando congiuntamente la

---

<sup>35</sup> IFRS Foundation. (2018). Mission Statement. Tratto da [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org): [www.ifrs.org/about-us/](http://www.ifrs.org/about-us/).

Natale, E. (2015). *La value relevance: aspetti teorici e verifiche empiriche nel settore bancario europeo*. Milano: Università degli Studi di Milano Bicocca.

<sup>36</sup> Street, D., Gray, S., & Bryant, S. (1999). Acceptance and observance of International Accounting Standards: an empirical study of companies claiming to comply with IAS. *The International Journal of Accounting*, Vol. 34, 11-48. Natale, E. (2015). Op. Cit.

*relevance* e la *reliability* del bilancio d'esercizio di una certa impresa<sup>37</sup>. Un dato elemento di bilancio, quindi, non si presenterà auspicabilmente solo come *relevant* (inteso come capacità di definire informazioni utili ai fini dell'alimentazione del processo decisionale dell'investitore), ma anche affidabile, *reliable* (ossia suscettibile di instillare fiducia rispetto alla correttezza delle informazioni in capo all'utilizzatore delle stesse). In virtù di ciò, risulta opportuno concepire come il concetto di *value relevance* non ricomprenda soltanto il concetto di mera *relevance*, ma inglobi anche il concetto di *reliability*, affinché sia possibile ricercare il già più volte citato rapporto sussistente tra valore del capitale economico e prezzi di borsa. Tale conclusione è, di fatto, riconducibile anche ad una motivazione di matrice empirica: nel momento in cui i ricercatori giungano ad un risultato indicante che un certo valore di bilancio sia o meno, *value relevant*, è difficoltoso distinguere l'influenza della *reliability* piuttosto dell'impatto della *relevance* del dato stesso<sup>38</sup>.

Inoltre, è possibile, in virtù di quanto affermato sopra, asserire come sia prospettabile una circostanza in cui un determinato valore di bilancio sia suscettibile di influenzare le scelte degli investitori, senza però presentare le caratteristiche per cui lo stesso si possa configurare come attendibile, così da non poter essere considerabile *value relevant*.

Si concepisce, peraltro, come, nella quasi totalità delle ricerche affrontanti la tematica, i ricercatori concludano i loro lavori affermando se una certa posta di bilancio risulti essere *value relevant* o meno; per questo motivo è corretto affermare come, in linea di principio, una certa posta contabile potrebbe essere virtualmente *value relevant*, ma, data la scarsa

---

<sup>37</sup> <<...tests of value relevance represent one approach of operationalising the FASB's stated criteria of relevance and reliability. Value relevance is an empirical operationalisation of these criteria because an accounting amount will be value relevant ... only if the amount reflects the information relevant to investors in valuing the firm and is measured reliably enough to be reflected in share prices>> Barth, M.E.; Beaver, W.H.; Landsman, W.R. *Op. Cit.*, 2001, p.80

<sup>38</sup> <<It is often difficult to distinguish relevance and reliability. For an accounting amount to be value relevant, it must be relevant to investors and sufficiently reliable to be reflected in the value measure, i.e., share price. Failure to detect a significant relation between the amount and equity value could be attributable to lack of relevance, lack of reliability, or both>> Barth, M.E., *Op.Cit.*, 2000, p.17.

*reliability* con cui vengono formulate le stime, i valori di bilancio non potrebbero configurarsi come utili agli investitori. Per tale motivo, gli studiosi sovente includono nelle loro ricerche dei meccanismi che consentano di considerare la diversa affidabilità dei dati, al fine di verificare se e in che misura tale aspetto possa influire sui risultati delle indagini. Ad esempio, una procedura utilizzata nell'ambito di questo filone di ricerca suddivide le aziende campionate in base alle società che si occupano della revisione del bilancio d'esercizio loro afferente, concependo come più affidabili le informazioni provenienti da società i cui bilanci siano certificati da parte delle c.d. *Big Four*, piuttosto che da altre società di revisione, alle quali viene correlata una *reliability* più scarsa<sup>39</sup>.

## 1.5. Il rapporto tra *value relevance* e il concetto di efficienza del mercato dei capitali

Molti studiosi assumono vi sia un rapporto di strettissima correlazione tra il concetto di *value relevance* e quello di efficienza del mercato dei capitali, in particolare per il fatto che, essendo gli studi sulla *value relevance* condotti attraverso la definizione di test tesi a provare la presenza o meno di un rapporto statisticamente significativo intercorrente tra i corsi di borsa e le informazioni comunicate al pubblico tramite il bilancio d'esercizio, si concepisce come sia quantomeno doveroso interrogarsi rispetto a se i prezzi formulati dal mercato risultino essere efficienti. Si è già avuta, nell'ambito del paragrafo 1.3., la possibilità di apprendere il fatto che la dottrina economico-aziendale abbia definito la presenza di una divergenza tra i concetti di prezzo e di valore. Da questo punto di vista, è possibile integrare il ragionamento già effettuato, per cui tale scostamento fosse possibile in virtù di ragioni quali asimmetrie informative caratterizzanti il rapporto tra le parti e la sussistenza delle cosiddette "condizioni soggettive di negoziazione", con lo scenario in cui il più volte menzionato cuneo insistente tra prezzo e valore si determini in virtù dell'inefficienza del mercato nella sua capacità di elaborare le informazioni.

---

<sup>39</sup> Mechelli, A., 2013, *op. cit.*, p. 15

Per meglio comprendere tale concetto, risulta essere opportuno circoscrivere il termine “efficienza del mercato”, con la possibilità, successivamente, di estendere il ragionamento al mercato dei capitali<sup>40</sup>. Un mercato *sul generis* perfetto presenta, secondo Copeland, Weston e Shastri:

1. I mercati perfetti si presentano come “senza difficoltà”, non accusando frizioni, quali costi di transazione, imposte o qualsiasi tipologia di regolamentazione che, direttamente o indirettamente, ponga un effetto di matrice sterilizzante sugli scambi tra gli operatori;
2. da un punto di vista dei beni scambiati in un mercato perfetto, gli stessi possono essere qualificati come perfettamente divisibili e in ogni caso commercializzabili;
3. Il mercato si qualifica come perfettamente concorrenziale, con gli operatori che si configurano come “*price-takers*”;
4. È possibile ravvisare un’efficienza dal punto di vista informativo in capo al mercato. La stessa potrebbe essere raggiunta, a titolo meramente esemplificativo, quando tutte le informazioni sono disponibili alla totalità degli operatori, che possono accedervi senza dover versare alcun corrispettivo;
5. I partecipanti al mercato sono individui caratterizzati da una perfetta razionalità, che si riflette, a livello comportamentale, nella tendenza ad esprimere, con ogni azione posta in essere, una tendenza verso la massimizzazione dell’utilità attesa. Gli operatori partecipanti al mercato assumono una linea di condotta sovente epitetata come “ottimizzante”.

Rispetto al concetto di efficienza del mercato “in senso lato”, ossia trattante un mercato non meglio circoscritto, qualificato, è possibile ravvisare come il concetto di efficienza del mercato dei capitali risulti essere, al contrario di quanto si potrebbe pensare, un concetto meno restrittivo ed “esigente” dal punto di vista dei requisiti richiesti a fini del suo riscontro. In un mercato dei capitali definibile come efficiente, i prezzi si qualificano come in grado di inglobare, in maniera integrale e istantanea, tutte le informazioni disponibili e pertinenti. In

---

<sup>40</sup> Si segue, nella dissertazione, l’impostazione suggerita da Copeland, Weston e Shastri i quali, nel 2004, astrarrono il concetto di efficienza del mercato dei capitali raffrontando lo stesso con il concetto di mercato inteso in senso lato. Si veda, per ulteriori riferimenti, Copeland, T., Weston, J., & Shastri, K. (2004). *Financial Theory and Corporate Policy*, Fourth Edition. Boston, Massachusetts: Addison-Wesley.

particolare, si ritiene adeguata la ripresa delle parole di Fama, il quale sancisce, relativamente a tale aspetto: <<A market in which prices always “fully reflect” available information is called “efficient”<sup>41</sup>>>. Avendo chiara questa assunzione, è possibile asserire come le condizioni per un mercato “*sul generis*” efficiente ricordate sopra non necessariamente dovranno essere in ogni caso sussistenti. A titolo di esemplificazione, potrebbe essere ravvisabile un concetto di efficienza dei mercati dei capitali – seppur, ovviamente, di carattere spurio, imperfetto – nel momento in cui si ammetta l’esistenza, nel mercato dei capitali oggetto d’analisi, di una certa soglia di distorsione fisiologica nei processi di diffusione delle informazioni, come, ad esempio, la loro segretezza, nonché la loro eventuale costosità, in contrapposizione con il principio dell’informazione gratuita e disponibile alla totalità della platea degli investitori. Inoltre, è comune riconoscere, nell’ambito dei già menzionati mercati dei capitali, un comportamento non sempre razionale in capo agli investitori, che potrebbero essere influenzati dall’eccessiva sicurezza rispetto al proprio operato, piuttosto che la cosiddetta *FOMO (Fear Of Missing Out)*. Nonostante quanto appena affermato, il concetto mercati dei capitali efficienti ammette, pur in maniera contenuta, i requisiti di efficienza operativa e dei prezzi<sup>42</sup>.

Il concetto di mercato dei capitali efficiente (EMH) venne introdotto da Fama, nel 1970<sup>43</sup> e nel 1976<sup>44</sup>, con la definizione di tre forme di efficienza<sup>45</sup>, di carattere cumulativo, rispetto alle

---

<sup>41</sup> Fama, E. (1970), *Op. Cit.*, pag. 383. Si segnala come Fama abbia pubblicato, come noto, molte opere concernenti la tematica in questa sede trattata, già precedentemente citate nell’ambito dei paragrafi precedenti.

<sup>42</sup> Copeland, T., Weston, J., & Shastri, K. (2004). *Op. Cit.*, pag. 354.

<sup>43</sup> Fama, E.F. (1970), *Op.Cit.*

<sup>44</sup> Fama, E. (1976). *Foundations of Finance*. New York, NY: Basic Books.

<sup>45</sup> <<The initial studies were concerned with what we call weak form tests in which the information subset of interest is just past price (or return) histories. Most of the results here come from the random walk literature. When extensive tests seemed to support the efficiency hypothesis at this level, attention was turned to semi-strong form tests in which the concern is the speed of price adjustment to other obviously publicly available information (e.g., announcements of stock splits, annual reports, new

quali si può osservare come ogni “modulo” di efficienza possa basarsi su un *pool* sempre crescente di informazioni considerabili “rilevanti” a favore della collettività degli investitori.

Il primo modello di efficienza, la cosiddetta “efficienza in forma debole”, statuisce come il mercato sconti, nell’ambito dei prezzi da esso formulati, solamente informazioni di carattere storico rispetto ai prezzi stessi, con la conseguente impossibilità in capo ai partecipanti al mercato di ottenere extra-rendimenti tramite lo sviluppo di regole di negoziazione basate sulle mere serie storiche dei prezzi.

Il secondo modello di efficienza del mercato dei capitali, la cosiddetta “efficienza dei mercati dei capitali in forma semi-forte”, definisce una condizione per cui i prezzi di mercato riflettono, nella loro entità, non soltanto l’informazione insita nella serie storica dei prezzi, quanto anche qualsiasi altra informazione pubblicamente disponibile; non sarà, perciò possibile definire una strategia di trading che permetta l’ottenimento di extra-rendimenti rispetto al mercato basandosi solo sull’informazione pubblicamente disponibile.

Secondo la terza e più completa forma di efficienza dei mercati dei capitali, quella di matrice “forte”, vi è un’assunzione per cui i prezzi inglobano tutte le informazioni disponibili, tra le quali è possibile individuare anche informazioni di carattere confidenziale, non disponibili al pubblico. Nell’ambito di un mercato così configurato si concepisce come impossibile definire una strategia di trading che permetta l’ottenimento di rendimenti superiori a quelli garantiti dal mercato.

C’è da dire che la criticità affrontata nell’ambito di tale paragrafo è spesso e volentieri trascurata da parte degli addetti ai lavori, che pongono in essere le loro ricerche coinvolgendo la variabile prezzo come variabile dipendente nell’ambito dei modelli contemplati per la valutazione della *value relevance*, senza però curarsi della significatività di questo valore.

È ora opportuno domandarsi, una volta esposto, in estrema sintesi e senza pretese di esaustività, le formulazioni dei ricercatori rispetto al concetto di efficienza dei mercati nell’ambito dei mercati dei capitali, quale sia, tra i tre livelli di efficienza dei mercati finanziari ipotizzati da Fama, quello che più si addice a qualificare i mercati dei capitali reali. Da questo

---

*security issues, etc.). Finally, strong form tests in which the concern is whether any investors or groups (e.g., managements of mutual funds) have monopolistic access to any information relevant for the formation of prices have recently appeared>> Fama, E.F. (1970), Op. Cit., pag. 388*

punto di vista, si valorizza il contributo di Spremann<sup>46</sup>, che, rilevando la presenza di numerosi riscontri positivi provenienti da studi empirici ricavati dalla letteratura finanziaria<sup>47</sup>, tende ad avallare la tesi per cui i mercati dei capitali possano essere visti come efficaci in forma semi-forte, soprattutto se afferenti ai paesi più sviluppati.

In posizione inversa rispetto alle affermazioni di Spremann si pongono Aboody, Hughes e Liu, che definiscono invece l'opinabilità delle affermazioni che riconoscono la presenza di una forma di efficienza semi-forte di cui ai mercati dei capitali<sup>48</sup>. Il risvolto di ciò è che le informazioni rese note tramite la diffusione dei bilanci non sarebbero "inglobate" in maniera istantanea dal prezzo dei titoli.

In virtù di ciò, si potrebbe affermare che in un mercato così configurato le informazioni derivanti dal bilancio d'esercizio sarebbero rese disponibili a tutti gli operatori, con, tuttavia, i prezzi di borsa che non risultano essere contemplanti le stesse, in virtù del fatto che gli investitori non siano in grado di elaborare le informazioni loro diffuse in modo razionale e immediato. Ciò determina una conseguenza: a prescindere dalle c.d. "condizioni soggettive di negoziazione", già più volte menzionate nell'ambito del presente capitolo, e dalle eventuali asimmetrie informative sussistenti tra le parti, vi sarà l'insinuazione di un "cuneo" tra prezzo e valore intrinseco/fondamentale del capitale economico aziendale, sussistente in virtù dell'incapacità del prezzo di borsa di riflettere il contenuto informativo proveniente dal bilancio d'esercizio. Tale circostanza è definibile conseguenza della mancata capacità in capo

---

<sup>46</sup> Spremann, K. (2006). *Portfolio Management*, terza edizione. Monaco di Baviera: Oldenbourg.

<sup>47</sup> Rilevante, ai fini della certificazione della popolarità dell'opinione per cui i mercati finanziari siano concepibili come efficienti in forma "semi-forte" è anche il contributo di John H. Cochrane, che nella sua opera "Asset Pricing" effettua numerose analisi empiriche assumendo la correttezza dell'ipotesi dei mercati efficienti in forma semi-forte. Si veda a tal proposito Cochrane, J. (2001). *Asset Pricing: Revised Edition*. Princeton University Press.

<sup>48</sup> Aboody, D., Hughes, J., & Liu, J. (2002). *Op. Cit.*

agli investitori di utilizzare in modo immediato tali informazioni in modo funzionale all'orientamento dei propri comportamenti di acquisto e di vendita.

Avendo considerato questo aspetto, è sicuramente degna di nota la questione che porta ad interrogarsi relativamente alla validità ai fini delle analisi sulla *value relevance* di tali prezzi "inefficienti", frutto di un mercato dei capitali esso stesso inefficiente nei canoni descritti di cui sopra. Relativamente a codesto aspetto è opportuno menzionare due ordini di idee.

La prima concezione ritiene come l'efficienza dei mercati non si configuri come un prerequisito necessario allo svolgimento di indagini di carattere empirico sulla *value relevance*, con la possibilità di ritenere l'aspetto dell'eventuale inefficienza dei mercati dei capitali un problema di scarsa rilevanza. Tale orientamento risulta essere soprattutto espressione dei convincimenti di Barth<sup>49</sup>, che definisce il fatto che l'unica condizione necessaria e sufficiente al corretto utilizzo dei corsi di borsa nell'ambito delle indagini concernenti la *value relevance* dei valori di bilancio è che questi ultimi siano espressione del pensiero degli attori operanti sul mercato<sup>50</sup>, con la conseguente possibilità di impiegare il prezzo di borsa delle azioni come variabile dipendente nell'ambito delle operazioni di regressione contemplate nell'ambito delle ricerche empiriche avente tema *value relevance*<sup>51</sup>.

---

<sup>49</sup> Barth, M.E. (2000), *Op. Cit.* – Barth, M.E.; Beaver, W.H.; Landsman, W.R. (2001) *Op. Cit.*

<sup>50</sup> <<Value relevance research need only assume that share prices reflect investors' consensus belief>>  
Barth, M.E.; Beaver, W.H.; Landsman, W.R. (2001) *Op. Cit.*, pag. 94.

<sup>51</sup> <<Even if the market is not totally efficient in processing the valuation implications of all publicly available information, share prices reflect the consensus belief of investors. Thus, share prices have become the most common value measure used in financial reporting research. Barth, M.E. (2001), *Op. Cit.*, pag. 11. Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (2001). *The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, 77-104. Rossi, B. (2018). GLI EFFETTI DELLA ROTATION DELLA SOCIETA' DI REVISIONE E DEL PARTNER SULLA VALUE RELEVANCE DEL REDDITO E DEL PATRIMONIO NETTO: IL PANORAMA ITALIANO. Roma: LUISS.



È possibile asserire che, nel momento in cui il mercato presentasse anche la caratteristica di efficienza (la cui assenza, come è stato appena precisato, non osta comunque alla possibilità di condurre analisi affidabili e attendibili in materia di *value relevance* delle poste di bilancio), le indagini aventi ad oggetto la *value relevance* risulterebbero essere ulteriormente funzionali a determinare un giudizio rispetto all' idoneità dei valori di bilancio nel fornire informazioni utili all'astrazione del valore del capitale economico aziendale<sup>52</sup>.

Relativamente a tale possibilità, Barth e gli altri autori menzionati nell'ambito della descrizione dell'orientamento appena citato definiscono, seppur velatamente, come il concetto di efficienza del mercato si verifichi nell'empirico nel momento in cui i prezzi riflettano il vero valore del bene coinvolto nella negoziazione<sup>53</sup>, con la possibilità di scorgere una sostanziale differenza tra la definizione di mercato efficiente astratta da Fama. Secondo la concezione di Fama, infatti, si qualifica un mercato dei capitali come "efficiente" nel momento in cui esso sia in grado di trattare correttamente tutte le informazioni disponibili in modo immediato sui corsi borsistici. Tali informazioni, tuttavia, potrebbero essere incomplete, in virtù del loro potenziale parziale occultamento nei confronti della totalità del mercato; si pensi al concetto di asimmetria informativa, la cui presenza, in virtù di quanto asserito, non osta alla sussistenza di un mercato efficiente, ravvisando la presenza delle possibilità di concepire come il mercato risulti essere in ogni caso in grado di sfruttare, riflettendole sui prezzi, le informazioni disponibili. Detti prezzi, ciononostante, potrebbero scostarsi in maniera anche molto significativa dal valore del capitale economico aziendale.

Per converso, secondo la concezione di Barth descritta di cui sopra, il mercato si potrà epitetare come efficiente nel momento in cui i prezzi siano in grado di riflettere il vero valore

---

<sup>52</sup> <<With the further assumption of market efficiency, the resulting inference relates to the extent to which the accounting amount under study reflects the true underlying value>> Barth, M.E. (2001), *Op. Cit.*, pag. 11.

<sup>53</sup> <<Value relevance research does not require assuming market efficiency. That is, the research need not assume that equity market values are "true" or unbiased measure of the unobservable "true value" of equity, or that they reflect unbiased measures of unobservable "true" economic value of firms' assets and liabilities or income generating ability>> Barth, M.E. (2000), *Op. Cit.* – Barth, M.E.; Beaver, W.H.; Landsman, W.R. (2001) *Op. Cit.*, pp. 94-95.

del bene oggetto d'esame, con la mancata necessità di distinguere, in caso di presenza di un "cuneo" tra prezzo e valore, la ragione sottostante lo stesso.

Il secondo ordine di idee concernente la validità dell'utilizzo di prezzi "inefficienti" nell'ambito delle analisi empiriche concernenti la *value relevance* è riconducibile ad un approccio di Aboody, Hughes e Liu, i quali nel 2002 pubblicarono un lavoro concernente l'effetto dell'inefficienza dei mercati sulle ricerche aventi ad oggetto la *value relevance* delle poste di bilancio, definendo un'opinione totalmente differente rispetto a quella proposta da Barth<sup>54</sup>. Per comprendere le motivazioni sottostanti la divergenza tra la posizione degli Autori summenzionati rispetto a quella di Barth è opportuno sottolineare come, per essi, il concetto di *value relevance* sia qualificabile come la sussistenza di una relazione statisticamente significativa tra valori postulati nell'ambito del bilancio d'esercizio e il capitale economico dell'impresa, il quale è ottenibile, come risaputo, attraverso una procedura di attualizzazione dei risultati attesi<sup>55</sup> e, rimembrando i ragionamenti già più volte reiterati, potrebbe qualificarsi in maniera differente rispetto al prezzo dell'azione. Tuttavia, è necessario ricordare anche il fatto che, al contrario del corso borsistico, il valore del capitale economico aziendale non risulta essere una grandezza direttamente osservabile; in virtù di ciò, i ricercatori tendono ad assumere i prezzi di borsa come un'approssimazione di tale grandezza.

Gli Autori definiscono come risulti essere possibile osservare la ricchezza di ricerche presenti che danno per assunto il fatto che il mercato dei capitali sia uniformato alla definizione di mercato efficiente in forma semi-forte, con la possibilità da parte dello stesso di trattare in modo integrale e immediato le informazioni che vengono rese note, tra cui è fisiologico rinvenire anche quanto contenuto nei prospetti di bilancio societari. Tuttavia, come già sottolineato, svariate ricerche di carattere empirico definiscono una prova del fatto che il mercato sia in realtà inefficiente, ossia incapace di stimare il valore del capitale economico dell'impresa. Sotto queste condizioni, risulterebbe essere violata l'assunzione di efficienza del

---

<sup>54</sup> Aboody, D., Hughes, J., & Liu, J. (2002), *op. cit.*

<sup>55</sup> <<We define value relevance as the mapping from accounting information to "intrinsic value" i.e., the present value of expected future dividends conditional on all available information>>. Aboody, D., Hughes, J., & Liu, J. (2002), *op. cit.*, pag. 966.

mercato in forma semi-forte, con l'opportunità di apprezzare la presenza di un coefficiente distorsivo dei risultati delle ricerche aventi ad oggetto il tema *value relevance* dei bilanci, connaturato alla possibilità di verificare che, dal momento che sussiste una discrepanza tra prezzo e valore, sia presente una relazione tra tale differenza e le informazioni contabili rispetto alle quali sta avvenendo la verifica della relativa *value relevance*. Una tale situazione genererebbe un problema di c.d. *correlated omitted variables*, generando in questo modo una stima non attendibile dei coefficienti frutto della regressione coinvolgente la variabile dipendente, la quale risulta essere il prezzo, e le variabili indipendenti, ossia i valori di bilancio oggetto di *testing*<sup>56</sup>.

La concezione frutto dei pensieri di Aboody, Hughes e Liu porta, perciò, ad una conclusione diametralmente opposta rispetto a quella di Barth. Secondo quest'ultima, come già definito, il fatto che il mercato si configuri come efficiente non va a costituire una precondizione per l'effettuazione dell'analisi, dato che risulta essere sufficiente che i prezzi vadano a costituire un semplice *proxy* dei c.d. *investor beliefs*. Secondo, d'altro canto, l'impostazione metodologica di Aboody, Hughes e Liu i prezzi non possono andare a costituire una variabile dipendente affidabile nell'ambito delle ricerche aventi ad oggetto la *value relevance*, in virtù del fatto che l'inefficienza del mercato porti ad osservare una distorsione fisiologica nella stima del valore aziendale delle società quotate.

Si presenta ora opportuno indagare rispetto a quale posizione dovrebbe essere elevata a impostazione metodologica più corretta. La dottrina prevalente non si esprime in maniera netta da questo punto di vista, con la possibilità di far prevalere le concezioni di Barth, piuttosto che quelle di Aboody, Hughes e Liu, a seconda della definizione di *value relevance* che si ambisce ad assumere come oggetto principale dell'analisi.

Nel momento in cui si intenda il concetto di *value relevance* come la già più volte citata possibilità riconosciuta in capo alle poste di bilancio di riassumere le informazioni sfruttate dalla platea degli investitori nel formulare i loro orientamenti concernenti le operazioni di negoziazione, è possibile statuire come le posizioni di Barth risultino essere quelle da far

---

<sup>56</sup> <<In such a setting, the conventional linear projection of price onto the space of accounting information produces biased coefficients due to the omitted-correlated-variables of interest>> Aboody, D., Hughes, J., & Liu, J. (2002), *op. cit.*, pag. 966.

prevalere come più convincenti. Il proposito della ricerca, in questo caso, come già affermato, dovrebbe essere la verifica che le informazioni presenti nei bilanci d'esercizio diffusi a favore del pubblico siano rappresentativi di un pacchetto di informazioni effettivamente utilizzato da parte degli investitori nell'assunzione delle loro scelte.

Se, d'altro canto, si seguisse l'approccio di Aboody, Hughes e Liu, attraverso le analisi aventi a tema *value relevance* si suole verificare il fatto se le informazioni diffuse attraverso l'informativa di bilancio si configurino come correlate con il valore del capitale economico dell'impresa; nel momento in cui il mercato si presentasse come inefficiente, i prezzi di borsa andrebbero a costituire una *proxy* distorta del concetto di valore, la quale si presenta come la grandezza di cui si vuole provare la relazione con le informazioni di matrice contabile. In quest'ultimo caso, non risulterà essere disponibile l'utilizzo, se non tramite il ricorso ad adeguati correttivi dei prezzi di mercato ai fini della certificazione di una statisticamente significativa relazione sussistente tra valore e le informazioni di bilancio.

## 1.6. La classificazione degli studi sulla *value relevance*

Come affermato nell'ambito delle pagine precedenti, è possibile statuire come Ball, Brown e Beaver possano essere insigniti del titolo di pionieri del filone di ricerca avente ad oggetto la *value relevance* dei valori di bilancio. È tuttavia possibile verificare come da tale primo impulso si sia verificata la proliferazione di una vasta gamma di studi, testanti vari orizzonti di analisi. In virtù della presenza di tale ricca mole di lavori, si presenta come oltremodo necessaria la classificazione e la sistemizzazione delle caratteristiche distintive dei preminenti filoni di ricerca cui tali opere appartengono.

Come consueto, nell'ambito del tentativo di generare una tassonomia di un fenomeno innegabilmente complesso, emergono diversi criteri di catalogazione, con la possibilità di una certa sovrapposizione nell'ambito delle definizioni utilizzate.

Un primo criterio sovente utilizzato per catalogare gli studi aventi tema *value relevance* suddivide i lavori di ricerca in due principali gruppi<sup>57</sup>:

1. *Information content studies*, i quali possono essere a loro volta suddivisi in *short-window event studies* e *long-horizon event studies*;
2. *Association studies*, i quali, a loro volta, possono essere sottoclassificati in *relative association studies* e *incremental association studies*.

Cominciando dall'analisi più approfondita del punto sub 1), è possibile definire il concetto di *information content studies* con il riferimento a tutti i lavori di ricerca il cui proposito risulta essere quello di provare se un determinato valore di bilancio sia caratterizzato da un certo coefficiente di carattere informativo, la cui comunicazione al mercato produce effetti (i quali devono considerarsi come una stretta e diretta ripercussione della notizia diffusa di cui sopra) sulle operazioni di compravendita di azioni.

Usualmente gli *information content studies* fanno ricorso ai cosiddetti *event studies* (tanto che si segnala che in letteratura finanziaria le due espressioni risultano essere sovente utilizzate senza alcuna differenza<sup>58</sup>), i quali coinvolgono una metodologia che esplora l'ipotesi se l'accadimento di una certa circostanza produca nuove informazioni, impattanti sul mercato in maniera significativa. Per modifica significativa si intende sovente una modificazione del prezzo dei titoli, così come una mutazione della volatilità del prezzo di mercato a cui gli stessi risultano essere compravenduti. In sostanza, i c.d. *event studies* mirano ad analizzare se, al variare delle circostanze di mercato, in virtù dell'accadimento di eventi giudicati significativi,

---

<sup>57</sup> Holthausen, R., & Watts, R. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting Economics*, Vol. 31, No. 1-3, 3-75. Anche Kothari segue quest'approccio nell'ambito delle operazioni di classificazione degli studi. Si veda a proposito Kothari, S. (2001). *Op. Cit.*, p. 116. Per ultimo, si veda Bhatia, M., & Mulenga, M. J. (2019). Do Accounting Numbers Have Any Relations with Stock Prices? A Case of Public and Private Sector Banks of India. *Theoretical Economics Letters*, Vol. 9, 1682-1698. doi:<https://doi.org/10.4236/tel.2019.95107>

<sup>58</sup> Mechelli, A. (2013); *Op. Cit.*, pag. 15.

si possa ravvisare una variazione nel prezzo o rendimento dei titoli, nonché sulla volatilità e l'ammontare delle operazioni di negoziazione<sup>59</sup>.

A titolo meramente esemplificativo, è possibile certificare come i lavori di Ball, Brown e Beaver si configurino proprio come event studies. Tra tutti, il lavoro di Beaver è stato in grado di dimostrare il fatto che il mercato risponda alla comunicazione al pubblico dell'utile/perdita d'esercizio tramite una mutazione intervenuta nel volume degli scambi intervenuti nello stesso, nonché attraverso una modulazione della volatilità dei prezzi<sup>60</sup>.

Tale tipologia di ricerca avente ad oggetto la *value relevance* dei valori di bilancio può essere a sua volta configurata secondo due modalità, a seconda dell'orizzonte temporale considerato nell'ambito dell'analisi. Sono, infatti, possibili i c.d. *short-window event studies*, i quali fanno riferimento, nell'analisi, a orizzonti temporali relativamente brevi, i quali si contrappongono ai cosiddetti *long-horizon event studies*, che considerano, come intuibile, intervalli temporali decisamente più estesi.

Con riferimento ai c.d. *short-window event studies* i ricercatori formulano un'ipotesi sulla reattività del mercato in un periodo prossimo al verificarsi dell'evento oggetto di interesse, con, a titolo esemplificativo, l'analisi delle oscillazioni dei rendimenti dei titoli nel giorno o nella settimana nella quale le società quotate diffondono informazioni al pubblico relativamente al risultato d'esercizio, piuttosto che qualsiasi altro valore di bilancio rispetto al quale si ambisca effettuare un'operazione di valutazione della *value relevance*.

Nell'altro caso – i c.d. *long-horizon event studies* – I ricercatori cercano di verificare i risvolti dell'evento oggetto d'interesse nell'ambito di un intervallo temporale sufficientemente lungo (generalmente tenendo in considerazione un intervallo temporale di mediamente 1-5 anni), con la possibilità, utilizzando questo metodo, di neutralizzare le eventuali tendenze, riconducibili al breve periodo, di sottostimare o sovrastimare la portata dell'evento considerato dalla platea degli investitori di particolare rilevanza informativa. Si concepisce

---

<sup>59</sup> Kothari, S. (2001). Op. Cit., p. 116.

<sup>60</sup> Beaver, W. H. (1968). Op. Cit.

come l'utilizzo di un periodo di tempo più esteso, appunto di 1-5 anni, sia sufficiente alla neutralizzazione di questi fattori di matrice contingente.

È possibile quindi affermare come, nel contesto in questo caso rilevante, gli *event studies* vadano a certificare se la comunicazione alla platea degli investitori dei valori mostrati in bilancio definisca una certa risposta da parte degli stessi; seguendo l'opinione di Kothari, è tuttavia possibile statuire come tale filone di studi sia caratterizzato da una moltitudine di problematiche di carattere metodologico<sup>61</sup>, tra le quali la possibilità che l'evento oggetto di discussione risulti essere diluito nel corso del tempo, il che rende oltremodo difficoltosa la determinazione di una data circostanziata rispetto alla quale ricondurre il momento in cui il mercato reagisce a tale evento; inoltre, in virtù della dispersione dell'evento lungo un ambito temporale più o meno lungo, si testimonia la difficoltà nell'isolare l'effetto ricondotto all'evento stesso rispetto all'imperversare di altri fattori, i quali, verificandosi in tempo prossimo a quello in cui si sostanzia l'accadimento oggetto d'analisi, definiscono una risposta da parte del mercato che si configura come il combinato di più elementi, dei quali non risulta essere agevole analizzare i singoli effetti, tanto che ci si riferisce comunemente ad essi con il termine di *confounding aspects*<sup>62</sup>.

In virtù di queste difficoltà, alle quali peraltro è particolarmente arduo supplire, è possibile certificare come la mole più grande di ricerche condotte in materia di *value relevance* faccia riferimento alla metodologia di cui al punto sub 2), definibile come tipica degli *association studies*. Con tale espressione è solitamente fatto riferimento ad una serie di opere di ricerca il cui proposito è condurre una verifica della sussistenza di un rapporto esistente tra valori di bilancio e prezzi/rendimenti dei titoli azionari<sup>63</sup>. Tali studi, in virtù della loro numerosità, risultano essere ulteriormente suddivisibili in due gruppi:

---

<sup>61</sup> Kothari, S. (2001). Op. Cit., p. 116.

<sup>62</sup> Mechelli, A. (2013); Op. Cit., pag. 17.

<sup>63</sup> Differentemente dagli *information/event studies*, gli *association studies* non si occupano di verificare se la diffusione delle notizie di carattere contabile definisca un risvolto sui volumi degli scambi e/o sui corsi di borsa. Con riferimento ai cosiddetti *return models*, Kothari asserisce: <<An association study

1. *Relative association studies;*
2. *Incremental association studies.*

I primi, i cosiddetti *relative association studies*, si presentano come l'insieme di studi che mirano a condurre delle valutazioni di carattere comparativo, verificando quale, tra differenti poste di bilancio oggetto di interesse, vada a costituire una migliore correlazione con i prezzi o con i rendimenti dei titoli di riferimento. Si pensi, ad esempio, a tutti gli studi che mirano a confrontare i bilanci redatti in virtù dell'utilizzo di *standard* contabili differenti, in modo da certificare quale tra i principi oggetto di *testing* si presenti come maggiormente *value relevant*. A titolo esemplificativo, si pensi alla possibilità di confronto tra la *value relevance* dei valori di bilancio astratti secondo i principi contabili nazionali e le poste di bilancio determinate secondo l'utilizzo dei principi contabili internazionali IFRS, con la possibilità di verificare l'effetto della transazione verso questi ultimi in virtù delle prescrizioni di cui al Regolamento CE 1606/2002<sup>64</sup>.

Altro esempio di *relative association study* potrebbe essere costituito dalla possibilità di confrontare il concetto di *net income* e quello di *comprehensive income*, in virtù della revisione

---

*tests for a positive correlation between an accounting performance measure (e.g., earnings for cash flow from operations) and stock returns, both measured over relatively long, contemporaneous time periods, e.g., one year. Since market participants have access to many more timely sources of information about a firm's cash flow generating ability, association studies do not presume that accounting reports are the only source of information to market participants. Therefore, no casual connection between accounting information and security price movements is inferred in an association study. The objective is to test whether how quickly accounting measures capture changes in the information set that is reflected in security returns over a given period.>> Kothari, S.P. (2001), Op. Cit., pag. 116. Si veda anche Veith, S., & Werner, J. R. (2010). Comparing Value Relevance Across Countries: Does the Return Window Specification Matter? Working Paper, 1-39.*

<sup>64</sup> A titolo meramente esemplificativo, si faccia riferimento al lavoro di Cordazzo Michela e Rossi Paola, avente ad oggetto l'influenza dell'adozione obbligatoria dei principi contabili internazionali IFRS rispetto alla *value relevance* delle immobilizzazioni immateriali, facendo riferimento ad un campione di società italiane. Cordazzo, M., & Rossi, P. (2020). The influence of IFRS mandatory adoption on value relevance of intangible assets in Italy. *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 21, No. 3, 415-436.



dello IAS 1, in modo da verificare quale delle due misure potesse essere considerata maggiormente *value relevant*<sup>65</sup>.

Peraltro, anche la presente opera andrà a configurare l'analisi empirica di cui all'ultimo capitolo secondo l'impostazione di *relative association study*, con la possibilità di confrontare l'impatto sulla *value relevance* dei valori di bilancio in virtù del passaggio dallo IAS 39 allo IFRS 9<sup>66</sup>.

Con il termine *incremental association studies* si fa solitamente riferimento al filone di opere di ricerca volte a certificare se un certo valore di bilancio determini un apporto di informazioni supplementare, rispetto a quelle già presenti, in modo da spiegare in maniera più circostanziata il prezzo o il rendimento dei titoli oggetto d'analisi. Importante è sottolineare che, anche ai fini di differenziare correttamente questa categoria di studi rispetto a quelli già osservati (in particolare i *relative association studies*), in questo caso non vi sia il perseguimento dello scopo di verificare se un certo valore di bilancio, astratto secondo l'utilizzo di un certo principio contabile, si configuri o meno come *value relevant*, o se un certo principio contabile sia maggiormente *value relevant* rispetto ad un altro. Per converso, tale insieme di opere persegue l'obiettivo di rilevare se un dato valore di bilancio sia idoneo ad apportare informazioni utili, in particolare se poste in confronto con il set informativo già insito nei valori di bilancio precedentemente definiti ed esaminati.

Un esempio molto spesso citato di *incremental association study* risulta essere quello di cui a tutte le opere che si prefissano l'obiettivo di definire se le riconciliazioni effettuate nell'ambito delle fasi di transazione verso i principi contabili internazionali (nell'ambito della cosiddetta

---

<sup>65</sup> Si veda, relativamente a tali tematiche, Pisani, M. (2008). La misura delle prestazioni nel bilancio di esercizio. Il comprehensive income statement. Milano: Franco Angeli. Ferraro, O. (Aprile-Giugno 2013). EVIDENZE EMPIRICHE SULL'INFLUENZA DELLE CARATTERISTICHE DELLE GRANDEZZE REDDITUALI NELLA SCELTA DEL PROSPETTO DI COMPREHENSIVE INCOME. Rivista dei Dottori Commercialisti, N.2

<sup>66</sup> Si consulti Ferraro, O. (Aprile-Giugno 2013). EVIDENZE EMPIRICHE SULL'INFLUENZA DELLE CARATTERISTICHE DELLE GRANDEZZE REDDITUALI NELLA SCELTA DEL PROSPETTO DI COMPREHENSIVE INCOME. Rivista dei Dottori Commercialisti, N.2,

*FTA – First Time Adoption*) si siano rivelate essere idonee alla produzione di informazioni supplementari rispetto al coefficiente informativo definito dai bilanci redatti in ottemperanza ai principi contabili nazionali<sup>67</sup>. Altro esempio di *incremental association study* risulta essere quello di cui alle opere volte alla valutazione del coefficiente informativo apportato da parte delle altre componenti di conto economico complessivo (*Other comprehensive income components – OCIC*), con particolare riferimento alla possibilità di fornire, tramite gli stessi, informazioni supplementari rispetto al mero reddito d'esercizio<sup>68</sup>.

---

<sup>67</sup> Si faccia riferimento, ancora una volta a titolo meramente esemplificativo rispetto ad opere potenzialmente rientranti nell'insieme degli *incremental association studies*, a Hung, M., & Subramanyam, K. (2012). Financial statements effects of adopting international accounting standards: the case of Germany. *Review of Accounting Studies*, Vol. 12, No. 4, 623- 657.

<sup>68</sup> In particolare, da questo punto di vista, possono essere menzionati, per avere contezza della rosa di studi trattanti la tematica oggetto di dissertazione, Goncharov, I., & Hodgson, A. (2011). Measuring and Reporting Income in Europe. *Journal of International Accounting Research*, Vol. 12, No. 4, 27-59. Kanagaretnam, K. M., & Shetata, M. (2009). Usefulness of comprehensive income reporting in Canada. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 28, No. 4, 349-365. Maines, L., & McDaniel, L. (2000). Effects of comprehensive-income characteristics on nonprofessional investors' judgement: the role of financial statement presentation format. *The Accounting Review*, Vol. 75, No. 2, 179-207. Biddle, G., & Choi, J. (2006). Is comprehensive income useful? *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, Vol. 2, No. 1, 1-32. Cahan, S., Courtenay, S., Gronewoller, P., & Upton, D. (2000). Value relevance of mandated comprehensive income disclosure. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 27; No. 9-10, 1273-1300. Cheng, C., Cheung, J., & Gopalakrishnan, V. (1993). On the usefulness of operating income, net income, and comprehensive income in explaining security returns. *Accounting and Business Research*, Vol. 23, No. 91, 195-203. Chambers, D., Linsmeier, T., Shakespeare, C., & Sougiannis, T. (2007). An evaluation of SFAS No. 130 comprehensive income. *Review of Accounting Studies*, Vol. 12, No. 4, 557-593. Collins, D., Maydew, E., & Weiss, I. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 1, 39-67. Ferraro, O. (Aprile-Giugno 2013), op. cit. e si veda anche Zulu M., De Klerk, M., Oberholster, J.G. (2017). A comparison of the value relevance of interim and annual financial statements. *South African Journal of Economic and Management Sciences (SAJEMS)* Vol. 20, No. 1. Ferraro, O. (Aprile-Giugno 2013). EVIDENZE EMPIRICHE SULL'INFLUENZA DELLE CARATTERISTICHE

Nell'alveo degli *incremental association studies* vi è una concezione di matrice dottrinale che riconosce la presenza di un ulteriore sottoinsieme di studi, denominati *measurement studies*<sup>69</sup>. Tale filone di ricerca concerne il tema *value relevance*, con l'indagine che va oltre il mero fatto se un determinato elemento di cui al bilancio d'esercizio risulti essere solamente *value relevant*, bensì anche se l'entità del coefficiente espressivo della correlazione intercorrente tra la variabile oggetto di inchiesta e la variabile dipendente coinvolte nella regressione assuma un certo valore, predeterminato tramite la sua assunzione mediante l'utilizzo di un modello teorico. Nel momento in cui sussista una discrepanza tra il valore del coefficiente ottenuto tramite la regressione ed il coefficiente teorico astratto tramite l'ausilio di un modello teorico, ciò potrebbe essere interpretato come un errore, segno di inidoneità della posta di bilancio oggetto di indagine di risultare essere conforme ad un modello teorico di riferimento<sup>70</sup>.

---

DELLE GRANDEZZE REDDITUALI NELLA SCELTA DEL PROSPETTO DI COMPREHENSIVE INCOME. Rivista dei Dottori Commercialisti, N.2.

<sup>69</sup> Holthausen, R.W.; Watts, R.L. (2001), *Op. Cit.*, pag. 6. Yen, S.H.; Lai, Y.T.; Chen, H.L. (2016) Influence of Fair Value of Qualitative Characteristics and Decision Usefulness of Accounting Information. *Accounting and Finance Research*, Vol. 5, No. 4, 180-191.

<sup>70</sup> Song, C., Thomas, W., & Yi, H. (2010). Value relevance of FAS No. 157 Fair value Hierarchy Information and the Impact of Corporate Governance Mechanisms. *The Accounting Review*, Vol. 85, No. 4, 1375-1410. In questo studio viene condotta un'indagine concernente l'emanazione del principio contabile SFAS 157 "Fair Value Measurements", con l'indagine della *value relevance* dei tre livelli di *fair value measurement* ipotizzati dal summenzionato principio contabile. Il risultato dell'analisi definisce la sussistenza di una maggiore *value relevance* di cui al terzo livello di *fair value measurement*. Si veda anche Yen, S.H.; Lai, Y.T.; Chen, H.L. (2016) Influence of Fair Value of Qualitative Characteristics and Decision Usefulness of Accounting Information. *Accounting and Finance Research*, Vol. 5, No. 4, 180-191 e Rossi, B. (2018). GLI EFFETTI DELLA ROTATION DELLA SOCIETA' DI REVISIONE E DEL PARTNER SULLA VALUE RELEVANCE DEL REDDITO E DEL PATRIMONIO NETTO: IL PANORAMA ITALIANO. Roma: LUISS. Hamdi, B., Mejri, T. (2017). La pertinence de l'information comptable en juste valeur dans le

Necessario è menzionare che il concetto di *measurement study* di cui sopra risulti essere differente rispetto alla definizione di *measurement perspective*; quest'ultimo termine risulta essere valorizzato da Hellstrom, che classifica gli studi concernenti la *value relevance* suddividendoli tra *signalling perspective* e *measurement perspective*. Le prime ricerche, quelle la c.d. *signalling perspective*, fanno riferimento alle indagini che rispondono all'interrogativo se il mercato ponga una risposta successivamente alla diffusione al pubblico di una notizia relativa ad un valore di bilancio. Per converso, i *measurement perspective studies* rispondono alla necessità di certificare il fatto se risulti essere sussistente o meno un certo livello di correlazione tra valori di mercato e una o più poste del bilancio d'esercizio<sup>71</sup>.

È cristallino il fatto che la suddivisione degli studi sulla *value relevance* ipotizzata da Hellstrom si presenti assolutamente conforme, perlomeno a livello sostanziale, a quella esposta nell'ambito dell'inizio del presente paragrafo. Da questo punto di vista, gli *information content studies* andrebbero ad uniformarsi al concetto di *signalling perspective*; d'altro canto, la *measurement perspective* si presenta come un concetto assimilabile a quello di *association studies*.

---

contexte de la crise financière : le cas de l'industrie bancaire européenne. Comptabilité Contrôle Audit 2017/3 (Tome 23), 29-62.

<sup>71</sup> <<The signalling perspective means to study whether there is a reaction to the announcement of accounting information (...) The measurement perspective measures the explicit relationship between market indicators of the value of company and accounting measures>> Hellstrom, K. (2006). The Value Relevance of Financial Accounting Information in a Transition Economy: The Case of the Czech Republic. *European Accounting Review*, Vol. 15, No 3, 328. Dainelli, F., Visconti, A. (2014). Gli indicatori di bilancio per le valutazioni di mercato: uno studio di value relevance in Italia. *Impresa Progetto: Electronic Journal of Management*, Vol.1. Per ultimo, si veda Bhatia, M., & Mulenga, M. J. (2019). Op. Cit.

Una classificazione simile, pur presentando alcune discrepanze, risulta essere quella attribuibile a Van Cauwenberge e De Beelde<sup>72</sup>, i quali distinguono anch'essi tra *measurement perspective* e *information perspective*.

Tramite l'utilizzo della locuzione *measurement perspective* gli Autori di cui sopra vanno ad identificare tutti gli studi che elevano a punto di riferimento un modello di valutazione definitorio del valore di un'impresa come determinato da variabili di estrazione contabile; d'altro canto, con la dicitura *information perspective* Van Cauwenberge e De Beelde vanno a qualificare tutte le opere di ricerca semplicemente ricercanti un principio di utilità per gli investitori dei valori presentati in bilancio, senza tuttavia coinvolgere il riferimento ad un preciso metodo di valutazione. Le ricerche uniformate al concetto di *information perspective* (inteso secondo la prospettiva di Van Cauwenberge e De Beelde) stabiliscono come sufficiente la verifica rispetto a se i valori di bilancio, nella loro pubblicazione, generino una mutazione o meno del prezzo dei titoli.

Risulta essere necessario affermare che, nonostante tale criterio di classificazione sia stato oggetto di riproposizione da parte di alcuni Autori<sup>73</sup>, non si presenti come sufficientemente convincente. A tale conclusione la dottrina presente in materia presenta soprattutto due motivazioni, di seguito esposte:

---

<sup>72</sup> Van Cauwenberge, P., & De Beelde, I. (1995). A Critical Note on Empirical Comprehensive Income Research. *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, Vol. 11, No. 2, 661-687.

<sup>73</sup> Goncharov e Hodgson propongono, nell'opera già citata precedentemente, tale suddivisione, affermando che: "*Under the information perspective, an accounting signal is only informative if it incrementally adjusts prices given the availability of all other value-relevant information. The dependent variables raw returns, or abnormal returns, derived from a market model with the independent variable, raw earnings, and/or earnings surprises*". D'altro canto: "*The valuation or measurement perspective is tested by using a levels-based association model (...) Under the valuation perspective, firm value is expressed as a function of accounting variables and, potentially, allows for inferences with regard to the relevance and reliability characteristics often expressed by standard setters*" Goncharov, I., & Hodgson, A. (2011). *Op. Cit.*, pag. 38.

1. Il primo ordine di motivi riguarda la circostanza per cui la quasi totalità dei lavori di ricerca condotti aventi ad oggetto il concetto di *value relevance* risulti essere riconducibile a modelli di valutazione espressivi del valore dell'impresa in funzione delle poste di bilancio presentate; si pensi, da questo punto di vista, alle modellizzazioni elaborate facendo riferimento alle proposte emerse dai lavori di ricerca di Ohlson<sup>74</sup> e di Easton/Harris<sup>75</sup>, i quali difficilmente possono essere rielaborati in modo tale da considerare valori diversi dai valori di bilancio.
2. Il secondo motivo per cui i ricercatori esprimono riserve rispetto alla classificazione appena proposta risulta essere riconducibile al fatto che alcuni Autori contestino la circostanza per cui la categoria di studi classificata sotto il nome di *information perspective*, oltre a non essere correlata alla previsione di un modello di riferimento, assuma che l'informazione di bilancio oggetto d'indagine produca necessariamente un risvolto sui corsi di borsa.

## 1.7. Il rapporto tra *value relevance* e finalità conoscitive di cui al bilancio d'esercizio

Dopo aver definito il concetto di *value relevance* e aver catalogato le opere di ricerca prodotti da parte degli studiosi, vi è la necessità di esaminare il quesito per cui la *value relevance* stessa risulti essere considerabile una caratteristica imputabile al bilancio d'esercizio, dalla quale discende la possibilità di ravvisare un incremento della qualità dell'informativa contabile a seguito di un suo incremento. Si ritiene opportuno esplorare questo concetto, elevando a

---

<sup>74</sup> Ohlson, J. (1995). Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2, 661-687. Hamdi, B., Mejri, T. (2017). La pertinence de l'information comptable en juste valeur dans le contexte de la crise financière : le cas de l'industrie bancaire européenne. *Comptabilité Contrôle Audit* 2017/3 (Tome 23), 29-62.

<sup>75</sup> Easton, P., & Harris, T. (1991). Earnings as an Explanatory Variable for Returns. *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 1, 19-36. Si veda anche Uo, F., Ui R. Theory of Conservatism and Value Relevance of Accounting Information. (2015) *Journal of Accounting and Marketing*, Vol. 4, No. 1.

punto di riferimento i principi contabili internazionali IAS/IFRS, piuttosto che i principi contabili nazionali, in virtù della necessità di considerare il fatto che, come già sottolineato nell'ambito dei paragrafi precedenti, l'interesse relativamente all'esplorazione delle tematiche relative alla *value relevance* delle poste di cui al bilancio d'esercizio abbia proprio trovato stimolo nell'introduzione, tramite l'emanazione del già menzionato Regolamento CE 1606/2002, dell'obbligatorietà di adozione di tali principi nelle operazioni di redazione del bilancio consolidato delle società emittenti strumenti finanziari negoziati nell'ambito dei mercati regolamentati.

Tuttavia, per meglio esplorare la tematica oggetto di riferimento nel presente paragrafo, ossia valutare se la c.d. *accounting quality* (la qualità di cui all'informativa di bilancio prodotta dall'impresa redigente lo stesso) sia positivamente correlata all'incremento della *value relevance*, vi è la necessità di interrogarsi, in primo luogo, quali sono le informazioni che si ambisce ad estrapolare dal bilancio d'esercizio<sup>76</sup>.

Da questo punto di vista, si presenta oltremodo evidente il fatto che le esigenze conoscitive cui il bilancio d'esercizio cerca di rispondere non siano altro che espressione delle necessità di cui ai potenziali destinatari delle informazioni estrapolabili da tale documento<sup>77</sup>.

Le finalità conoscitive riconducibili alla platea di soggetti interessati a consultare il bilancio d'esercizio orientano, quindi, la selezione degli *standard* contabili che informano la sua

---

<sup>76</sup> Onida, P. (1974). *Il bilancio d'esercizio delle imprese. Significato economico del bilancio. Problemi di valutazione*. Milano: Giuffrè. Si veda anche il precedente studio di Pantaleoni, che aveva definito la presenza di un evidente condizionamento delle valutazioni effettuate in ambito di bilancio d'esercizio da parte delle finalità per le quali esso viene predisposto. Pantaleoni, M. (1925). *Erotemi di Economia*. Bari: Laterza.

<sup>77</sup> Capaldo, P. (1998). *Reddito, capitale e bilancio d'esercizio. Una introduzione*. Milano: Giuffrè. D'Alessio, L. (1992). *Il bilancio d'esercizio delle imprese*. Torino: Giappichelli. Superti Furga, F. (1991). *Reddito e capitale nel bilancio d'esercizio*. Milano: Giuffrè. Zambon, S. (1996). *Entità e proprietà nei bilanci di esercizio*. Padova: CEDAM. Zanda, G., & Lacchini, M. (1993). *Rivalutazione dei beni aziendale ed utilizzo di poste del patrimonio netto. Aspetti economici, civilistici e contabili*. Torino: Giappichelli. Ranalli, F. (2005). *Il bilancio di esercizio. Il modello del reddito realizzato*. Roma: Aracne.

determinazione, nonché la qualità dell’informativa rivolta ai terzi tramite il documento di bilancio. Da ciò risulta che diviene un obiettivo di preminente rilevanza indagare chi siano i principali destinatari di cui all’informativa di bilancio, per poi selezionare gli scopi conoscitivi che motivano la loro ricerca di informazioni attraverso la consultazione del bilancio d’esercizio. Ulteriormente, vi sarà la necessità di valutare l’aspetto di più forte rilevanza ai fini del presente lavoro: definire se gli scopi conoscitivi che muovono gli investitori e, più in generale, tutti i soggetti che si trovano a consultare il bilancio d’esercizio, siano ponibili in un legame di diretta correlazione con il concetto di *value relevance* come definito nei precedenti paragrafi.

In primis, si nota come, per comprendere l’argomento oggetto di dissertazione, siano emersi dei pareri riconducibili ad alcuni autorevoli Autori secondo i quali, nell’identificazione dei principali destinatari dell’informazione contabile secondo i principi contabili internazionali, vi sia la necessità di riconoscere la preminenza dell’influenza del mondo anglosassone (con particolare rilevanza degli Stati Uniti) rispetto alla loro conformazione<sup>78</sup>. A ciò si correla un contesto legato al deciso sviluppo delle cosiddette *public companies*, le quali, dovendo condurre una politica di investimenti decisamente aggressiva, facevano uso in maniera sostenuta del mercato borsistico, generando una forte frammentazione del capitale quotato presso i mercati tra una moltitudine di piccolissimi azionisti<sup>79</sup>. Inoltre, sempre al modello anglosassone risulta essere riconducibile il concetto, teorizzato da Berle e Means, di separazione tra proprietà e controllo, in virtù del fatto di poter assistere alla necessità di affidare la gestione aziendale a professionisti in grado di non essere soverchiati dal picco di complessità raggiunto. D’altro canto, tale separazione tra proprietà e controllo determina la

---

<sup>78</sup> Viganò, nei suoi scritti, si spinge addirittura a definire comicamente come IASC non risulti essere l’acronimo di “International Accounting Standards Committee”, bensì di “International American Standards Committee”. Viganò, E. (1996). *L’economia aziendale e la ragioneria*. Padova: CEDAM.

<sup>79</sup> Sarcone, S. (2011). *La formazione del bilancio annuale. Disciplina giuridica e principi contabili nei loro tratti più significativi*. Padova: CEDAM. Si veda anche Natale, E. (2015). *La value relevance: aspetti teorici e verifiche empiriche nel settore bancario europeo*. Milano: Università degli Studi di Milano Bicocca.



presenza di un ceto azionario composto da possessori, attuali o meramente “in potenza”, di quote del capitale di rischio della società, i quali, tuttavia, non risultano essere nella posizione di accedere in maniera diretta a tutte le informazioni utili a formare un’opinione razionale relativamente alla situazione caratterizzante la gestione aziendale<sup>80</sup>. In codesto scenario di estrema polverizzazione del capitale azionario si determinerebbe la mancata possibilità, da parte di questi soggetti, i piccoli azionisti, vero e proprio motore, attraverso il reimpiego dei loro risparmi, del sistema capitalistico, di utilizzare in maniera efficace l’unico strumento a loro disponibile per ottenere informazioni sull’azienda oggetto di valutazione: il bilancio d’esercizio<sup>81</sup>; tale circostanza discende dall’assenza della presenza di un rapporto di matrice personale con l’impresa<sup>82</sup>, tipico, d’altro canto, delle piccole-medie imprese.

Inoltre, in un mercato popolato dalle cosiddette *public companies* si verifica un’ulteriore circostanza: la forte polverizzazione dell’azionariato, accompagnata alla veloce circolazione dei titoli partecipativi, determina la necessità di cui alle società di dover competere tra loro, ai fini di reperire il capitale fornito da tale ceto dei piccoli investitori, i quali, se considerati complessivamente, sono in grado di apportare a favore delle società a favore delle quali è rivolto l’investimento una grande quantità di capitale. Perciò, diventa fondamentale dotarsi di processi informativi adeguati ai fini della fornitura delle informazioni richieste da parte di tali soggetti, le quali risultano essere quelle funzionali ad assumere decisioni razionali nell’ambito della valutazione delle scelte di investimento<sup>83</sup>.

---

<sup>80</sup>Berle, A., & Means, G. (1966). *Società per azioni e società privata*. Torino: Einaudi.

<sup>81</sup> Sarcone, S. (2011). *Op. Cit.*, p. 435.

<sup>82</sup> Cattaneo, M. (1979). *Il bilancio di esercizio delle imprese, Finalità e struttura*. Milano: Etaslibri.  
Matacena, A. (1979). *Introduzione allo studio del bilancio di esercizio*. Bologna: Clueb.  
Donna, G. (2001). *Soggetto economico e modelli di governance*. In F. Favotto, *Economia aziendale. Modelli, misure, casi* (p. 52). Milano: McGraw-Hill.

<sup>83</sup> Lionzo, A. (2005). *Il sistema dei valori di bilancio nella prospettiva dei principi contabili internazionali*. Milano: Franco Angeli.  
Onesti, T. (1995). *Fattori ambientali e comportamenti contabili*. Torino:

In tale situazione si è definita la frangia dottrinale da cui hanno preso spunto i redattori del *Framework*, ispirati dagli Autori<sup>84</sup> che la letteratura presenta come i pionieri del *Decision-usefulness Theoretical Approach*<sup>85</sup>, per la quale il preminente compito attribuibile al bilancio d'esercizio sia quello di definire informazione funzionale a coloro che, non avendo possibilità di fruire delle informazioni interne alla realtà d'impresa, elevano il bilancio a strumento funzionale a ridimensionare la portata delle asimmetrie informative connaturate allo scenario prima teorizzato, caratterizzato dalla presenza di separazione tra proprietà e controllo e frazionamento del capitale di rischio.

Il vecchio *Framework* dei principi contabili internazionali, pubblicato nel 1989, in virtù dello scenario pocanzi descritto, definiva in maniera cristallina la necessità di focalizzare la propria attenzione all'interesse verso i conferenti capitale proprio. In particolare, al paragrafo 9, il *Framework* si preoccupa di individuare una serie di potenziali fruitori delle informazioni contenute nell'ambito del bilancio d'esercizio, tra cui è possibile ricordare gli azionisti, i lavoratori, i portatori di capitale di debito, i fornitori, le autorità pubbliche e, più in generale, le comunità di persone. Tale elenco va a costituire una platea innegabilmente ampia, con la necessità, tuttavia, di affermare come ciò sia coerente con le proprietà intrinseche al bilancio d'esercizio stesso, tradizionalmente ritenuto a livello dottrinale come documento idoneo ad informare le scelte di una vasta rosa di soggetti<sup>86</sup>. Tuttavia, in seno a tale insieme di soggetti

---

Giappichelli. Si veda anche D'Eri, A. (2017). *I principi contabili internazionali e i riflessi sul bilancio delle imprese di assicurazione*. Univeristà degli Studi di Roma "Roma Tre"

<sup>84</sup> Chambers, R. (1966). *Accounting, Evaluation and Economic Behaviour*. Engleton, NJ: Prentice Hall.  
 Staubus, G. (1961). *A Theory of Accounting to Investors*. Berkeley: University of California Press.  
 Sterling, R. (1972). *Decision-Oriented Financial Accounting*. *Accounting and Business Research*, Vol. 2, No. 7, 198-208.

<sup>85</sup> Perrone, E. (2005). *Il linguaggio internazionale dei bilanci d'impresa*. Padova: CEDAM.

<sup>86</sup> Catturi, G. (2003). *L'azienda universale. L'idea forza, la morfologia e la fisiologia*. Padova: CEDAM.  
 Giunta, F., & Pisani, M. (2008). *Il bilancio*. Apogeo.

interessati a reperire informazioni rivelatorie rispetto all'andamento della vita della società dal punto di vista economico-finanziario, è possibile ravvisare la sussistenza di istanze conoscitive oltremodo eterogenee, con la definizione di fabbisogni informativi diversi e, in certi casi, contrastanti.

Il *Framework*, nella sua precedente concezione, risolveva questo potenziale alterco tra le diverse istanze conoscitive imputabili alle categorie interessate alla consultazione del bilancio d'esercizio definendo, al suo decimo paragrafo, una particolare attenzione di cui alle istanze conoscitive di cui agli azionisti, attuali e potenziali, con la possibilità di osservare che, sempre secondo il *Framework*, il soddisfacimento delle esigenze informative del ceto dei portatori di capitale di rischio risultasse essere implicante la soddisfazione anche delle istanze formative di cui agli altri soggetti interessati. Tale decisione dello *standard setter* può essere motivata attraverso la consultazione dei paragrafi successivi del documento, in cui<sup>87</sup> viene affermato il fatto che i soggetti interessati ad ottenere informazioni rispetto all'impresa di cui si redige il bilancio secondo i principi contabili internazionali dovrebbero essere in particolare resi edotti relativamente alla c.d. *cash generating ability*, che può esprimersi come la capacità potenziale di cui all'organizzazione di riferimento di generare flussi di cassa, con la necessità di definire ulteriormente i tempi della loro manifestazione, nonché la loro aleatorietà.

Tale output informativo si presenta come interessante in primis a favore dei portatori di capitale proprio, i quali, attraverso la valutazione della *cash generating ability* così come sopra definita, sono in grado di estrapolare informazioni funzionali alla valutazione dell'investimento effettuato, nonché delle potenzialità di dividendo di cui all'organizzazione. Tuttavia, tali informazioni possono essere sicuramente anche definite come benefiche a favore degli altri *stakeholders*.

È doveroso rimembrare come, nonostante si sia fatto riferimento finora al *Framework* del 1989, lo IASB abbia, nel 2010, congiuntamente con il FASB, pubblicato il *Conceptual Framework for Financial Reporting*, nel quale risultano essere presenti alcune differenze

---

<sup>87</sup> IASC. (1989). *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*. Kaminski, K.A.; Carpenter, J.R. (2011). *Accounting Conceptual Frameworks: a comparison of FASB and IASB approaches*. *International Journal of Business, Accounting and Finance*.

concernenti il riconoscimento dei soggetti interessati dall'informativa economico-finanziaria delle imprese. Il paragrafo OB2 precisa, da questo punto di vista, come l'obiettivo dell'informativa economico-finanziaria risulti essere la produzione di informazioni funzionali all'investitore, attuale e potenziale, nonché a favore di coloro che prestano denaro e, in generale, agli altri creditori<sup>88</sup>. Tuttavia, nell'ambito delle *Basis for Conclusions*, si definisce come tali destinatari del bilancio siano in realtà gli stessi elencati nel paragrafo 9<sup>89</sup> del vecchio *Framework*, con – ed è questo l'aspetto rilevante – la cessata previsione della presenza di un certo ordinamento gerarchico tra i diversi *users* dell'informazione economico-finanziaria fornita da parte del bilancio d'esercizio<sup>90</sup>, con una chiara impostazione sulla falsariga del *Concept Statement 1 di cui al FASB* statunitense, il quale si limita ad individuare i soggetti

---

<sup>88</sup> *"The objective of general-purpose financial reporting is to provide financial information about the reporting entity that is useful to existing and potential investors, lenders, and creditors in making decisions about providing resources to the entity"* IASB. (2010). *Conceptual Framework for Financial Reporting*, par. OB2. Natale, E. (2015). *La value relevance: aspetti teorici e verifiche empiriche nel settore bancario europeo*. Milano: Università degli Studi di Milano Bicocca.

<sup>89</sup> *"Paragraph 9 of the Framework (1989) stated that users included 'present and potential investors, employees, lenders, suppliers, and other trade creditors' (and later added advisers in the discussion of investors' needs) all of which are intended to be encompassed by the phrase in paragraph OB2"* IASB. (2010). *Conceptual Framework for Financial Reporting*, par. BC1.10. Natale, E. (2015). *La value relevance: aspetti teorici e verifiche empiriche nel settore bancario europeo*. Milano: Università degli Studi di Milano Bicocca.

<sup>90</sup> *<<Some respondents to the exposure draft who supported the composition of the primary user group also recommended that the Board should establish a hierarchy of primary users because investors, lenders and other creditors have different information needs. However, the Board observed that individual users may have information needs and desire that are different from, and possible in conflict with those of other users with the same type of interest in the reporting entity. General purpose financial reports are intended to provide common information to users and cannot accommodate every request for information. The Board will seek the information set that is intended to meet the needs of the maximum number of users in cost-beneficial ways>> >>* IASB. (2010). *Conceptual Framework for Financial Reporting*, par. BC1.18.

destinatari dell'informativa di bilancio, senza però definire una gerarchia che andasse a favorire la categoria degli investitori come principali fruitori della documentazione.

Tuttavia, nonostante queste precisazioni, è possibile osservare come alcuni Autori<sup>91</sup> abbiano sottolineato la mancanza di rilevanti differenze tra la vecchia concezione (riconciliabile al *Framework* del 1989) e la nuova interpretazione (afferente al *Conceptual Framework* del 2010), dato che, come già evidenziato, le informazioni che si presentano come più utili sia per gli investitori, che per le altre categorie di *stakeholders*, risultano essere, in ogni caso, quelle riconducibili alla c.d. *cash generating ability*.

Dopo aver asserito il fatto che il bilancio debba avere, secondo i *Framework* citati, una funzione utile all'informazione dei soggetti che vengono elevati a destinatari del documento di bilancio, risulta opportuno interrogarsi relativamente a quali siano i caratteri che debbano possedere le informazioni contenute nel bilancio d'esercizio. Da questo punto di vista, sia il vecchio, che il nuovo *Framework* concordano nell'affermare, pur con delle differenze, prettamente formali, il fatto che, affinché le informazioni siano considerabili idonee ad effettivamente informare il processo decisionale dei fruitori dell'informativa di bilancio, esse debbano fornire elementi funzionali alla valutazione<sup>92</sup>:

1. Dell'entità dei flussi di cassa attesi;
2. Della scansione dei flussi di cassa attesi;
3. Del rischio associato alla produzione di codesti flussi di cassa.

Attraverso la consultazione dell'elenco di cui sopra, appare oltremodo cristallino il fatto che i *Framework* intendano rispondere ad un'esigenza informativa di cui al fruitore del bilancio d'esercizio sostanzialmente uniformata a quella di chi ambisca a procedere alla valutazione del capitale economico dell'organizzazione; infatti, nonostante il *Conceptual Framework*

---

<sup>91</sup> Sarcone, S. (2011), *op. cit.*, pag. 435.

<sup>92</sup> IASB. (2010). *Conceptual Framework for Financial Reporting*, par. OB3. IASC. (1989). *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, par. 15. Saccon, C. (2013). Il quadro sistematico dei principi contabili internazionali: una fonte di regolamentazione contabile in evoluzione. *Ricerche giuridiche*, Vol. 2, No. 1, 95-116.

evidenzi il fatto che i bilanci non siano dotati della funzione di rappresentare il valore economico dell'azienda, è altrettanto vero che esso debba fornire i dati necessari alla sua determinazione<sup>93</sup>. Ciò lascia presupporre un orientamento di cui agli *standard setters* volto a valorizzare un'ottica per cui le valutazioni legate alla formazione delle poste del bilancio d'esercizio dovrebbero essere uniformate ad una logica di carattere finanziario.

È ora necessario rispondere al quesito posto all'inizio del presente paragrafo, ossia se la *value relevance* possa essere considerata o meno come uno degli elementi considerabili in grado di generare un miglioramento della qualità informativa di cui al bilancio d'esercizio.

È opportuno rimembrare, da questo punto di vista, come le esigenze informative degli *stakeholders* destinatari dell'informativa di bilancio secondo l'impostazione dei *Framework* risultino essere soddisfatte solamente nel momento in cui le poste di bilancio siano d'ausilio ai fini della stima di entità, tempistiche e aleatorietà riconducibili ai flussi di cassa che saranno oggetto di determinazione da parte dell'azienda nel futuro. Attraverso questa stima l'investitore, attuale e potenziale, risulterà essere posto nella posizione di esprimere una razionale valutazione del complesso aziendale oggetto di valutazione. Pertanto, dalla lettura del *Framework* sembra emergere una tendenza verso la comunicazione, attraverso lo strumento del bilancio d'esercizio, di un contenuto informativo giudicabile *value relevant* nel senso di informazione funzionale all'integrazione del processo decisionale dell'investitore che valuta se acquisire o alienare il titolo afferente ad una certa azienda<sup>94</sup>.

---

<sup>93</sup> <<General purpose financial reports are not designed to show the value of a reporting entity; but they provide information to help existing and potential investors, lenders, and other creditors to estimate the value of the reporting entity. IASB. (2010). *Conceptual Framework for Financial Reporting*, par. OB7. Barker, R., Texeira, A. (s.d.). Gaps in the IFRS Conceptual Framework. <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/events-and-conferences/2017/november/gaps-in-the-conceptual-framework.pdf?la=en&hash=44029972DE4BC2992998FABAC918E3F50EF931C0> .

<sup>94</sup> <<Il principale obiettivo dei diversi insiemi di principi contabili è quello di fornire informazioni che possano risultare utili per le decisioni di investimento (...) In tal senso, l'informazione di bilancio viene considerata value-relevant se è in grado di guidare gli investitori nelle proprie decisioni di investimento>> Courteau, L. (2008). *Valori d'impresa e valori di bilancio. Modelli di valutazione per gli investimenti azionari*. Milano: Franco Angeli.

Tuttavia, il bilancio d'esercizio deve assolvere anche a funzioni ulteriori ed alternative, come, ad esempio, la definizione del reddito determinato – e, perciò, distribuibile – da parte della gestione aziendale. Viene quindi naturale domandarsi se, ancora una volta, il concetto di *value relevance* ben si sposi o meno con altri caratteri di cui al bilancio d'esercizio, con, in particolare, il principio di prudenza (*conservatism*).

## 1.8. Il rapporto tra prudenza (*conservatism*) e *value relevance*

Nel corso del presente capitolo si è fatto più volte riferimento ad un concetto di *value relevance* delle poste contabili inteso come caratteristica qualitativa di cui al bilancio d'esercizio, rispetto alla quale un incremento definisce un miglioramento della qualità dell'informativa contabile. Ciò risulta essere sicuramente vero se contestualizzato nel contesto sviluppato intorno ai principi contabili internazionali, che si ispirano al concetto di *Decision-usefulness Theoretical Approach*. Tuttavia, tale concezione di bilancio d'esercizio inteso come strumento atto a fornire informazioni funzionali ad informare le decisioni del fruitore non è estranea anche alla dottrina aziendalistica nostrana, secondo la quale lo strumento del bilancio d'esercizio, contestualizzato nello scenario ragionieristico e regolatorio italiano, abbia anche acquisito tale funzione<sup>95</sup>, in virtù della necessità di soddisfare, tramite un *output* informativo "*general-purpose*", le istanze conoscitive di una rosa oltremodo ampia di soggetti interessati, il cui minimo comune denominatore può essere circoscritto alla necessità di esplorare l'attitudine dell'organizzazione a generare flussi di cassa<sup>96</sup>.

Come già affermato in precedenza, la *value relevance* delle poste di cui al bilancio d'esercizio può essere classificata come una proprietà qualitativa del documento di bilancio, il cui miglioramento risulta essere un fattore auspicabile e positivo. Tuttavia, come già anticipato, è opportuno interrogarsi rispetto alla capacità di cui alla *value relevance* di interagire con altre

---

<sup>95</sup> Ranalli, F. (2005), *Op. Cit.*, pp. 13-18. Sarcone, S. (2011), *Op. Cit.*, pag. 437.

<sup>96</sup> Provasoli, A. (1974). Il bilancio d'esercizio destinato a pubblicazione. Milano: Giuffrè.

caratteristiche che, tipicamente, vanno a definire dei principi cardine secondo i quali informare i lavori di produzione delle informazioni atte ad alimentare il documento di bilancio. A tal riguardo, si è sviluppato con particolare enfasi, sul piano internazionale, un diverbio concernente la possibilità che il concetto di *value relevance* potrebbe risultare essere definibile come in contrasto rispetto al principio di prudenza (o *conservatism*, nel momento in cui si optasse alla sua denominazione di estrazione internazionale).

Sempre dal punto di vista internazionale, è possibile ravvisare l'affermazione di un orientamento che, nonostante vada a riconoscere e legittimare i lavori che evidenziano la presenza di svariati risvolti positivi dell'inclusione del principio di prudenza tra i pilastri dogmatici della redazione del bilancio d'esercizio<sup>97</sup>, si pone in maniera segnatamente avversa rispetto a tale precetto<sup>98</sup>. Tale concezione ha influenzato in maniera indubbia la redazione nel *Conceptual Framework*, il quale, rispetto alla precedente formulazione, non annovera più tra i sopracitati "pilastri" della redazione del bilancio il concetto di *conservatism*, scelta apparentemente riferibile alla presunta incompatibilità con il concetto di neutralità del bilancio, nonché rispetto all'eventuale possibilità che, in virtù di una sistematica e costante applicazione del principio di prudenza, si vada a definire una sottovalutazione dei risultati attuali, con, per converso, l'emergenza di una potenziale sopravvalutazione delle risultanze future.

---

<sup>97</sup> Watts, R. (1993). A proposal for research on conservatism. Boston: Sloan School of Management - MIT.

Watts, R. (2003). Conservatism in Accounting Part 1: Explanations and Implications. *Accounting Horizons*, Vol. 17, No. 3, 207-221. Beaver, W. (1993). Conservatism - Working Paper. Boston: Sloan School of Management - MIT. Fortuna, F. (2010). L'informativa sui rischi delle banche. Milano: Franco Angeli. Lacchini, M., & Trequattrini, R. (2002). Ascesa e declino del principio di prudenza nel sistema contabile italiano. *Rivista Italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale*, No. 7-8, 344.

<sup>98</sup> <<Conservatism in the balance sheet is of dubious value if attained at the expense of conservatism in the income statement, which is far more important>> AICPA. (1939). *Unamortized Discount and Redemption Premium on Bonds Refunded*. *Accounting Research Bulletin No. 2*, 13. FASB. (1980). *Qualitative Characteristics of Accounting Information. Statement of Concepts No. 2*, 91-97.



È possibile ravvisare due ordini di ragioni per cui il *conservatism* potrebbe configurarsi come deleterio con riferimento ai suoi effetti sulla *value relevance* dei valori di bilancio.

In primis, vi è la necessità di fare riferimento alla mancata opportunità, in virtù dell'applicazione rigida e sistematica del principio di prudenza, di rappresentare in bilancio d'esercizio tutte le informazioni che, pur essendo espressione della c.d. *cash generating ability* dell'organizzazione (definita, come nel precedente paragrafo, come la capacità dell'organizzazione di produrre flussi di cassa "liberi"), non risultano essere presentanti i requisiti necessari alla loro rappresentazione in bilancio. Si pensi, ad esempio, alla conclusione di un contratto di fornitura particolarmente favorevole per l'organizzazione di riferimento in prossimità alla conclusione del suo esercizio: tale accadimento andrà sicuramente a configurare, nell'empirico, una maggiore capacità prospettica di generare flussi di cassa positivi in capo all'azienda, ma non risulterà essere sicuramente possibile rappresentare in bilancio tale accadimento, a prescindere dal *framework* contabile di riferimento (principi contabili nazionali, piuttosto che IFRS), fintantoché non saranno realizzati i proventi derivanti dai negozi previsti dal contratto di cui sopra; a ciò consegue inevitabilmente una perdita di informazione nell'immediato a sfavore dell'investitore che si avvale del bilancio, dato che è possibile asserire il fatto che il *conservatism* definisca una rappresentazione degli eventi economici positivi in maniera dilazionata rispetto al loro accadimento.

Un secondo fenomeno può essere ricondotto al primo, facendo riferimento alla circostanza per la quale il bilancio d'esercizio, in virtù dell'applicazione del principio di prudenza, si configuri come oltremodo fallace nella rappresentazione dei beni immateriali, i quali, se non omessi, vengono capitalizzati al mero costo sostenuto, che, nella stragrande maggioranza dei casi, si presenta come un valore assolutamente inidoneo a rappresentare il reale valore dei cespiti in oggetto<sup>99</sup>.

---

<sup>99</sup> È necessario riconoscere come la difficoltà della rappresentazione in bilancio dei beni immateriali risulti essere in parte connaturata alla natura di tali beni, con, quindi, la necessità di riconoscere il fatto che il problema della trasposizione del loro effettivo valore in bilancio abbia posto sempre diverse sfide a sfavore degli *standard setter*. Tuttavia, si riconosce come tale fallacia nella rappresentazione in bilancio di tali cespiti si presenti, con il passare del tempo, sempre più significativa e invalidante, in virtù della crescita costante nell'importanza di questi assets. Nakamura, L. (2003). A trillion dollars a

Nonostante sinora si siano evidenziate le ragioni a favore dell'evidenziazione di un rapporto di matrice conflittuale tra *value relevance* e *conservatism*, è necessario e doveroso specificare come vi siano delle opinioni (anche in questo caso, principalmente due), per cui si sottolinea la sussistenza di un rapporto positivo tra le due grandezze, per cui un maggior *conservatism* definisce un'incrementata *value relevance*.

La prima considerazione, definita da Watts<sup>100</sup>, afferma che i valori di bilancio determinato con un approccio prudente risultino essere certamente più affidabili, se posti a confronto con valori discendenti dal perseguimento del tentativo di astrarre il valore di realizzo delle poste oggetto di valutazione, procedimento ben più aleatorio e, quindi, scarsamente informativo nei confronti di coloro che si avvalgono del bilancio ai fini dell'assunzione di decisioni rilevanti. In particolare, la relazione per cui un maggior *conservatism* determini un miglioramento della *value relevance* si fa particolarmente vera nell'ambito di periodi di crisi economica, nei quali un approccio di carattere prudentiale alla formazione del bilancio risulta essere particolarmente apprezzato dalle comunità di investitori<sup>101</sup>.

Il secondo ordine di ragioni è imputabile alla concezione per cui, nonostante i beni immateriali godano, al giorno d'oggi, di un'incrementata importanza nel corso del tempo e che, nel frattempo, non si sono ideate ulteriori (e migliori) modalità per la loro rappresentazione in bilancio, è anche vero che parte dell'informazione non disponibile attraverso la consultazione

---

year in intangible investment and the new economy. In J. Hand, & B. Lev, *Intangible Assets*. Oxford: Oxford University Press.

<sup>100</sup> Watts, R. (2003). *Conservatism in Accounting, Part 2: Evidence and Research Opportunities*. *Accounting Horizons*, Vol. 17, No. 4, 287-301.

<sup>101</sup> Jenkins, D., Kane, G., & Velury, U. (2009). *Earnings Conservatism and Value Relevance across the Business Cycle*. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 36, No. 9-10, 1041-1058. Si veda anche Horno-Bueno, M. P., Licerán-Gutiérrez, A., & Bautista-Mesa, R. (2022). *Mercados de capitales y modelos de valoración de inversiones inmobiliarias. Un análisis pre y post-crisis: Capital markets and valuation models of investment properties. A pre and post crisis analysis*. *Revista de Contabilidad - Spanish Accounting Review*, 25(2), 233–243. <https://doi.org/10.6018/rcsar.431411>

dello stato patrimoniale potrà essere reperita attraverso la consultazione del conto economico, che rendiconta le spese correlate all'utilizzo di tali cespiti immateriali<sup>102</sup>.

---

<sup>102</sup> Penman, S. (2009). Accounting for Intangible Assets: there is also an Income Statement. *Abacus*, Vol. 45, No. 3, 358, 371.



## CAPITOLO 2. LA VALUTAZIONE DELLA *VALUE RELEVANCE*: MODELLI E METODOLOGIE

### 2.1. Introduzione

Nel corso del tempo la *value relevance* è stata oggetto di innumerevoli ricerche, le quali, nella fase di *testing* dell'ipotesi oggetto di interesse, si sono avvalse di una moltitudine di metodi statistici, tra cui è possibile citare la regressione, la quale eleva a variabile dipendente i valori di cui al titolo azionario oggetto di riferimento desumibili dal mercato, quali i prezzi e i rendimenti degli strumenti azionari; d'altro canto, le variabili indipendenti risultano essere configurabili come dimensioni ritraibili dal bilancio d'esercizio. In questo capitolo si cercherà di esplorare con un maggior livello di dettaglio quali siano i principali modelli utilizzati dai ricercatori affrontanti la tematica per testare il concetto di *value relevance* relativamente ad un certo valore di bilancio oggetto d'indagine.

In particolare, da questo punto di vista, risultano essere individuabili, ai fini della catalogazione degli strumenti utilizzabili da parte degli studiosi, due principali ordini di modelli che sono impiegabili ai fini del test della *value relevance*<sup>103</sup>.

In primis, è possibile testimoniare la sussistenza di una famiglia di modelli il cui obiettivo si presenta essere la definizione dell'esistenza o meno di un rapporto tra i corsi di borsa e uno o più valori di bilancio, i quali s'intende definire più o meno *value relevant*. Tale gruppo di metodologie di ricerca assume la denominazione di *price models*. I *price models* sono rappresentati dalla loro versione più famosa e utilizzata, ossia quella che discende dalle

---

<sup>103</sup> Gasparini, C. (2019). *Incrementare il valore dell'impresa tramite risorse tangibili*. Venezia: Università Ca' Foscari di Venezia.

rielaborazioni (che ne costituiscono i relativi modelli di regressione) di cui al modello di Ohlson<sup>104</sup>.

D'altra parte, vi è la presenza di un gruppo di modelli che va ad astrarre la sussistenza di una potenziale relazione tra rendimenti e/o la variazione tra i prezzi di borsa e uno o più valori di bilancio di cui si ambisca pervenire ad una valutazione della *value relevance*. In questo caso si farà riferimento al concetto di *return models*. Esempio lampante di *return model* si presenta essere il modello proposto da Easton e Harris, che fa anch'esso, come il precedentemente citato modello di Ohlson per quanto riguarda i *price models*, da capostipite all'intera rispettiva categoria<sup>105</sup>.

I due modelli "principe" summenzionati risulteranno essere esposti nel percorso logico funzionale alla loro determinazione di seguito, al fine di poter meglio comprendere i risultati discendenti dal loro relativo utilizzo.

Oltre ai due gruppi menzionati in precedenza si concepiscono degni di nota anche i modelli, utilizzati nell'ambito di ricerche configurabili come *incremental association studies* (si veda il capitolo 1 per riferimenti), che la letteratura ha denominato *balance sheet models*<sup>106</sup>, i quali vanno ad ipotizzare che il valore di mercato dell'organizzazione campionata si configuri come pari alla somma algebrica delle sue attività, rivalutate al *market value*, a cui verrà poi espunto il valore delle passività, anch'esse, ovviamente, ricondotte al loro valore di mercato.

---

<sup>104</sup> Ohlson, J. (2001). Book values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 18, No. 1, 661-687. Villano, L.C. (2019). IFRS 9 e impairment test: profili teorici ed empirici. LUISS Guido Carli. Si veda anche Veltri, S. (2020). The Value Relevance Analysis. In: *Mandatory Non-financial Risk-Related Disclosure*. Springer, Cham. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-47921-3\\_6](https://doi.org/10.1007/978-3-030-47921-3_6).

<sup>105</sup> Easton, P., & Harris, T. (1991). *Op. Cit.*, pp. 19-36.

<sup>106</sup> Holthausen, R., & Watts, R. (2001). *Op. Cit.*, pag. 53.

## 2.2. I *price models*: i presupposti per l'uso del modello di Ohlson

Il modello di Ohlson risulta essere ricondotto, nella sua genesi, alla pubblicazione, da parte dell'omonimo Autore, da cui ovviamente discende la denominazione del modello, dell'articolo denominato "*Book Values and Dividends in Equity Valuation*" nella celebre rivista *Contemporary Accounting Research*<sup>107</sup>. Tuttavia, è necessario affermare come il contenuto dello stesso articolo fosse stato già oggetto di teorizzazione da parte dell'Autore summenzionato attraverso un *working paper*, pubblicato due anni in precedenza rispetto all'opera di cui sopra<sup>108</sup>. Tale lavoro di ricerca, denominato "*Accounting Earnings, Book Value and Dividends: The Theory of the Clean Surplus Equation*" ispirò tra l'altro la definizione, da parte degli altrettanto celebri Autori Easton e Harris, del c.d. *return model*, che sarà descritto in maniera il quanto più possibile circostanziata nell'ambito dei paragrafi successivi.

È possibile osservare come, nell'ambito del suo lavoro di ricerca, Ohlson si fosse prefissato un obiettivo che non era, a onor del vero, quello di andare a definire un'equazione idonea a supportare gli studi concernenti la *value relevance*, quanto quello di andare a definire un modello di valutazione, che valorizzasse le grandezze del risultato economico dell'esercizio, nonché del netto patrimoniale e dei dividendi, ai fini della valorizzazione del capitale economico aziendale<sup>109</sup>.

---

<sup>107</sup> Ohlson, J. (1995). *Op. Cit.*

<sup>108</sup> Ohlson, J. (1989). *Accounting Earnings, Book Value and Dividends: The Theory of the Clean Surplus Equation*, Working Paper. Columbia University. Si veda anche Ohlson, J. (2001). *Earnings, Book values, and Dividends in Equity Valuation: an Empirical Perspective*. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 18, No. 1, 661-687. Veltri, S. (2020). *The Value Relevance Analysis*. In: *Mandatory Non-financial Risk-Related Disclosure*. Springer, Cham. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-47921-3\\_6](https://doi.org/10.1007/978-3-030-47921-3_6).

<sup>109</sup> <<...can one devise a cohesive theory of a firm's value that relies on the clean surplus relation to identify a distinct role for each of the three variables, earnings, book value and dividends?>> Ohlson, J. (1995). *Op. Cit.*

Gli Autori coinvolti nell'ambito della categorizzazione dei modelli volti all'analisi della *value relevance* definiscono proprio come tale metodo, nelle sue regressioni derivate, utilizzate ai fini degli studi oggetto di interesse della presente opera, risulti essere oltremodo pregevole per la sua capacità di disegnare una relazione tra il valore di mercato di una società con le due principali grandezze di bilancio, il patrimonio netto e il reddito d'esercizio, attraverso una sorta di media aritmetica ponderata<sup>110</sup>. Inoltre, è possibile individuare una certa affinità con i modelli c.d. *misti* utilizzati per quanto riguarda la valutazione d'azienda, i cui input sono anch'essi di origine reddituale e patrimoniale<sup>111</sup>.

Risulta ora possibile, nonché opportuno, esaminare le principali assunzioni di cui al modello oggetto d'analisi, la cui comprensione risulta essere imprescindibile ai fini della capacità di interpretare in maniera esatta l'output derivante dall'eventuale utilizzo del modello stesso.

Le ipotesi che hanno portato allo sviluppo del modello di Ohlson sono:

1. Il valore di una società può essere definito come corrispondente al valore attuale dei suoi dividendi futuri;
2. Il bilancio d'esercizio risulta essere redatto in conformità alla cosiddetta "*clean surplus relation*";
3. I rendimenti anomali seguono un andamento autoregressivo di tipo lineare.

Per quanto riguarda il primo punto, enunciante il fatto che il valore del capitale economico aziendale risulti essere coincidente con il valore dei dividendi futuri attualizzati, è possibile considerare il fatto che, ad una prima analisi, ciò non si andrebbe a discostare in maniera decisa rispetto ai principi portanti dei modelli utili alle operazioni di *valuation*. Infatti, in un'economia neutrale rispetto al rischio, virtualmente qualsiasi operazione di investimento può essere definita, nel suo valore, dal valore attuale dei flussi di cassa netti ritraibili

---

<sup>110</sup> Natale, E. (2015). *La value relevance: aspetti teorici e verifiche empiriche nel settore bancario europeo*. Milano: Università degli Studi di Milano Bicocca. Lo Bue, S. (2019). *La value relevance degli interim financial reporting delle imprese quotate sul mercato azionario italiano*.

<sup>111</sup> Mechelli, A. (2013). *Op. Cit., pag. 37*.



dall'operazione (si pensi, ad esempio, ai flussi di dividendi ottenuti da parte dei soci, nettizzati degli eventuali apporti di capitale apportati nel corso degli esercizi).

L'autore fa uso della seguente relazione per illustrare la prima ipotesi dell'omonimo modello:

Equazione 1

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} R^{-\tau} E_t[d_{t+\tau}]$$

In cui:

$P_t$  va a rappresentare il *market value* del patrimonio netto aziendale alla data di riferimento  $t$ ;

$d_{t+\tau}$  definisce i dividendi pagati dal periodo  $t+1$  a  $\infty$ , nettati di eventuali aumenti o riduzioni del capitale;

$R_f$  esprime il tasso di rendimento per investimenti non rischiosi. Si veda tuttavia *infra* per precisazioni ulteriori sulla tematica;

$E_t[d_{t+\tau}]$  rappresenta il valore atteso, sulla base delle informazioni disponibili al tempo  $t$ .

È possibile sottolineare come il modello possa anche assumere valori negativi nella sua variabile  $d_{t+\tau}$ , in modo tale da poter supportare l'ipotesi in cui i soci siano, nel corso del loro *holding period*, chiamati ad apportare ulteriori risorse proprie.

L'equazione 1 sopra riportata, proposta da Ohlson, necessita, ai fini dell'ottenimento di un migliore livello di comprensione della stessa, di avanzare alcune considerazioni rispetto al tasso di attualizzazione utilizzato ai fini dello sconto dei dividendi. Il modello oggetto di dissertazione procede, a questi fini, utilizzando un mero tasso di rendimento *risk-free*. Tuttavia, è conoscenza comune il fatto che sia usanza consolidata il fatto di procedere all'attualizzazione dei risultati aziendali tramite un tasso tipicamente più elevato, la cui misura è riconducibile alle attese di remunerazione dei destinatari dei flussi di cassa oggetto d'analisi, che in questo caso risultano essere destinati alla fruizione da parte degli azionisti. Tale tasso si configurerebbe normalmente approssimabile come, senza alcuna pretesa di esaustività

nell'ambito del presente lavoro, una somma tra l'ammontare del tasso privo di rischio e un premio per il rischio d'impresa assunto da parte dell'investitore.

Maggiormente degno di nota ai fini della presente analisi è la circostanza per la quale il tasso privo di rischio si presenti, entro determinati limiti, come auspicabilmente pressoché uniforme tra le aziende oggetto di campionamento, mentre il premio per il rischio risulta essere una misura la cui entità è dipesa dalle caratteristiche di cui alle singole realtà imprenditoriali e, pertanto, differente di società in società.

La scelta di attualizzazione dei flussi di dividendi con riferimento ad un tasso privo di rischio risulta essere connaturata all'assunzione di cui al modello dell'Autore, per la quale si ipotizza che si operi in un contesto neutro rispetto al rischio, così che, attraverso l'utilizzo di un tasso uguale per tutte le imprese coinvolte nello studio, vi sia la possibilità di semplificare la modellizzazione e di concentrare l'attenzione rispetto a variabili ritenute da parte dell'autore di maggiore interesse.

Purtuttavia, è possibile riconoscere come, in una versione successiva dell'articolo proposta da Ohlson, si sia proposta una versione di tasso di sconto corrispondente al costo del capitale, non meglio specificato, ma comunque auspicabilmente più elevato del mero tasso *risk free* proposto nell'ambito del primo *working paper*.

Il secondo assunto di cui al modello di Ohlson, oggetto di analisi nell'ambito del presente paragrafo, risulta essere la cosiddetta *clean surplus relation*, con le susseguenti conseguenze rispetto alle grandezze del patrimonio netto, nonché rispetto alla distribuzione di eventuali dividendi.

La *clean surplus relation* si presenta come una condizione la cui materializzazione è effettiva nel momento in cui il reddito d'esercizio si presenti come la variazione del patrimonio netto dell'impresa oggetto di analisi da un periodo all'altro, al netto di eventuali transazioni intercorse tra la società e i soci (si pensi, ad esempio, a distribuzioni di dividendi, aumenti, nonché riduzioni di capitale). Tale *clean surplus relation* può essere così formalizzata:

*Equazione 2*

$$y_{t-1} = y_t + d_t - x_t$$

In cui:

$y_t$ : è rappresentativo del patrimonio netto al termine del periodo  $t$ ;

$d_t$ : va a rappresentare il saldo dei negozi intervenuti tra società e proprietari. Ne consegue che, nel momento in cui non accadano durante l'esercizio  $t$  operazioni di aumento o riduzione del capitale, tale variabile andrà a coincidere con i dividendi pagati nell'anno  $t$ ;

$x_t$ : definisce il reddito del periodo  $t$ .

Secondo tale relazione, Ohlson definisce come, senza sorprese, la distribuzione di un dividendo durante l'esercizio  $t$  vada a ridurre il relativo patrimonio netto. Tuttavia, a fianco a questa ovvia considerazione, vi è la necessità di asserire come l'Autore vada ad assumere il fatto che tale stesso dividendo non vada a produrre alcun effetto sul reddito d'esercizio in cui tale dividendo è destinato ad essere distribuito: la distribuzione di dividendi andrebbe così a definire un'influenza soltanto sui redditi degli esercizi successivi a quello della loro distribuzione, con l'assunto che l'erogazione degli stessi vada a destinare all'esterno risorse potenzialmente, in via alternativa, indirizzabili all'organizzazione, con la riduzione di ipotetici investimenti altrimenti effettuabili, a cui consegue una correzione al ribasso dei risultati economici previsti.

Affinché sia presente la *clean surplus relation*, si è detto, è d'obbligo che il reddito d'esercizio conseguito nel periodo  $t$  sia corrispondente all'aumento (o riduzione, nel momento in cui intervenga una perdita d'esercizio) di patrimonio netto verificatosi in capo alla società, eventualmente corretto di tutte le operazioni intercorse tra società e soci che hanno determinato una modifica del patrimonio netto. Ciò va a definire una conseguenza naturale di quanto appena affermato: ciascuna operazione suscettibile di modificazioni del patrimonio netto (tranne le operazioni intercorse tra società e soci, quali il pagamento di dividendi, la distribuzione di capitale, nonché il suo eventuale incremento) dovrà essere necessariamente transigente nell'ambito del reddito d'esercizio, pena la violazione della *clean surplus relation* stessa. Tuttavia, nonostante gli *standard setter* abbiano più volte avallato la correttezza della

*clean surplus relation*<sup>112</sup>, è evidente come vi sia la sussistenza di una serie di operazioni che, pur non essendo transitanti nell'ambito del reddito d'esercizio, vanno a produrre una variazione del patrimonio netto. Si pensi, ad esempio, alle rivalutazioni, che vengono iscritte direttamente in una riserva, senza che tale componente confluisca nell'ambito del conto economico (almeno nella sua declinazione di carattere tradizionale). Per tale motivo, la concezione di risultato economico che si presenta indubbiamente più conforme al principio di cui alla *clean surplus relation* risulta essere più facilmente associabile al concetto di *comprehensive income*, che, per sua definizione, va a definire una rappresentazione della variazione del capitale netto da un esercizio all'altro per effetto di tutte le operazioni coinvolgenti l'organizzazione, al netto di quelle intercorse con i propri azionisti. Tuttavia, c'è da ammettere come la prassi nell'ambito delle opere di ricerca sfruttanti il modello di Ohlson non sembra porsi grandi problemi relativamente alla corretta definizione del concetto di risultato economico da utilizzare per una corretta interpretazione dei risultati<sup>113</sup>, con le regressioni effettuate apparentemente in ottemperanza ai dettami di Ohlson che si avvalgono di configurazioni reddituali apertamente in contrasto con il concetto di *clean surplus relation*, che, come già ricordato più volte, risulta essere il secondo dei tre pilastri alla base del modello.

Per quanto riguarda l'assunto per cui la distribuzione dei dividendi non vada a generare effetti sul reddito dell'esercizio in cui avviene l'erogazione, si segnala come ciò andrebbe, in termini generali, a determinare una semplificazione eccessivamente banalizzante la realtà aziendale, dato che i dividendi – è risaputo – non vengono erogati tassativamente alla conclusione dell'esercizio, bensì nel corso dell'anno nella sua interezza: è pertanto cristallino il fatto che le

---

<sup>112</sup> May, G. (1937). Eating peas with your knife. *Journal of Accountancy*, Vol. 63, No. 1, 15-22. Paton, W. (1934). Shortcomings of present-day financial statements. *Journal of Accountancy*, Vol. 57, No. 2, 108-132. FASB. (1984). Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises. FASB.

<sup>113</sup> Tra i casi in cui il modello di Ohlson è stato applicato con il *comprehensive income* come definizione del risultato economico si ricorda il contributo di Easton e Pae Easton, P., & Pae, P. (2004). Accounting Conservatism and the Relation between returns and Accounting Data. *Review of Accounting Studies*, Vol. 9, No. 4, 495-521.

erogazioni effettuate a titolo di distribuzione di dividendo vadano inevitabilmente a determinare una diminuzione delle risorse utilizzabili da parte dell'impresa durante la rimanente porzione dell'esercizio, potenzialmente generando una variazione in diminuzione del risultato di periodo atteso. È tuttavia verosimilmente ragionevole riflettere rispetto al fatto che, salvi alcuni casi concernenti distribuzioni di dividendi particolarmente sostanziose, la sovrastima del risultato d'esercizio di cui al medesimo periodo in cui interviene la distribuzione del dividendo si attesta a livelli accettabili e contenuti, soprattutto se la grandezza del rendimento sul capitale investito non si configura come particolarmente elevata.

In virtù degli assunti sin qui richiamati (la stima del valore aziendale sulla base dei dividendi attesi e la c.d. *clean surplus relation*) vi è la possibilità di definire il valore economico dell'impresa come determinato dal valore attuale dei dividendi futuri, nonché dal valore del patrimonio netto e dei redditi anomali attesi attualizzati, come già ipotizzato da letteratura pregressa<sup>114</sup>.

Tali affermazioni risultano estrapolabili dalla seguente formula:

*Equazione 3*

$$P_t = y_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} R_f^{-\tau} E_t[\tilde{x}_{t+\tau}^a]$$

L'unico termine che va a rappresentare una novità è costituito da  $\tilde{x}_{t+\tau}^a$ : esso rappresenta i redditi anomali di cui al periodo t+1 a infinito.

---

<sup>114</sup> Peasnell, K. (1981). On Capital Budgeting and Income Measurement. *Abacus*, Vol. 17, no. 1, 52-67.

Si veda anche, per ulteriori considerazioni, la seguente opera appartenente al medesimo autore.

Peasnell, K. (1982). Some Formal Connections Between Economic Values and Yields and Accounting Numbers. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 9, No. 3, 361-381. Si veda anche Ohlson, J.

(2001). Earnings, Book values, and Dividends in Equity Valuation: an Empirical Perspective. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 18, No. 1, 661-687.

Veltri, S. (2020). The Value Relevance Analysis. In: *Mandatory Non-financial Risk-Related Disclosure*. Springer, Cham. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-47921-3\\_6](https://doi.org/10.1007/978-3-030-47921-3_6).

La formula appena descritta permette due ordini di riflessioni.

La prima riguarda il fatto di poter congiungere l'equazione 1 (determinante il valore dell'impresa attraverso l'attualizzazione dei dividendi) e l'equazione 3 di cui sopra, che invece determina lo stesso valore tramite la somma del patrimonio netto e quella del valore scontato dei redditi anomali. Ciò è possibile in virtù dell'assunzione, ipotizzata da Ohlson e qualificabile come ragionevole, per cui il valore del capitale di liquidazione dell'organizzazione in analisi risulti essere approssimabile a zero, circostanza assolutamente plausibile nel momento in cui la vita attesa dell'organizzazione sia tendente a infinito, o comunque si presenti come di durata sufficientemente ampia da rendere risibile il valore dei flussi attesi maggiormente differiti nel tempo.

Altra considerazione degna di nota concerne il fatto che, come già affermato più volte, l'equazione tre definisce il valore aziendale come pari alla somma tra il patrimonio netto e il valore attuale dei redditi anomali. I redditi anomali sono definibili quali i flussi di reddito differenti rispetto a quelli "normali", i quali possono essere intesi come i redditi conseguiti ottenendo, ipoteticamente, un rendimento sul capitale investito pari al costo del capitale<sup>115</sup>. Il reddito "normale", quindi, si configura come un prodotto tra il capitale investito per il costo del capitale.

---

<sup>115</sup> Si precisa che, pur essendo il termine "redditi anomali" molto spesso utilizzato in maniera intercambiabile con il concetto di sovraredditi, il primo, al contrario del secondo, ricomprende sia risultati maggiori, che minori, rispetto al reddito normale.

L'UEC (Acronimo di Unione Europea degli esperti contabili, economici e finanziari)<sup>116</sup>, a onor del vero, aveva già proposto negli anni '60 una modellizzazione secondo la quale il valore aziendale potesse essere definito come pari alla somma algebrica del patrimonio netto, oggetto di opportuna riespressione a valori correnti, e dell'avviamento, determinato come valore attuale dei sovraredditi attesi, come definito dalla formula seguente:

Equazione 4

$$W = PN + \sum_{t=1}^n \frac{R_t - i * PN}{(1 + i)^t}$$

In cui:

W: rappresenta il valore del capitale economico dell'organizzazione aziendale considerata;

PN: costituisce il patrimonio netto rettificato;

$R_t$ : è il reddito atteso nell'anno  $t$ ;

$i$ : va a rappresentare il tasso di rendimento atteso sul capitale proprio;

$n$ : è la durata attesa del sovrareddito.

Tale modello di valutazione del capitale economico di matrice mista, così denominato poiché combinante una valutazione a valori correnti del patrimonio e una misura dell'avviamento oggetto di stima "autonoma" attraverso lo sconto dei sovraredditi attesi, è una concezione condivisa, nella sua ratio, anche da J.B. Stuart, che ripropose la logica del modello di "stima autonoma dell'avviamento" di cui all'UEC nell'ambito del modello dell'EVA. La rielaborazione dell'EVA di Stuart definisce l'*entreprise value* di un'organizzazione come sommatoria del capitale investito e del *market value added*, che non è altro che corrispondente alla somma attualizzata degli EVA attesi:

---

<sup>116</sup> UNIONE EUROPEA DEGLI ESPERTI CONTABILI, ECONOMICI E FINANZIARI. (1963). La valutazione delle aziende e delle parti d'azienda. Milano: Etas Compass.

Equazione 5

$$EV = CI + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + wacc)^t}$$

In cui:

EV rappresenta l'*enterprise value*;

CI costituisce una misura del capitale investito, rettificato dei c.d. *equity equivalents*;

$EVA_t$  è l'EVA atteso per il periodo t;

WACC, rappresentativo del costo medio ponderato del capitale.

Dato che gli EVA corrispondono alla differenza tra il reddito operativo atteso, opportunamente rettificato (al fine di ravvicinarlo al flusso di cassa di cui alla gestione operativa, nonché per eliminare alcuni componenti di reddito che discendono dall'ottemperanza a *standard contabili*, ma che mal si prestano a definire la misura del valore ottenuto o distrutto in un certo periodo di tempo<sup>117</sup>), e il reddito operativo normale, definito tramite il prodotto tra il capitale investito (anch'esso rettificato in modo tale da esprimere la liquidità effettivamente apportata dai portati di capitale<sup>118</sup>) per il costo medio ponderato del capitale, la logica di tale operazione valutativa risulta essere completamente assimilabile a quella di cui al metodo proposto dall'UEC, con, a certe condizioni, persino la possibilità di ravvisare una sostanziale equivalenza tra i due metodi<sup>119</sup>.

---

<sup>117</sup> Stuart, J. (1998). *La ricerca del valore. Una guida per il management e per gli azionisti*. Milano: Egea. In quest'opera l'autore, ad esempio, insiste molto, nell'ambito di tale processo di rettifica, rispetto alla necessità di capitalizzazione delle spese di ricerca e sviluppo, comprendendo anche quelle che non hanno portato a risultati positivi, in virtù della considerazione per cui tutti tali oneri determinino un concorso al successo (o all'insuccesso) dell'azienda oggetto di riferimento.

<sup>118</sup> Stuart, J. (1998). *Op. Cit.*, pag. 93.

<sup>119</sup> La somiglianza è tale che Massari ha definito il metodo EVA come variante oltreoceano del metodo UEC. Inoltre, lo stesso Autore va a definire, nella sua opera, come, a certe condizioni, i due metodi



L'equivalenza sostanziale tra il modello di valutazione di Ohlson e i modelli UEC/EVA permette di definire alcune similitudini utili a estendere al primo modello alcune considerazioni di cui ai due modelli di valutazione mista, economica e patrimoniale, appena citati. Il modello UEC, nonché il modello EVA, si basano sulla definizione del valore aziendale in base alla possibilità di ottenere un rendimento differente rispetto a quello definibile "normale", con la generazione di valore eccedentario rispetto a quello del patrimonio netto rivalutato a valori correnti nel momento in cui l'investimento si qualifichi produttivo di un rendimento superiore rispetto al costo del capitale. Da ciò discende il fatto che, nel momento in cui il rendimento ritratto dagli investimenti dell'impresa sia corrispondente al costo del capitale, allora il valore dell'azienda sarà suscettibile di stima facendo riferimento soltanto a dati di carattere patrimoniale, risultando essere sufficienti la conoscenza dell'ammontare del capitale investito e del rendimento "normale" ai fini dell'ottenimento di una misura del valore aziendale. In caso di mancata corrispondenza tra costo del capitale e rendimento ritraibile dallo stesso, invece, sarà necessario affiancare, alla normale valutazione di carattere patrimoniale, una valutazione di matrice economico-reddituale, volta ad apprezzare la valutazione dei redditi c.d. anomali.

L'ultimo assunto di cui al modello di Ohlson concerne invece il comportamento dei c.d. *abnormal returns*. Gli *abnormal returns*, secondo l'Autore, assumono un comportamento autoregressivo, espressivo del fatto che il rendimento anomalo di un certo periodo sia dipeso, parzialmente o totalmente, dal valore dello stesso rendimento nell'ambito dell'esercizio precedente. Tale assunto risulta essere cruciale per lo sviluppo della teoria di Ohlson, poiché esso permette lo sviluppo di una formula "chiusa", che consente di estrapolare il valore del capitale economico aziendale attraverso il computo dei valori di bilancio.

---

risultino essere sostanzialmente equivalenti. Massari, M. (1998). Il metodo misto patrimoniale reddituale: una nuova giovinezza oltreoceano? La valutazione delle aziende, No. 8, 17-25.

Il sovrareddito dell'anno t+1 può essere espresso come funzione del sovrareddito verificatosi nell'esercizio t, nonché le informazioni disponibili di cui al periodo t, le quali non sono ancora state oggetto di rappresentazione formale in bilancio.

*Equazione 6*

$$x_{t+1}^a = \omega x_t^a + v_t + \varepsilon_{1,t+1}$$

$$v_{t+1} = \gamma v_t + \varepsilon_{2,t+1}$$

In cui:

$\omega$  rappresenta il parametro legante del sovrareddito di un esercizio con quello dell'esercizio successivo;

$v_t$  va a definire le informazioni relative ad eventi che sono rilevanti per il valore aziendale, pur non essendo stati rappresentati nell'ambito del bilancio d'esercizio;

$\gamma$  funge da parametro legante i valori di v tra un esercizio e l'altro;

$\varepsilon$  va a definire il termine d'errore.

Tale equazione non consente soltanto di determinare il sovrareddito stimato di cui all'anno t+1, ma anche, eventualmente, il reddito atteso di cui all'anno t+1, con la possibilità di determinare lo stesso in virtù del fatto che il sovrareddito sia pari al reddito totalizzato, meno il reddito "normale".

È quindi possibile pervenire a tale determinazione:

*Equazione 7*

$$E[x_{t+1}] = x_{t+1}^a + (R - 1)y_t$$

$$E[x_{t+1}] = v_t + \omega x_t^a + (R - 1)y_t$$

Risulta essere opportuno definire il fatto che i parametri  $\omega$  e  $\gamma$  vadano ad assumere un valore ricompreso tra 0 e 1. Inoltre, gli stessi sono definiti dall'Autore come costanti e noti nel tempo, con la necessità di specificare come Ohlson stesso<sup>120</sup>, in una nota al suo articolo, definisca che il valore assunto da tali parametri sia dipeso dal contesto economico, nonché dagli standard di carattere contabile adottati. Da ciò consegue che non risulti essere possibile andare a definire una modalità di tali parametri valida per tutte le aziende facenti parte di un ipotetico campione, in virtù della necessità di considerare l'inevitabile diversità dei contesti in cui le stesse vanno a calarsi.

$\omega$ , in particolare, rappresenta un indicatore di particolare interesse, dato che risulta essere espressivo del processo autoregressivo che definisce i c.d. *abnormal returns* di cui ad un esercizio come dipesi da quelli dell'esercizio precedente. Ciò può essere giustificato in virtù del fatto che potrebbe essere ragionevole definire che saranno proprio le circostanze economiche in cui l'azienda si trova ad operare a definire una misura dei sovraredditi di cui gode l'impresa progressivamente maggiore o minore; ciò determina una grande intuizione, come ricordato da Kothari<sup>121</sup>: il processo autoregressivo dei sovraredditi di cui al modello di Ohlson va a definire che, in ragione delle pressioni competitive – da ricondurre sicuramente all'andamento del contesto economico – che l'azienda esaminata si trova a fronteggiare, i rendimenti vengono ricondotti al loro livello normale, con un tasso di sterilizzazione del sovrareddito tanto più elevato quanto la concorrenza si fa più stregua. Ciò determina, intuitivamente, la riduzione del tasso  $\omega$ , che determina una diminuzione del livello di sovraredditi ripetuti tra un esercizio e l'altro.

Oltre al contesto economico di riferimento, è necessario considerare il fatto che il valore del parametro sia condizionato, in maniera concorrente, anche dagli standard contabili che presiedono la formazione del bilancio d'esercizio. Da questo punto di vista, è doveroso asserire come più le norme di cui alla redazione del bilancio d'esercizio si presentano

---

<sup>120</sup> Ohlson, J.A.; *Op. Cit.*, 1995, nota 6.

<sup>121</sup> <<The economic intuition for the autoregressive process in abnormal earnings is that competition will sooner or later erode above-normal returns or firms experiencing below-normal rates of returns eventually exit>>

conservative, tanto più il reddito verrà prudenzialmente definito rinviando proventi agli esercizi successivi, con la possibilità, a parità di altre condizioni, di stimare un risultato economico che si ripeterà più facilmente negli esercizi successivi, determinando la formazione di un parametro relativamente più elevato, se confrontato con il ricorso a standard contabili meno prudenziali nella determinazione del reddito d'esercizio.

Prima di passare all'enunciazione delle diverse possibilità di formulazione delle regressioni risultanti dalle rielaborazioni di cui al modello di Ohlson, è opportuno sottolineare cosa si intenda per "altre informazioni" di cui al parametro  $v$  dell'equazione. Tali altre informazioni sono, come già anticipato, riferite a circostanze le quali, pur essendo incisive rispetto al valore dell'impresa, non possono essere rappresentate nei prospetti di bilancio, in virtù del fatto che i principi contabili utilizzati ai fini della sua formazione non consentano la loro trasposizione a livello numerico. Ad esempio, si potrebbe definire un'"altra informazione" l'esito di un'attività di ricerca e sviluppo che, in prospettiva, si presenta decisamente fruttuosa, ma che a livello di bilancio di esercizio risulterà essere effettivamente rappresentata solamente nel momento in cui il prodotto discendente da tale attività verrà immesso sul mercato. Tuttavia, è cristallino il fatto che tale sopracitata scoperta, sin dal momento della sua realizzazione, vada a determinare un effetto istantaneo sul valore del capitale economico aziendale, aumentando l'entità dei risultati di bilancio attesi.

### 2.3. Le formulazioni del modello di Ohlson

È possibile affermare come tale modello abbia avuto due principali formulazioni<sup>122</sup>, la prima della quale è quella in cui i parametri esposti vanno ad assumere i significati già esplicitati nell'ambito del paragrafo precedente:

---

<sup>122</sup> Si deve in realtà menzionare come, sempre nel 1995, sia stato dimostrato, nell'ambito della rivista di settore *Contemporary Accounting Research*, un ulteriore modello, frutto degli sforzi di Feltham e Ohlson, che separa, nella valutazione, grandezze operative e grandezze finanziarie. Inoltre, in tale modello viene valorizzato il ruolo del *conservatism* nelle stime dell'ammontare del patrimonio di funzionamento e del risultato economico. Feltham, G., & Ohlson, J. (1995). *Valuation and Clean Surplus*

Equazione 8

$$P_t = y_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t$$

Secondo la quale,

Equazione 9

$$\alpha_1 = \frac{\omega}{R_f - \omega} \geq 0$$

E,

Equazione 10

$$\alpha_2 = \frac{R_f}{(R_f - \omega)(R_f - \gamma)} \geq 0$$

Interessante è sicuramente cercare di comprendere i risvolti economico-aziendali di tale formula. In primis, è rilevante sottolineare come, nell'ambito della formulazione proposta, non vi sia alcun riferimento ai risultati attesi o ai dividendi; ciò non deve tuttavia andare a costituire alcuna sorpresa, in virtù del fatto di poter stimare il loro valore atteso sulla base del sovrareddito di cui all'esercizio e le informazioni relative a tutti gli eventi che, pur essendo rilevanti ai fini della determinazione del valore aziendale, non hanno ancora trovato alcun riflesso a livello di bilancio d'esercizio. È possibile quindi affermare come la definizione dei risultati attesi futuri sia in realtà insita in corpo alle formule di cui alle equazioni 9 e 10.

---

Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2, 689-731. Si veda anche Veltri, S. (2020). *The Value Relevance Analysis*. In: *Mandatory Non-financial Risk-Related Disclosure*. Springer, Cham. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-47921-3\\_6](https://doi.org/10.1007/978-3-030-47921-3_6) e Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, 77-104. Rossi, B. (2018). GLI EFFETTI DELLA ROTATION DELLA SOCIETA' DI REVISIONE E DEL PARTNER SULLA VALUE RELEVANCE DEL REDDITO E DEL PATRIMONIO NETTO: IL PANORAMA ITALIANO. Roma: LUISS.

Dalla formula 9, peraltro, si intuisce come sia possibile stimare il valore dell'avviamento dell'azienda oggetto di esame, il quale potrà essere definito a partire dal valore dei sovraredditi di periodo, a patto però che possa essere stabilito come pari a zero. Ciò va a definire il sovrareddito di un esercizio come semplice frutto del sovrareddito dell'anno precedente.

Si può, in base a quanto appena affermato, rielaborare l'equazione otto per includere anche le c.d. *other information*.

$$P_t = y_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t$$

Equazione 11

$$\alpha_1 x_t^a = P_t - y_t - \alpha_2 v_t$$

Equazione 12

$$P_t - y_t = \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t$$

L'equazione 10 permette di visualizzare in maniera esplicita quanto appena affermato, ossia l'opportunità di stimare l'avviamento, qui rappresentato come  $P_t - y_t$ , facendo fede soltanto ai sovraredditi  $\alpha_1 x_t^a$ , solamente nel momento in cui le *other information*  $\alpha_2 v_t$  siano pari a 0. Tale ipotesi è sovente oggetto di ricorso da parte dei ricercatori, nonostante la stessa sia definibile come una semplificazione decisamente forte, dato che ipotizza la completa assenza di informazioni concernenti eventi che, pur essendo non rappresentati dal bilancio d'esercizio, non incidano sulla determinazione di sovra/sottoredditi in capo all'impresa.

Ai fini della comprensione del modello dal punto di vista economico, è utile immaginare che il parametro  $\omega$  assuma i suoi due valori estremi, ossia 0 e 1. Nel momento in cui il parametro appena menzionato sia pari a 0, allora il valore di  $\alpha_1$  sarà anch'esso 0, con la definizione del valore dell'impresa come pari al suo valore di libro,  $y_t$ , a cui va eventualmente sommato l'effetto delle c.d. *other information*, espresso dal già più volte menzionato  $\alpha_2 v_t$ . Ovviamente, al di là di una visione di carattere matematico (è cristallino che se  $\omega$  è pari a 0 il numeratore

della formula espressiva della grandezza  $\alpha_1$  si rivela essere anch'esso pari a 0) è interessante estrapolare il significato economico-sostanziale dell'ipotesi appena astratta. Da questo punto di vista, se  $\omega$  si configura come pari a 0, ciò va a determinare una condizione in cui i sovraredditi dell'esercizio corrente, non essendo definibili come provvisti di un andamento autoregressivo, non forniscono informazioni utili per prevedere la presenza o meno di sovraredditi nel futuro, nonché la loro misura; nel momento in cui  $\omega$  si configuri come pari a 0, in base a quanto affermato in precedenza, le uniche informazioni utili a determinare l'ammontare dell'avviamento risulteranno essere quelle, se presenti, non ancora riportate nel conto economico, che sono state precedentemente denominate *other information*.

Inoltre, si può ulteriormente osservare come, nel caso in cui non solo  $\omega$  sia nullo, ma anche  $v_t$  si presenti come pari a 0, allora il valore dell'impresa risulterà essere perfettamente compatibile con il valore contabile del suo patrimonio netto,  $y_1$ .

Nel momento in cui, d'altro canto, si verifichi la circostanza inversa, per la quale il valore di  $\omega$  si presenta come pari a 1, il coefficiente  $\alpha_1$  assumerà un valore pari a 1, fratto il tasso d'interesse  $r$ , per cui la formula assume una conformazione come esposta di seguito:

*Equazione 13*

$$P_t = y_t + \frac{x_t^a}{r} + \alpha_2 v_t$$

In questo caso risulta essere utile, ai fini della compressione dell'equazione appena esposta, assumere che  $v_t$  sia pari a 0, per cui il valore aziendale si presenta come pari al suo patrimonio netto contabile, a cui va successivamente sommato il valore attualizzato dei sovraredditi, configurabile come una rendita costante perpetua. Assumere un valore di  $\omega$  pari a 1 significa, quindi, astrarre un processo autoregressivo che definisce i sovra/sottoredditi di un certo esercizio come pari a quelli dell'esercizio precedente. La capacità di un'organizzazione di ottenere redditi superiori alla normalità, in questo specifico caso, si mantiene perfettamente costante nel tempo.

Un'altra formulazione del modello di Ohlson può essere ottenuta attraverso la rielaborazione della formula di cui all'Equazione 8. Tale reinterpretazione della formula risulta essere

particolarmente rilevante, essendo utilizzata a titolo di riferimento concettuale per molte regressioni utilizzate dagli addetti ai lavori in modo da determinare la *value relevance* delle poste di carattere contabile.

Si riporta, per memoria, l'enunciato dell'Equazione 8, così da rendere più chiare le successive operazioni algebriche.

$$P_t = y_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t$$

È possibile ora sostituire il fattore  $x_t^a$  con la sua espressione equipollente, ottenendo le seguenti:

Equazione 14

$$P_t = y_t + \alpha_1 [x_t - (R_f - 1)y_{t-1}] + \alpha_2 v_t$$

E quindi, moltiplicando i termini tra parentesi per si ottiene:

Equazione 15

$$P_t = y_t + \alpha_1 x_t - \alpha_1 (R_f - 1)y_{t-1} + \alpha_2 v_t$$

La formula espressa di cui sopra può essere ulteriormente rielaborata, ricordando che, secondo la c.d. *clean surplus relation*,  $y_{t-1} = y_t - x_t + d_t$ .

Equazione 16

$$P_t = y_t + \alpha_1 x_t - \alpha_1 (R_f - 1)(y_t - x_t + d_t) + \alpha_2 v_t$$

Con un ulteriore passaggio è possibile ottenere la seguente:



Equazione 17

$$P_t = y_t + \alpha_1 x_t - \alpha_1 (R_f - 1) y_t + \alpha_1 (R_f - 1) x_t - \alpha_1 (R_f - 1) d_t + \alpha_2 v_t$$

È ora possibile porre  $\alpha_1 (R_f - 1) = k$  e  $\frac{R_f}{(R_f - 1)} = \varphi$ , così trasformare la formula nel seguente modo, in modo da semplificarla attraverso facili passaggi algebrici:

Equazione 18

$$P_t = y_t + \alpha_1 x_t - k y_t + k x_t - k d_t + \alpha_2 v_t$$

Equazione 19

$$P_t = (1 - k) y_t + k \left( \frac{\alpha_1 x_t}{k} + x_t - d_t \right) + \alpha_2 v_t$$

Equazione 20

$$P_t = (1 - k) y_t + k \left( \left( \frac{\alpha_1 + k}{k} \right) x_t - d_t \right) + \alpha_2 v_t$$

Equazione 21

$$P_t = (1 - k) y_t + k \left[ \frac{(\alpha_1 + \alpha_1 (R_f - 1))}{\alpha_1 (R_f - 1)} x_t - d_t \right] + \alpha_2 v_t$$

Equazione 22

$$P_t = (1 - k) y_t + k \left[ \frac{(\alpha_1 (1 + (R_f - 1)))}{\alpha_1 (R_f - 1)} x_t - d_t \right] + \alpha_2 v_t$$

Equazione 23

$$P_t = (1 - k)y_t + k \left[ \frac{(1 + (R_f - 1))}{(R_f - 1)} x_t - d_t \right] + \alpha_2 v_t$$

Equazione 24

$$P_t = (1 - k)y_t + k \left[ \frac{R_f}{(R_f - 1)} x_t - d_t \right] + \alpha_2 v_t$$

Equazione 25

$$P_t = (1 - k)y_t + k[\varphi x_t - d_t] + \alpha_2 v_t$$

Osservando la formulazione di cui all'equazione 25 è possibile ricavare il fatto che il valore di un'impresa possa essere rappresentato come una media ponderata tra il valore del patrimonio aziendale e il valore dei redditi oggetto di capitalizzazione  $[\varphi x_t - d_t]$ , a cui può essere aggiunto l'effetto delle c.d. *other information*,  $\alpha_2 v_t$ .

Ancora una volta, per agevolare la focalizzazione sui veri elementi di peculiarità di cui al modello, si ipotizzi che il valore delle *other information* sia pari a 0. Un'osservazione del modello così configurato permette di cogliere che l'apporto informativo del patrimonio netto e dei redditi prodotti dall'organizzazione a livello prospettico risulti essere differente a seconda dello stadio del ciclo di vita di cui all'azienda oggetto d'indagine. Come ricorda Barth, infatti, è ragionevole aspettarsi che per le aziende prossime alla liquidazione la misura del patrimonio netto ricopra un ruolo preminente rispetto alla giustificazione del valore del capitale economico aziendale; per converso, un'impresa nel pieno della sua operatività, che è

in grado di generare una mole di utili decisamente superiore a quelli “normali” sarà in grado di trarre il suo valore *in primis* dalla componente reddituale<sup>123</sup>.

Il modello, proprio per la sua possibilità di affidarsi sia alla componente patrimoniale, che alla componente reddituale, per astrarre il valore del capitale economico aziendale, si presenta come estremamente versatile, consentendo la valutazione di una grandissima rosa di imprese, da quelle tradizionalmente “*capital intensive*”, conosciute per trarre una parte considerevole del valore dalla valutazione a valori correnti degli *asset*, a quelle, per converso, il cui valore è meglio approssimabile in virtù dei risultati reddituali ottenuti<sup>124</sup>.

Easton, nel commentare il modello di Ohlson, definisce come vi siano degli *assets* il cui valore di libro risulta essere una più appropriata fonte di valorizzazione. Altri *assets*, d’altro canto, possono essere meglio valorizzati in virtù della loro capacità alla contribuzione alla gestione reddituale dell’organizzazione<sup>125</sup>. Ciò per indicare il fatto che il modello definisca non soltanto la possibilità di definire un peso differente alla componente reddituale, piuttosto che a quella patrimoniale, a seconda della tipologia di azienda oggetto d’esame, ma permette anche, analizzando la medesima azienda, di astrarre il valore dei diversi fattori produttivi facenti capo al patrimonio dell’organizzazione, facendo di volta in volta riferimento ad un valore diverso di cui alle informazioni di bilancio – reddito o patrimonio – che si presenta come più adatto.

---

<sup>123</sup> Barth, M.E. *Op. Cit.*, pag. 13

<sup>124</sup> Easton, P.D. *Op.Cit.*, pag. 402.

<sup>125</sup> <<The simple model (developed rigorously by Ohlson [1995]) relying on the intuition that firms may ... be treated as if they have two types of assets – those for which we would use book value as the basis for determining market value and those for which we would use earnings as the basis for determining value – leads to the prediction that for some firms the weight of earnings will be high, while for others be low>> Easton, P.D. *Op.Cit.*, pag. 405. Barth aggiunge: <<...accounting earnings can reflect information about asset and liability values that are currently recognized in financial statements. Thus, NI can be viewed as a proxy for variables omitted from the accounting balance sheet model>> Barth, M.E. (2000), *op.cit.*, p.13.

È possibile definire il significato di tale formula di Ohlson, che si presenta come un metodo per stabilire il valore dell'azienda tramite una media ponderata dei risultati di cui all'applicazione di un metodo di valutazione di carattere reddituale e una tecnica valutativa di matrice patrimoniale<sup>126</sup>, considerando proprio tali casistiche – l'utilizzo di un metodo reddituale e il ricorso ad un metodo patrimoniale – come due casi estremi.

Si faccia, ad esempio, riferimento al caso in cui  $v_t$  sia, come al solito, pari a 0, e  $\omega$  assuma un valore prima nullo e successivamente pari a 1.

È possibile in primis osservare come, nel momento in cui  $\omega$  sia pari a 1,  $k$  si presenterà come pari a 1, mentre se  $\omega$  è uguale a 0, allora anche  $k$  sarà corrispondente a 0.

Se  $\omega = k = 1$ , allora la formula di Ohlson può essere nel seguente modo semplificata.

*Equazione 26*

$$P_t = \varphi x_t - d_t$$

Ciò va a costituire un particolare caso del modello, in cui il valore attuale di un'impresa risulta essere pari ad una rendita perpetua, pari alla somma del reddito  $x$ , prodotto nell'anno  $t$ , a cui dovrà essere sommato il prodotto di tale reddito per il tasso di rendimento normale sul capitale investito, a cui andrà poi dedotto il dividendo che viene erogato nel corso dell'esercizio. Ciò va a costituire un modello puramente reddituale, in cui il reddito atteso è costante nel tempo ed il valore aziendale è astratto dividendo il risultato per il tasso di attualizzazione.

Il primo termine del lato destro della formula va ad annoverare all'equazione la capitalizzazione di un reddito all'infinito. Tale reddito si configura come un risultato economico pari a quello dell'esercizio in corso di svolgimento, a cui va aggiunto il surplus che

---

<sup>126</sup> <<...the valuation model can be viewed as a weighted average of an earnings model and a book value model>> Ohlson, J.A. (1995), *Op. Cit.*, pag. 671. Natale, E. (2015). *La value relevance: aspetti teorici e verifiche empiriche nel settore bancario europeo*. Milano: Università degli Studi di Milano Bicocca. Lo Bue, S. (2019). *La value relevance degli interim financial reporting delle imprese quotate sul mercato azionario italiano*.

l'organizzazione può ottenere investendo il reddito dell'anno ad un tasso pari a quello di attualizzazione. D'altra parte, il secondo termine dell'equazione 26 va ad includere i dividendi, con segno tuttavia negativo, in modo da considerare il fatto che quanto ottenuto tramite la capitalizzazione del reddito dovrà essere inevitabilmente ridotto, così da tener conto dell'ammontare delle risorse che, nel momento in cui siano distribuite ai soci, non vanno più a fare parte del patrimonio aziendale, non potendo quindi più venire reinvestite.

È utile ora immaginare il caso contrario a quello appena esaminato, ossia la circostanza in cui  $\omega = k = 0$ , con la generazione di una valutazione di carattere esclusivamente patrimoniale, dando vita all'equazione 27, esposta di seguito.

*Equazione 27*

$$P_t = y_t$$

Per memoria, è possibile, in modo da poter comprendere correttamente il significato dell'equazione 27 dal punto di vista economico, ricordare il fatto che concepire  $\omega$  come pari a 0 significhi assumere che il sovrareddito di un esercizio si configuri completamente come indipendente rispetto a quello di cui all'esercizio precedente. Nel momento in cui si assuma che anche  $v_t$  sia pari a 0, ciò equivale a statuire che non vi sia l'esistenza di informazioni che giustificano attese di sovraredditi negli esercizi futuri.

Con  $\omega$  che assume un valore pari a 0, quindi, il reddito ritratto dall'anno non risulta essere fornitore di informazioni funzionali a chi consulta il documento di bilancio per definire un convincimento di carattere razionale rispetto all'ammontare di reddito che l'azienda potrà ottenere negli esercizi successivi; il valore, perciò, non potrà che essere estratto attraverso il ricorso ad informazioni di matrice patrimoniale, tramite l'ausilio dell'assunzione che il patrimonio vada a produrre un rendimento che si attesti come pari al costo del capitale.

Al di là di queste valutazioni, ciò che è importante sottolineare in questa sede è che la proposta di Ohlson vada a costituire un modello che permette di ponderare, ai fini della definizione del valore dell'organizzazione, le informazioni di carattere reddituale e, dall'altro lato, quelle che sono connaturate alla valorizzazione del patrimonio netto. Ciò può andare a formare un

importante presupposto teorico nelle valutazioni della *value relevance* il cui obiettivo sia costituito dall'analisi congiunta di entrambi questi fattori.

## 2.4. Il modello di Ohlson e le regressioni da esso derivate

Nell'ambito del precedente paragrafo è emersa la possibilità di avanzare considerazioni relative al cosiddetto modello di Ohlson, di cui si è esaltata la possibilità di definire una valutazione del capitale economico dell'impresa che fosse frutto di una duplice valutazione, di carattere patrimoniale, da un lato, e di matrice reddituale, dall'altro.

Nel presente paragrafo si pone invece l'opportunità di circoscrivere quali siano effettivamente le regressioni utilizzate nell'ambito della ricerca avente ad oggetto la *value relevance* dei valori di bilancio. In secondo luogo, vi sarà la definizione di alcuni accorgimenti utili all'individuazione delle variabili atte ad essere inserite nel modello di regressione di riferimento, nonché per attribuire un corretto significato ai coefficienti discendenti dalle regressioni effettuate stesso. In ultima istanza, sarà possibile definire le differenze tra il modello di Ohlson nella sua concezione originaria, come circoscritto nell'ambito del paragrafo precedente, e le sue diverse rielaborazioni, utilizzate, come già asserito, ai fini della determinazione della *value relevance*.

Il metodo principalmente utilizzato da parte dei ricercatori che si avvalgono del modello di Ohlson è la sua rielaborazione come di seguito<sup>127</sup>:

*Equazione 28*

$$MV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 NI_{it} + u_{it}$$

In cui:

$MV_{it}$  va a definire il valore di mercato dell'azienda  $i$  al tempo  $t$ ;

$BV_{it}$  va a definire il patrimonio netto dell'azienda  $i$  al tempo  $t$ ;

---

<sup>127</sup> Rossi, B. (2018). GLI EFFETTI DELLA ROTATION DELLA SOCIETA' DI REVISIONE E DEL PARTNER SULLA VALUE RELEVANCE DEL REDDITO E DEL PATRIMONIO NETTO: IL PANORAMA ITALIANO. Roma: LUISS.

$NI_{it}$  rappresenta il reddito netto dell'azienda  $i$  al tempo  $t$

$u_{it}$  è il termine di errore.

La formula di cui all'equazione 28 viene sovente riproposta tramite la divisione di tutte le variabili coinvolte per il numero di azioni in circolazione, con la possibilità di sterilizzare il c.d. effetto scala, discendente dalla diversa dimensione delle società campionate, con la possibilità di andare a definire la seguente:

*Equazione 29*

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BVPS_{it} + \beta_2 NIPS_{it} + \varepsilon_{it}$$

Tali metodologie assumono spesso in letteratura la denominazione di *"modified Ohlson model"*, con la presenza di significative affinità con il modello di Ohlson nella sua originaria formulazione. Entrambe le regressioni vanno a definire il valore del capitale economico dell'organizzazione, per azione o complessivo, come funzione del patrimonio netto e del risultato d'esercizio, la cui partecipazione alla formazione del valore del capitale economico (unitario o complessivo) è ponderata attraverso i frutti del risultato dell'operazione di regressione, i coefficienti  $\beta_1/\alpha_1$  e  $\beta_2/\alpha_2$ , a seconda della variabile oggetto d'esame.

È ora necessario fare delle considerazioni che permettono di meglio comprendere quanto precedentemente affermato. Per quanto riguarda l'affermazione per cui il modello di Ohlson (tanto nella sua concezione originaria, quanto nelle sue versioni "modificate") possa essere in un certo modo visto come una ponderazione tra un modello di carattere patrimoniale e uno di matrice reddituale, è opportuno sottolineare come ciò non vada a definire un risultato ottenibile mediando una valutazione dell'azienda con un metodo patrimoniale e una corrispondente valutazione della medesima attraverso un metodo di carattere reddituale.

Da questo punto di vista, è oltremodo doveroso ricordare come il metodo patrimoniale sia imperniato sulla rideterminazione del valore del capitale netto a valori correnti, con l'ulteriore possibilità, nell'ambito delle valutazioni più organiche, di aggiungere a tale riespressione dei

valori patrimoniali una valutazione dei beni immateriali non iscrivibili in bilancio<sup>128</sup>. D'altro canto, il valore del patrimonio netto considerato nelle operazioni di regressione lineare, a cui fa riferimento Ohlson nell'ambito dell'astrazione del modello oggetto d'analisi, è il valore del patrimonio netto contabile, la cui determinazione è frutto di tutte le norme che soprassedono al processo di formazione del bilancio d'esercizio.

In maniera del tutto analoga, anche il risultato economico dell'esercizio considerato nell'ambito del modello di Ohlson non risulta essere compatibile con il risultato che viene considerato in un'operazione di valutazione d'azienda attraverso il ricorso ad un metodo di carattere reddituale. Andando maggiormente nello specifico, è possibile precisare come il reddito a cui fa riferimento l'Autore risulti essere emergente dal bilancio d'esercizio, la cui stima, quindi, è definita in ottemperanza alla cosiddetta *clean surplus relation*. Per converso, la misura di risultato economico utilizzata ai fini delle operazioni di valutazione per tramite di un modello reddituale necessita di un'operazione di "scrematura" del reddito d'esercizio, in modo da ottenere una misura qualificabile come normalizzata, nonché rappresentativa del risultato ottenibile in condizioni di ordinaria gestione da parte dell'organizzazione valutata.

Il modello di Ohlson, in virtù delle ragioni appena menzionate, va a definire l'*output* di un processo di determinazione a livello metodologico e scientifico decisamente rigoroso, andando a proporre una formula "chiusa" che stima il valore dell'organizzazione partendo dalle sue risultanze di bilancio, oltre che un metodo adatto a fornire uno strumento solido dal punto di vista teorico per indagare la possibilità in capo ai valori di cui ai prospetti di bilancio di riassumere informazioni giudicabili da parte degli investitori interessanti ai fini dell'alimentazione dei loro processi decisionali.

Un'ulteriore osservazione può essere formulata con riferimento al significato dei coefficienti risultanti dalle operazioni di regressione connaturate all'utilizzo del modello sin qui esaminato, con la necessità di esaminare, in primo luogo, le variabili che contribuiscono a determinarne l'entità.

---

<sup>128</sup> Cotta Ramusino, E., & Rinaldi, L. (2003). La valutazione d'azienda. Il Sole 24 Ore, 268 e ss. Gualtri, L. (1998). Trattato sulla valutazione delle aziende. Milano: Egea. Gualtri, L., & Bini, M. (2009). Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende. Milano: Egea. Renoldi, A. (1992). La valutazione dei beni immateriali. Metodi e soluzioni. Milano: Egea.



È possibile, a tale scopo, effettuare una semplicissima rielaborazione dell'equazione 25, sciogliendo la parentesi quadra in ivi presente, in modo da ottenere l'equazione 30, sotto riportata:

*Equazione 30*

$$P_t = (1 - k)y_t + k\varphi x_t - kd_t + \alpha_2 v_t$$

Si assuma che non vi siano, per ora, distorsioni concernenti la mancata erogazione di dividendi di cui al periodo  $t$ , nonché relative alla variabile  $v_t$  (la quale, si ricordi, fa riferimento alle c.d. *other information*). I coefficienti riportati nell'equazione 29, coincidenti con  $\beta_1$  e  $\beta_2$ , si presentano come corrispondenti a  $(1 - k)$  e  $k\varphi$  dell'equazione 30 presente di cui sopra. La definizione economica dei coefficienti ottenuti in virtù dell'utilizzo dei modelli "figli" della concezione originaria di cui al modello di Ohlson non possono, quindi, non essere dipesi dai fattori a loro volta influenzanti  $(1 - k)$ ,  $k$  e  $\varphi$ .

A tal riguardo, è bene ricordare ancora una volta che il parametro  $k$  (e, di conseguenza,  $(1 - k)$ ), nonché la variabile  $\varphi$ , siano funzione del tasso di sconto, oltre che del coefficiente  $\omega$  (che, per memoria, va a definire la percentuale di sovrareddito/sottoreddito di un esercizio oggetto di reiterazione nell'ambito degli esercizi successivi).

Ciò permette, come anticipato, di definire alcune osservazioni relativamente al significato di carattere economico dei coefficienti  $\beta_1$  e  $\beta_2$ , i quali sono espressivi della relazione intercorrente tra il prezzo  $e$ , rispettivamente, il capitale netto e il reddito delle organizzazioni di cui al campione considerato per le operazioni di regressione.

In primis, è opportuno considerare che tanto più alto è il coefficiente  $\omega$ , tanto migliore risulterà essere la possibilità del sovrareddito che l'azienda è in capace di produrre di protrarsi nel tempo; nel momento in cui tale coefficiente sia sufficientemente alto, allora sarà fisiologicamente auspicabile aspettarsi l'assunzione di un peso rilevante del contributo della componente di matrice reddituale, con una preminenza del coefficiente  $\beta_2$  rispetto a  $\beta_1$ , espressivo della rilevanza dei valori patrimoniali. Ciò è connaturato al fatto che, nella stima del valore del capitale economico aziendale, sia possibile osservare una relativa stabilità delle ragioni fondanti la capacità dell'organizzazione di generare un risultato sopra il rendimento

normale. Allo stesso modo, il fatto che il tasso di rendimento normale sul capitale investito sia molto alto determinerà, *ceteris paribus*, un sovrareddito relativamente ridimensionato, con il decremento della contribuzione della componente reddituale.

Si pensi, per meglio comprendere questa meccanica, ad un'azienda che ritrae un rendimento perfettamente corrispondente a quello "normale" sui propri investimenti. In questo caso la mera componente di carattere patrimoniale dell'azienda presenta tutte le informazioni funzionali alla valutazione, in virtù della necessità di tener conto del fatto che il coefficiente  $\beta_1$  sarà in questo caso molto elevato, se non prossimo ad 1.

Si è affermato, nell'ambito dei capoversi precedenti, che  $\beta_1$  e  $\beta_2$  (nonché, ovviamente, i loro "antesignani"  $(1 - k)$  e  $k$ ) siano dipendenti, nella loro dimensione, da  $\omega$  e dal tasso di rendimento del capitale. Nonostante tale relazione sia cristallina dal punto di vista economico, è oltremodo necessario domandarsi se il valore assunto dai coefficienti di cui sopra possa essere ulteriormente correlato alle decisioni poste in essere da parte degli *standard setter*, con riferimento alla formulazione dei principi ispiranti la definizione del bilancio d'esercizio.

È possibile, ancora una volta, dare una risposta a tale interrogativo esaminando una situazione limite, per poi estendere il ragionamento a circostanze meno inusuali. Si ipotizzi che vi sia la determinazione del bilancio d'esercizio secondo un principio contabile che prevede la rivalutazione di tutti gli *asset*, immateriali e materiali, al loro valore corrente, con l'emersione del valore dell'avviamento, in modo da definire un livello di patrimonio netto compatibile con il valore dell'azienda nella sua interezza. In tal caso, consegue che i valori di carattere reddituale non sarebbero qualificabili come fattori apportanti un supporto informativo ai fini della determinazione del capitale economico aziendale. In tale circostanza, peraltro, anche  $v_t$  si attesterebbe come pari a 0, in virtù del fatto che tutte le informazioni funzionali alla determinazione del valore dell'impresa sarebbero insite nell'alveo dello stato patrimoniale.

In tale circostanza ottimale, è possibile definire come il parametro  $k$ , espressivo del peso delle informazioni di natura reddituale, si attesterebbe come nullo, mentre, per converso, il parametro  $(1 - k)$ , il quale esprime il contributo delle informazioni di natura patrimoniale alla determinazione del capitale economico dell'organizzazione, risulterebbe essere pari a 1, con il relativo coefficiente di cui alle regressioni derivate di cui al modello di Ohlson,  $\beta_1$ , anch'esso praticamente pari a 1.

Ovviamente, la situazione osservabile nella realtà non risulta essere compatibile con tale stato definito sopra come “ideale”, in virtù del fatto che gli standard contabili non prevedano la valutazione al *fair value* di tutti gli *assets* dell’organizzazione, con tale mancanza che, a parità di altre condizioni, andrebbe ad accrescere l’influenza sul risultato della componente reddituale (espressa rispettivamente da  $k$  e  $\beta_2$ , a seconda che si faccia riferimento al modello di Ohlson nella sua concezione originaria, piuttosto che alle sue regressioni, che vanno a costituirne versioni di origine “derivata”).

Un ulteriore ragionamento potrebbe essere avanzato rispetto all’astrazione di una circostanza diametralmente inversa a quella ideale di cui sopra, in cui il patrimonio aziendale sarebbe determinato stimando tutte le relativamente componenti al costo storico, con la possibilità di definire, in questo specifico caso, un valore di  $k$  prossimo a 1, con la valorizzazione del ruolo di cui al risultato economico dell’esercizio di riflettere le discrepanze tra valore d’uso dei beni e il valore d’acquisto dei medesimi cespiti<sup>129</sup>. Inoltre, ovviamente, anche il coefficiente  $\beta_2$  andrebbe ad assumere un valore assimilabile a  $\varphi$ .

Come statuito all’inizio del presente paragrafo, è necessario esaminare, onde evitare incomprensioni ed equivoci, le differenze sussistenti tra il modello di Ohlson nella sua formulazione originaria e le regressioni derivanti da operazioni di rielaborazione successiva dello stesso, con l’opportunità di focalizzarsi sulle differenze legate all’interpretazione dei risultati di cui alle ricerche coinvolgenti l’utilizzo dei relativi modelli, considerando comunque il fatto che gli utilizzi degli stessi siano innegabilmente differenti.

Una prima differenza insiste sul fatto che il modello di Ohlson nella sua formulazione originaria definisce un modello valutativo di una singola azienda, mentre la regressione (che coinvolge l’utilizzo dei modelli rielaborati esaminati di cui in precedenza) viene utilizzata ai fini dell’interpolazione delle risultanze di cui a diverse organizzazioni campionate, con i coefficienti  $\beta_1$  e  $\beta_2$  che vanno a definire, come risaputo, una minimizzazione della distanza tra la retta di regressione e le varie osservazioni.

---

<sup>129</sup> <<If BVE is measured at historical cost and NI captures the excess of value in use over entry value for the firm’s assets, the  $k$  can be relatively closer to one>> Barth, M.E. (2000), *Op. Cit.*, pag. 14.

Un'ulteriore discrepanza tra le regressioni oggetto di ricorso da parte dei ricercatori ed il modello di Ohlson nella sua formulazione originaria concerne la variabile  $v_t$ .

Tale variabile nel modello di Ohlson va a rappresentare le c.d. *other information*, come ricordato a più riprese nel capitolo. È necessario invece statuire come la stessa risulti essere nella maggior parte dei casi assente nelle regressioni utilizzate da parte dei ricercatori ai fini dello studio della *value relevance* delle poste di bilancio. Tale omissione si presenta come connaturata ad una scelta fatta dai ricercatori, i quali sovente decidono di non curarsi delle conseguenze derivanti dalla mancata inclusione della variabile stessa. Secondo opinioni autorevoli, emergerebbe una distorsione in virtù della mancata inclusione della variabile sopracitata soprattutto nel momento in cui  $v_t$ , oltre che influenzare il valore aziendale, andasse ad interferire con le altre variabili indipendenti, reddito e patrimonio netto, presentando un certo grado di correlazione con le stesse. In tale caso, si andrebbe a definire una situazione in cui l'omissione della variabile  $v_t$  andrebbe a generare una distorsione da variabili omesse, con i coefficienti  $\beta_1$  e  $\beta_2$  che non andrebbero più ad assumere valori rispettivamente pari a  $(1 - k)$  e  $k\varphi$ .

Ulteriore differenza degna di nota ai fini del presente lavoro tra il modello di Ohlson originario e le regressioni utilizzate ai fini delle ricerche aventi ad oggetto la *value relevance* attiene alle modalità con le quali il reddito d'esercizio viene incluso nell'ambito dell'equazione, con particolare riferimento all'eventuale omissione della sottrazione dei dividendi liquidati durante l'esercizio<sup>130</sup>. La sottrazione del dividendo ha una precisa utilità, ossia la considerazione dell'opportunità che parte del risultato economico non sia incamerato in azienda, bensì venga distribuito a favore della compagine sociale. L'eventuale omissione del dividendo erogato al tempo  $t$  potrebbe definire importanti distorsioni nelle operazioni di determinazione dei coefficienti  $\beta_1$  e  $\beta_2$ , nel momento in cui tali dividendi si dimostrino

---

<sup>130</sup> Fa eccezione, da questo punto di vista, Aboody, che utilizza una regressione in cui il dividendo va a diminuire il reddito. Inoltre, il dividendo di periodo è moltiplicato per  $r/1+r$ , con  $r$  che è il tasso *risk-free*. Aboody, D. (1996). Market valuation of employee stock options. *Journal of Accounting Economics*, Vol. 22, No. 1-3, 357-391. Si veda anche Veltri, S. (2020). The Value Relevance Analysis. In: Mandatory Non-financial Risk-Related Disclosure. Springer, Cham. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-47921-3\\_6](https://doi.org/10.1007/978-3-030-47921-3_6).

correlati con le variabili indipendenti (reddito e patrimonio) presenti nelle regressioni esaminate di cui sopra, utilizzate da parte degli studiosi per condurre studi concernenti la *value relevance* dei valori di bilancio<sup>131</sup>.

Un'ultima differenza, connaturata alla diversa utilità delle formulazioni utilizzate, attiene al fatto che nelle regressioni esaminate risulti essere presente un'intercetta, indicata con  $\beta_0$ , che non avrebbe ragione d'essere nell'ambito del modello di Ohlson nella sua concezione originaria. Il significato econometrico di tale intercetta è in realtà abbastanza semplice: è naturale che dalle operazioni di regressione, con la condensazione delle diverse osservazioni emergenti dal campione costituito, emerga un'intercetta, di cui è possibile poi valutare la significatività con gli strumenti classici dell'inferenza statistica. Maggiormente significativa è la valutazione del significato economico di tale intercetta, con alcuni autorevoli Autori che concepiscono tale valore, al pari del termine d'errore o di disturbo, come avente un ruolo di considerazione di tutte le variabili che, pur essendo importanti alla spiegazione del valore del capitale economico aziendale, non risultano essere incluse nelle regressioni. Tali variabili sono sostanzialmente riconducibili ai dividendi erogati e alle c.d. *other information*<sup>132</sup>. Da questo punto di vista, Kothari e Zimmermann, avendo rilevato problemi di variabili omesse nelle regressioni derivate dall'utilizzo del modello di Ohlson, hanno definito un'interessante soluzione al problema, costituita dall'inclusione di una variabile dimensione (SIZE), definita attraverso il logaritmo neperiano del *market value* delle imprese campionate. Attraverso l'inclusione della suddetta variabile nel modello di regressione gli Autori sono stati in grado di

---

<sup>131</sup> Hand, J., & Landsman, W. (1998). Testing the Ohlson Model, v or not v, which is the question. SSRN Working Paper, 9. I due autori sostengono che il dividendo sia una variabile indipendente strettamente correlata con il patrimonio netto ed il risultato economico dell'esercizio; la sua mancata inclusione potrebbe quindi determinare una distorsione dei coefficienti rispetto al loro valore atteso.

<sup>132</sup> Collins, D., Maydew, E., & Weiss, I. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 1, 39-67.

dimostrare la capacità da parte della suddetta di assorbire l'effetto delle variabili non incluse, con l'intercetta che assume dei valori non statisticamente differenti da 0<sup>133</sup>.

## 2.5. I *return models*: il modello di Easton e Harris

Come già affermato, il modello di Ohlson rappresenta il capostipite dei già citati *price models*, che si presentano come un *framework* concettuale utile alla stima congiunta della *value relevance* del reddito e del patrimonio netto<sup>134</sup>.

Nel momento in cui si ambisca ad esaminare i modelli che elevano i rendimenti come variabile dipendente, denominati *return models*, è necessario esaminare le diverse formulazioni proposte dalla letteratura, che si configurano come differenti con riferimento alla configurazione della variabile dipendente, nonché per quanto concerne le variabili indipendenti oggetto d'inclusione nelle operazioni di regressione.

Il principale riferimento dei ricercatori relativamente al tema dei c.d. *return models*, nonostante esistano, come appena citato, diverse possibilità, risulta essere sicuramente il lavoro di Easton e Harris, reso pubblico nel 1991 dalla rivista *Journal of Accounting Research*<sup>135</sup>. Gli Autori appena citati si occupano, nello specifico, di indagare rispetto alla sussistenza di una relazione statisticamente significativa tra la variabile dipendente, costituita dai rendimenti, e il reddito (o una sua variazione), che va a costituire la variabile indipendente.

---

<sup>133</sup> Kothari, S., & Zimmermann, J. (1995). Price and Return models. *Journal of Accounting Economics*, Vol. 20, No. 2, 180.

<sup>134</sup> Prima dell'introduzione formale dei *price models* (e del modello di Ohlson da cui gli stessi derivano) gli Autori utilizzavano modelli che coinvolgevano il corso azionario come variabile dipendente e solamente il reddito come variabile indipendente, così da rappresentare il valore dell'impresa solamente come capitalizzazione dei risultati economici attesi.

<sup>135</sup> Easton, P.D.; Harris, T.S. (1991), *op.cit.*

Tale variabile indipendente, il reddito o la sua variazione in un certo intervallo temporale, viene inoltre divisa per il prezzo delle azioni in circolazione all'inizio dell'esercizio.

È necessario specificare, prima di addentrarsi nello sviluppo del modello oggetto di dissertazione, che gli Autori ritengano che le due variabili indipendenti, reddito e variazione dello stesso da un esercizio all'altro, siano provviste entrambe di una relazione statisticamente significativa con la variabile dipendente coinvolta nei *return models*, ossia il rendimento delle azioni. Tuttavia, nonostante ciò, le due variabili indipendenti non potranno mai essere concepite come alternative l'una rispetto all'altra, dato che le due variabili sarebbero dotate, secondo gli Autori già più volte menzionati, di una differente utilità di carattere informativo.

Il modello di Easton/Harris, come già affermato più volte nel corso del paragrafo, propone di inserire tra le variabili indipendenti sia il reddito d'esercizio, che il suo scostamento da un esercizio all'altro. Per comprendere la motivazione di tale decisione, è necessario prendere a riferimento due diverse prospettive sfruttate da parte degli Autori, funzionali all'indagine del rapporto insistente tra rendimenti e reddito d'esercizio:

1. Il "*book value valuation model*";
2. Il "*earnings valuation model*".

Il cosiddetto *book value valuation model* va ad indagare rispetto alla relazione sussistente tra i valori stock espressivi della ricchezza riconducibile alla compagine azionaria, valutata a valori di mercato, espressa dalla *market capitalization*, ed il patrimonio netto, espressivo della valorizzazione della medesima ricchezza nell'ambito del bilancio d'esercizio<sup>136</sup>. L'idea che motiva questo particolare approccio è che il prezzo di una singola azione si configuri come pari al patrimonio netto per azione, a cui va considerata una componente negativa supplementare, rappresentativa dello scostamento tra valori di bilancio e valori di mercato, come indicato dalla seguente relazione:

---

<sup>136</sup> <<The primary model motivating the research relies on the idea that book value (owners' equity) and market value are both stock variables indicating the wealth of the firms' equity holders>> Easton, P.D. & Harris, T.S. (1991), *op. cit.*, p. 19.

Equazione 31

$$P_{it} = BVPS_{it} + u_{it}$$

In cui,

$P_{it}$  è il prezzo per azione dell'azienda  $i$  al tempo  $t$ ;

$BVPS_{it}$  è il valore del patrimonio netto contabile per azione, per quanto riguarda l'azienda  $i$  al tempo  $t$ ;

$u_{it}$  è concepibile come un "termine di riconciliazione" tra i valori di cui sopra.

Tale formula, esposta nell'equazione 31, va a formalizzare un concetto ampiamente noto agli azionisti, costituito dal fatto che il prezzo di un'azione (a prescindere dalla sua eventuale coincidenza o meno col valore del capitale economico) non risulti essere pari al patrimonio netto per azione, in virtù dell'imperversare di diverse ragioni, tra le quali è possibile rimembrare il concetto di utilizzo del principio del *conservatism* nell'ambito della redazione del bilancio d'esercizio, con ciò che determina la generale predilezione di valori del patrimonio netto più bassi rispetto a quelli che si potrebbero determinare tramite l'utilizzo di principi meno prudenti.

È possibile considerare le differenze prime dell'equazione 31, in modo da ottenere l'equazione 32, così configurata:

Equazione 32

$$P_{it} - P_{it-1} = BVPS_{it} - BVPS_{it-1} + u'_{it}$$

Che può essere più semplicemente riespressa come di seguito:

Equazione 33

$$\Delta P_{it} = \Delta BVPS_{it} + u'_{it}$$

Si ricorda che, in base alla *clean surplus relation*, assunto oggetto di ricorso anche da parte di Easton e Harris,  $\Delta BVPS_{it}$  si configura come differenza tra il risultato di periodo per azione, nettato delle transazioni con i portatori di capitale di rischio, le quali, in assenza di aumenti e riduzioni del capitale sociale, coincidono con i dividendi erogati. Ciò può essere nel seguente modo sintetizzato:



Equazione 34

$$\Delta BVPS_{it} = \Delta NIPS_{it} - d_{it}$$

è possibile quindi sostituire nella 33 quanto definito nell'equazione 34, per poi dividere tutti i membri dell'equazione per il prezzo delle azioni ad inizio periodo, così da ottenere una relazione propria del "book value valuation model", secondo la quale il rendimento azionario si configura come pari al reddito, diviso per il prezzo di inizio periodo delle stesse azioni:

Equazione 35

$$\Delta P_{it} = \Delta NIPS_{it} - d_{it} + u'_{it}$$

Equazione 36

$$\Delta P_{it} + d_{it} = \Delta NIPS_{it} + u'_{it}$$

Equazione 37

$$\left( \frac{\Delta P_{it} + d_{it}}{P_{it-1}} \right) = \frac{\Delta NIPS_{it}}{P_{it-1}} + u''_{it}$$

In base all'equazione 37 è possibile affermare che il rendimento dei titoli azionari sia definito come reddito per azione, diviso il prezzo delle stesse azioni all'inizio del periodo d'interesse. Inoltre, i due termini dell'equazione si configurano come differenti tra loro per un ammontare pari a  $u''_{it}$ .

Una seconda prospettiva, affiancata a quella del *book value valuation model* appena esaminata, risulta essere quella dell'*earnings valuation model*, che è tratta dalla considerazione per cui il prezzo di un'azione, ipotizzando una corrispondenza tra valori economici e valori di mercato, possa essere definito come un multiplo  $\beta$  del risultato economico dell'azione, a cui in questo caso è opportuno aggiungere, tuttavia, un margine di errore, espresso con  $m_{it}$ . Si veda di seguito la relazione appena ipotizzata:

Equazione 38

$$P_{it} = \beta NIPS_{it} + m_{it}$$

è possibile rintracciare in modo abbastanza semplice la logica che ispira il modello di cui sopra esposto. Il prezzo, nell'ambito degli studi di carattere anglosassone, si configura come una

valida approssimazione del valore. Esso, nell'ambito di questo modello, è funzione del reddito d'esercizio, il quale a sua volta può essere concepito come un'approssimazione del risultato conseguibile da parte dell'azienda negli esercizi successivi. In virtù di ciò, il coefficiente  $\beta$  introdotto nell'equazione 38 non può che andare a rappresentare un reciproco del tasso di rendimento atteso da parte degli azionisti.  $m_{it}$ , dal suo canto, va a definire un termine d'errore, ossia un differenziale tra prezzo e rapporto tra reddito e costo del capitale, differenza connaturata a due ordini di fattori. Il primo risulta essere riconducibile al fatto che il risultato dell'esercizio  $t$  non possa essere esattamente corrispondente al risultato che l'azienda può realizzare negli esercizi successivi. Il secondo motivo è attribuibile al fatto che non esista un unico coefficiente  $\beta$  per la totalità delle aziende, essendo esse assoggettate in misura differente all'esposizione ai rischi, per cui esse sono provviste di un tasso di rendimento atteso dagli azionisti, il cui reciproco esprime la giusta dimensione del coefficiente. Anche la formula 38 dovrà essere corretta, come il modello di Ohlson visto in precedenza, per eventualmente prevedere la possibilità che il reddito conseguito nel futuro da parte dell'impresa esaminata non sia completamente distribuito a titolo di dividendo, con il conseguente reinvestimento della quota parte di risultato d'esercizio non oggetto di erogazione agli azionisti. La relazione, in virtù di tale fattore, va ad assumere la seguente forma:

*Equazione 39*

$$P_{it} = \beta NIPS_{it} - d_{it} + m_{it}$$

Risulta essere opportuno rielaborare la formulazione appena ottenuta attraverso l'utilizzo delle differenze prime, seguendo l'assunzione originariamente avanzata da Easton ed Harris, per cui il dividendo di cui al periodo  $t-1$  per l'azienda di volta in volta esaminata si presenti come pari a 0, come descritto di seguito:

*Equazione 40*

$$P_{it} - P_{it-1} = \beta(NIPS_{it} - NIPS_{it-1}) - (d_{it} - d_{it-1}) + m'_{it}$$

*Equazione 41*

$$(P_{it} - P_{it-1}) = \beta(NIPS_{it} - NIPS_{it-1}) - (d_{it} - 0) + m'_{it}$$

Equazione 42

$$\frac{(\Delta P_{it} + d_{it})}{P_{it-1}} = \beta \frac{(\Delta NIPS_{it})}{P_{it-1}} + m''_{it}$$

Anche in questo caso tra il primo e il secondo termine dell'equazione risulta essere insistente una differenza, costituita da  $m''_{it}$ .

Dopo aver discusso e formalizzato le sue prospettive menzionate ad inizio paragrafo, ossia il c.d. *book value valuation model* e il c.d. *earnings valuation model*, è opportuno ricordare che Easton e Harris, anche riprendendo il paper di Ohlson del 1995, affermino che il prezzo delle azioni si ponga in realtà come frutto congiunto del patrimonio netto e del reddito d'esercizio, per cui sarebbe in realtà riduttivo assumere una sola prospettiva tra le due esaminate fino ad ora. È necessario invece combinare i due punti di vista, definendo un approccio simile a quello di Ohlson, per cui il rendimento del prezzo azionario è astratto attraverso una media aritmetica ponderata tra *earnings valuation model* e *book value valuation model*, come esposto di seguito:

Equazione 43

$$\frac{(\Delta P_{it} + d_{it})}{P_{it-1}} = k\beta \frac{(\Delta NIPS_{it})}{P_{it-1}} + (1 - k) \frac{(NIPS_{it})}{P_{it-1}} + f''_{it}$$

Nella quale l'unico simbolo sinora non introdotto è  $f''_{it}$ , che rappresenta il termine di errore. L'equazione 43 va a definire, nella sua concezione originaria, nonché nelle sue eventuali varianti, la formula più utilizzata dagli addetti ai lavori che effettuano attività di ricerca rispetto alla *value relevance* delle poste di bilancio per tramite di modelli che utilizzano i rendimenti a titolo di variabile dipendente.

È anche sovente applicata una modificazione di quest'ultima, volta ad inserire, alla stregua di quanto osservato per quanto riguarda il modello di Ohlson, un'intercetta che assorba l'eventuale influenza di potenziali variabili omesse rispetto alla definizione del rendimento di

un certo titolo azionario<sup>137</sup>. Tali variabili omesse sono incluse, per quanto riguarda l'equazione 43, in seno al parametro  $f''_{it}$ .

In virtù di quanto affermato sin d'ora, le regressioni utilizzate usualmente da parte dei ricercatori che si ispirano ai fondamenti teorici di Easton e Harris ricalcano sovente questa formulazione:

Equazione 44

$$\frac{(\Delta P_{it} + d_{it})}{P_{it-1}} = \theta_0 + \theta_1 \frac{(\Delta NIPS_{it})}{P_{it-1}} + \theta_2 \frac{(NIPS_{it})}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

È utile affermare come, pur utilizzando variabili indipendenti e dipendenti differenti rispetto a quello di Ohlson, il modello di Easton e Harris ne riproduca i convincimenti di fondo: il valore delle imprese dovrà essere necessariamente determinato in virtù dell'utilizzo congiunto di informazioni di natura reddituale e patrimoniale, con la corretta interpretazione dell'*output* che discende dall'utilizzo del modello che può essere data considerando il fatto che vi siano *asset* componenti il patrimonio delle imprese che si prestano meglio ad essere valutati secondo le informazioni desumibili dal patrimonio aziendale, mentre altri, poiché espressione della capacità di produzione di sovraredditi dell'organizzazione, che sono più idoneamente valutabili secondo un approccio di matrice reddituale, avendo quindi a riferimento i risultati ottenibili dall'impiego di tali beni. Tuttavia, nonostante questa affinità tra i modelli esaminati, Easton e Harris non hanno mai statuito, al contrario di Ohlson, quali siano le determinanti dell'entità dei "pesi"  $k$  e  $(1-k)$ , i quali vanno a ponderare i due metodi di valutazione coinvolti nel modello, reddituale e patrimoniale. Potrebbe risultare essere provvidenziale in questo caso il ricorso ai fondamenti teorici del modello di Ohlson, che tuttavia potrebbe fornire un supporto significativo soltanto nel momento in cui i due modelli – di Ohlson e di Easton/Harris – siano legati da medesimi propositi di natura concettuale. Nel momento in cui si possa verificare ciò, allora si potrebbe estendere il ragionamento fatto nell'ambito della presentazione del modello di Ohlson per quanto riguarda i fattori

---

<sup>137</sup> <<Although the presence of an intercept is not implied by the theoretical relations that underpin these regressions..., the omitted variables that may explain security returns ... may have, on average, a nonzero effect implying nonzero intercept terms>> Easton, P.D.; Harris, T.S. (1991), *op. cit.*, p.25.

determinanti la dimensione dei valori  $k$  e  $(1-k)$  anche per quanto riguarda i pesi  $k$  e  $(1-k)$  presenti nell'ambito del modello di Easton-Harris.

## 2.6. Il significato economico del modello di Easton-Harris

Come affermato nel corso del paragrafo appena conclusosi, il modello di Easton-Harris si fonda su una logica intuitiva, con la necessità di estrapolare il rendimento di un titolo azionario attraverso una valutazione di carattere congiunto, coinvolgente valori economici e valori di bilancio, i cosiddetti *book value valuation model* e *earnings valuation model*.

Risulta essere in questa sede opportuno domandarsi se e in che misura il modello oggetto di dissertazione sia in qualche modo considerabile affine al modello di Ohlson, che, come già asserito nei paragrafi precedenti, può essere elevato a capostipite di tutti i modelli di regressione che coinvolgano il prezzo a titolo di variabile dipendente.

Tale operazione di riconciliazione tra i due modelli risulta essere opportuna per due ordini di ragioni, che saranno di seguito esposti.

In primis, è necessario riconoscere il fatto che il modello di Ohlson si presenti come un modello molto solido da un punto di vista sia teorico, che matematico; d'altro canto, il modello di Easton e Harris, pur non essendo propriamente definibile come fallace in senso stretto in termini di assunzioni e sviluppi di carattere computistico/matematico, si presenta innegabilmente come un modello meno completo dal punto di vista del *framework* teorico e concettuale posto a suo supporto. Ciò, abbastanza curiosamente, ha delle ragioni rinvenibili nel fatto che i due Autori, Easton e Harris, non perseguivano, tramite i loro lavori di ricerca, l'obiettivo di proporre un modello nuovo di valutazione aziendale<sup>138</sup>. La possibilità di

---

<sup>138</sup> <<Ohlson's model provides a role for earnings and book value in a dynamic uncertainty environment that relies on the simple "clean surplus" relation and the Miller and Modigliani propositions. While we provide a more heuristic analysis, it should be noted that relations (4), (7), (9) are consistent with the Ohlson model in which earnings and book value are defined as "primitive" and fundamental economic variables>> Easton, P.D.; Harris, T.S. (1991), *op. cit.*, p.23. Natale, E. (2015). *La value relevance: aspetti*

riconciliazione tra i due modelli precedentemente esaminati permetterebbe tuttavia di ovviare al quesito di cui alla fine del precedente paragrafo.

Inoltre, un secondo ordine di ragioni attiene alla possibilità di sfruttare la riconciliazione dei due studi in modo da interpretare in maniera più corretta i coefficienti emergenti dalla regressione.

I fattori che impattano sui parametri inclusi nel modello di Ohlson sono estrapolabili chiaramente dal modello stesso e, pertanto, risultano essere facilmente individuati, nonché interpretati, da un punto di vista economico e aziendalistico, come tra l'altro è stato fatto nell'ambito dei precedenti paragrafi trattanti il modello di Ohlson.

D'altra parte, il modello di Easton-Harris non va a definire, nella sua astrazione, quali risultino essere i fattori che influenzano i coefficienti da legare al *book value valuation model* e all'*earnings valuation model*. In virtù di tale fatto, si mantiene irrisolta, senza la possibilità eventuale di utilizzare il solido *framework* teorico di cui al modello di Ohlson (possibile nel momento in cui si ravvisino potenziali similitudini tra le due formulazioni, tali da poter effettuare un raccordo, una riconciliazione, tra le stesse), la questione di cui al significato effettivo da attribuire a tali fattori di ponderazione.

Vi è quindi la necessità di chiedersi, prima di tutto, se possa affermarsi la presenza di un'equivalenza sostanziale tra il modello di Easton-Harris e il modello di Ohlson. La risposta a questo primo quesito si pone come funzionale a definire quale sia l'interpretazione dei coefficienti di cui alle variabili indipendenti coinvolte nel modello di Easton-Harris. In ultimo luogo, è necessario interrogarsi se il modello di Easton-Harris arrivi a valorizzare in qualche modo le cosiddette "*other information*", che, per converso, nel modello di Ohlson sono, almeno nella sua concezione originaria, oggetto di considerazione.

Per quanto riguarda il primo punto, concernente l'obiettivo di motivare la presenza di un'eventuale coincidenza tra il modello di Ohlson e il modello di Easton/Harris, è interessante e curioso definire come tale affinità sia stata percepita da Easton stesso, il quale, in un suo lavoro del 1999, precisò il fatto che i due modelli si ponessero in un sostanziale rapporto di

---

teorici e verifiche empiriche nel settore bancario europeo. Milano: Università degli Studi di Milano Bicocca.

equivalenza. Sarà necessario supportare quest'informazione attraverso un'operazione di riconciliazione tra i modelli, con l'opportunità di partire dal modello di Ohlson, secondo il quale il corso azionario risulta essere funzione del patrimonio netto e del risultato economico d'esercizio, come esposto da tale relazione:

Equazione 45

$$P_{it} = (1 - k)BVPS_{it} + k[\varphi NIPS_{it} - d_{it}] + \alpha_2 v_{it}$$

Ricordando che secondo la *clean surplus relation* la variazione del patrimonio da un periodo a quello successivo sia pari al reddito d'esercizio, eventualmente nettato del dividendo distribuito, e accompagnando tale nozione con l'utilizzo delle differenze prime, è possibile giungere alle formulazioni esposte di seguito:

Equazione 46

$$P_{it} - P_{it-1} = (1 - k)[BVPS_{it} - BVPS_{it-1}] + k[\varphi(NIPS_{it} - NIPS_{it-1})] - (d_{it} - d_{it-1}) + \alpha_2(v_{it} - v_{it-1})$$

Equazione 47

$$\Delta P_{it} = (1 - k)[NIPS_{it} - d_{it}] + k\varphi\Delta NIPS_{it} - kd_{it} + kd_{it-1} + \alpha_2\Delta v_{it}$$

Equazione 48

$$\Delta P_{it} = (1 - k)NIPS_{it} - d_{it} + k\varphi\Delta NIPS_{it} + kd_{it} - kd_{it} + kd_{it-1} + \alpha_2\Delta v_{it}$$

Equazione 49

$$\frac{\Delta P_{it} + d_{it}}{P_{it-1}} = (1 - k)\frac{NIPS_{it}}{P_{it-1}} + k\varphi\frac{\Delta NIPS_{it}}{P_{it-1}} + \frac{kd_{it-1}}{P_{it-1}} + \alpha_2\Delta v_{it}$$

La relazione appena ottenuta dal modello di Ohlson attraverso la serie di rielaborazioni di cui sopra può essere definita assolutamente equiparabile alla formulazione di cui al modello di Easton/Harris, con la precisazione riguardante il fatto che nel lato destro dell'equazione di cui sopra figura il dividendo eventualmente oggetto d'erogazione al tempo  $t-1$ , non presente nell'ambito del modello dei due Autori. Tale mancanza, tuttavia, non deve andare a costituire una sorpresa, dato che gli stessi Easton e Harris abbiano statuito, nel loro articolo del 1991, di aver ipotizzato un modello nel quale l'impresa non metta in pagamento dividendi nell'anno  $t-1$ .

Dopo aver definito che i modelli sono definibili come equivalenti, se non per la discrepanza appena discussa, che non permette di definirli come perfettamente coincidenti, è necessario passare ad un tentativo di attribuzione di un significato economicamente coerente ai coefficienti di cui alle variabili indipendenti figuranti nel modello di Easton e Harris.

Risulta opportuno segnalare che i fattori  $(1-k)$  e  $k$  utilizzati nel modello di Ohlson a titolo di "peso" per il reddito e il patrimonio netto si configurano come sostanzialmente gli stessi nell'ambito del modello di Easton e Harris, nei quali, d'altro canto, vengono utilizzati ai fini della ponderazione di, rispettivamente, reddito e variazione del reddito. In virtù di quanto affermato sinora dovrebbe essere ravvisabile un'equivalenza sostanziale tra:

- a) Il coefficiente utilizzato per ponderare il patrimonio netto nel modello di Ohlson e quello utilizzato per pesare il reddito nel modello di Easton/Harris; e
- b) Il coefficiente del reddito del modello di Ohlson e quello della variazione del reddito nel modello di Easton/Harris.

È certamente possibile affermare che i coefficienti siano sostanzialmente coincidenti, con tale circostanza che permette di statuire che i fattori influenzanti i coefficienti di cui alle regressioni fatte secondo il modello di Ohlson siano esattamente gli stessi che vanno a impattare sui coefficienti delle regressioni sviluppate secondo il modello di Easton/Harris. In virtù di ciò, anche i coefficienti espressivi della relazione sussistente tra i rendimenti e il reddito, nonché la sua variazione, sono dipesi, nella loro entità, dal tasso di rendimento normale sul capitale investito, nonché la capacità dei sovra/sottoredditi di mantenersi tali nel tempo, espressa nel modello di Ohlson dal parametro  $\omega$ .



L'ultimo aspetto dell'operazione di riconciliazione condotta tra i due modelli attiene al termine  $\Delta v_{it}$ , che nel modello di Easton/Harris di cui al paragrafo precedente è stato definito con il simbolo  $f''$ . Quest'ultimo termine, nonostante gli Autori glissino rispetto al suo significato, risulta essere evidentemente una combinazione tra il termine di errore  $u''$  di cui al *book value valuation model* e il  $m''$ , che invece deriva dall'*earnings value valuation model*. Tale termine  $f''$  definisce una variazione delle c.d. "*other information*" di cui al modello di Ohlson, che, si ricordi, fa riferimento a tutti gli accadimenti che, pur essendo fonte di conseguenze sul corso azionario, sono riferibili ad eventi che non hanno ancora avuto riscontro nell'ambito del bilancio d'esercizio.

Interessante, tuttavia, è il fatto che il modello di Ohlson, da un lato, va a considerare l'intensità, il livello delle "*other information*", mentre il modello di Easton/Harris presenta una mera variazione delle c.d. "*other information*" da un esercizio al successivo. Risulta essere interessante indagare rispetto al motivo che va a giustificare tale differenza nei modelli: la spiegazione di questa discrepanza, secondo opinione autorevole<sup>139</sup>, in ragione del fatto che il modello di Ohlson assuma come variabile dipendente il prezzo, con la necessità, per coerenza, di considerare le "*other information*" nella loro totalità; per converso, nel modello di Easton/Harris vengono considerati i rendimenti a titolo di variabile dipendente. In conseguenza di ciò, è necessario definire come solo la variazione delle *other information* risulti essere rilevante, in quanto soltanto un loro mutare determina una variazione del prezzo, con una conseguente variazione del rendimento del titolo azionario, che della variazione del prezzo è funzione.

Altro punto d'interesse concerne l'eventuale omissione di tali variabili, fermo restando che le variabili concernenti le *other information* risultano essere molto spesso ignorate da parte dei ricercatori nell'ambito della conduzione delle ricerche empiriche aventi ad oggetto il tema *value relevance*. Da questo punto di vista, è opportuno indagare relativamente ad eventuali discrepanze concernenti l'omissione della variabile espressiva del livello delle *other information*, piuttosto che la variabile che va a definire la loro semplice variazione. Nel momento in cui si faccia riferimento ad uno scenario fittizio in cui sussista un numero considerevole di informazioni rilevanti passibili di influenzare il prezzo delle azioni, nonostante

---

<sup>139</sup> Mechelli, A. (2013), *op. cit.*, p. 74

le stesse informazioni non siano state riprodotte nel bilancio d'esercizio, potrebbe verificarsi un problema di variabile omessa nel momento in cui si escluda la variabile *other information* nell'ambito delle summenzionate regressioni basate sul modello di Ohlson, utilizzate nella verifica della *value relevance* di una qualsiasi posta di bilancio. Nel momento in cui si faccia invece riferimento al modello di Easton/Harris, il problema di cui alla mancata inclusione di una variabile concernente le *other information* si configura come molto più ridimensionato, in virtù del fatto che tale variabile risulterebbe essere veramente rilevante soltanto nel caso in cui sussistesse una variazione significativa delle c.d. *other information*. In sumto, l'omissione della variabile menzionata di cui sopra va, tendenzialmente, a sortire un effetto più rilevante nel momento in cui si faccia riferimento al modello di Ohlson (che sfrutta il livello delle *other information*) rispetto al caso in cui si usufruisca del modello di Easton/Harris (che tiene conto della loro semplice variazione).

## 2.7. Il balance sheet model

Nei paragrafi precedenti è emersa la possibilità di esaminare in maniera quanto più approfondita possibile le due famiglie di modelli cardine, i *price models* (derivanti dal modello di Ohlson) e i *return models* (che discendono dal modello di Easton/Harris), utilizzati da parte dei ricercatori ai fini dell'esame della *value relevance dei valori di bilancio*. A queste due famiglie si affianca un terzo insieme di modelli, utilizzato da parte di alcuni autori sin dalla seconda metà degli anni Ottanta, conosciuto come quello dei "*balance sheet model*"<sup>140</sup>. Il *balance sheet model* potrebbe essere in realtà considerato come una particolare variante di cui al *price model*, rispetto al quale, tuttavia, emerge una diversità sostanziale, discendente dal fatto che, al contrario del *price model* nella sua concezione classica, il *balance sheet model* non annovera il reddito tra le variabili indipendenti.

---

<sup>140</sup> Barth, M. (1991). Relative measurement errors among alternative pension asset and liability measures. *The Accounting Review*, Vol. 66, No. 3, 433-463

Il modello oggetto d'analisi nel presente paragrafo risulta essere impostato secondo un determinato fondamento teorico: il valore dell'impresa può essere rappresentato come somma del valore delle attività e valore delle passività, come indicato di cui sotto:

*Equazione 50*

$$MKT = MVA + MVL$$

In cui,

MKT rappresenta il valore di mercato di cui all'impresa;

MVA rappresenta il valore di mercato delle attività;

MVL rappresenta il valore di mercato delle passività.

Da tale equazione è possibile ricavare un modello di regressione, la cui forma più comune risulta essere la seguente:

*Equazione 51*

$$MKT_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 A_{it} + \alpha_2 L_{it} + \alpha_3 I_{it} + \varepsilon_{it}$$

Nell'ambito della quale,

$MKT_{it}$  rappresenta il *market value* dell'impresa  $i$  al tempo  $t$ ;

$A_{it}$  è il valore contabile delle attività dell'impresa  $i$  al tempo  $t$ , nettato dell'entità della variabile oggetto d'indagine, nel momento in cui essa sia un elemento dell'attivo patrimoniale;

$L_{it}$  è il valore contabile delle passività dell'impresa  $i$  al tempo  $t$ , nettata dell'entità della variabile oggetto d'indagine, nel momento in cui essa sia una componente del passivo patrimoniale.

$I_{it}$  è il valore contabile della variabile oggetto di studio, rispetto alla quale si ambisce alla verifica della *value relevance*.

Solitamente le verifiche condotte attraverso tale modello vengono definite attraverso l'analisi se il coefficiente di cui alla variabile d'interesse  $I_{it}$ ,  $\alpha_3$ , sia diverso da 0 in maniera rilevante. Nel momento in cui la ricerca venga condotta in conformità ai canoni dei cosiddetti *measurement studies*, descritti nell'ambito del capitolo 1, allora l'analisi verrà condotta

analizzando se, e in quale entità, il coefficiente di cui alla variabile oggetto d'analisi si scosti in maniera significativa da 1 (nel momento in cui si faccia riferimento a un componente attivo) o da -1 (se il componente è, invece, passivo).

Nonostante il *balance sheet model* sia indubbiamente un'alternativa semplice rispetto ai *price model* e ai *return model*, si può senza esitazioni affermare come lo stesso sia di rado utilizzato da parte degli studiosi, in virtù della necessità di riconoscere a tale modello diversi limiti, successivamente illustrati.

In primis, la letteratura evidenzia come il *balance sheet model* risulti essere fallace in primis per il fatto che le attività e passività presenti nello stato patrimoniale non siano comprensive di tutti gli elementi che vanno a contribuire alla determinazione del valore dell'azienda; si pensi a tutti gli *intangibles* che, pur non essendo iscrivibili in bilancio, si presentano come elementi oltremodo significativi ai fini della valorizzazione di un complesso aziendale<sup>141</sup>. Una seconda problematica caratterizzante i *balance sheet models* è stata evidenziata con riferimento all'ipotesi, avanzata da Holthausen e Watts, per cui il modello risulti essere funzionante in maniera corretta soltanto nel momento in cui l'impresa ottenga dei rendimenti sull'investimento effettuato in linea con quello del mercato<sup>142</sup>. Nel momento in cui si realizzi la suddetta ipotesi, il valore dell'impresa, il quale risulta essere pari al valore attuale dei flussi attesi, potrà essere espresso semplicemente come la somma algebrica di attività e passività. Nel momento in cui l'impresa ritragga rendimenti superiori/inferiori sul capitale investito rispetto a quelli di mercato, il valore attuale dei flussi di cassa attesi risulta essere superiore/inferiore rispetto al valore netto dei cespiti aziendali. In tale situazione di presenza di redditi anomali è necessario analizzare la possibilità che l'azienda venga in futuro posta in liquidazione.

---

<sup>141</sup> <<...undoubtedly accounting assets and liabilities do not reflect values of all assets and liabilities, which include potential synergies and other intangibles that are not reflected in firm value>> Barth, M.E. (2000), *op.cit.*, p. 12.

<sup>142</sup> <<...this model holds if the firm is earning a competitive rate of return on its net assets>> Holthausen, R.W.; Watts, R.L. (2000); *op. cit.*, p.54

Nel momento in cui l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi risulta in un livello del capitale economico superiore rispetto al capitale di liquidazione, il capitale economico aziendale non potrà essere certamente approssimato alla somma algebrica del valore di mercato delle attività e quello delle passività, in quanto tale valore, nel momento in cui siano presenti sovraredditi, risulta essere prossimo a quello dell'impresa complessivamente considerata solamente nel caso in cui la stessa venga posta in liquidazione. Nella casistica diametralmente inversa, invece, il valore attuale dei flussi di cassa futuri risulta essere così basso da far definire conveniente la chiusura immediata dell'impresa, con il capitale economico che sarà inevitabilmente coincidente con il valore netto di mercato delle attività e passività. In sostanza, in base a quanto appena affermato il valore dell'impresa non potrà essere correttamente definito come somma del valore delle relative attività e passività, con la conseguenza che il modello non può essere reputato corretto ai fini della stima del valore del capitale economico aziendale.

Ai fini di ovviare a questa problematica alcuni Autori hanno proposto l'inserimento nel modello della variabile avviamento, così da poter riassumere, tramite essa, tutte le sinergie e tutti i beni immateriali non figuranti nel bilancio d'esercizio. Ciò, però, non va a risolvere i problemi di cui il modello è viziato, perché la variabile avviamento, concepibile come la differenza tra il *market value* dell'impresa e il valore netto delle attività diverse dall'avviamento stesso e le passività, porterebbe la conseguenza che l'equazione risulterebbe essere sempre vera; questo perché l'avviamento non può essere concepito come uno specifico *asset*, piuttosto una parte ideale del capitale economico non univocamente attribuibile agli elementi dell'attivo e del passivo, ma che può essere invece indirettamente definita come il valore dell'azienda e il valore dei singoli elementi del patrimonio<sup>143</sup>.

Per concludere, il *balance sheet model* risulta essere caratterizzato da evidenti limiti, emersi attraverso l'esame delle considerazioni di cui sopra, che evidenziano anche le conseguenti distorsioni connaturate all'utilizzo del modello stesso; l'utilizzo del *balance sheet model* in un

---

<sup>143</sup> <<The introduction of goodwill makes Eq. (2) holds tautologically ... In these cases, independent variables are often included in the regression to proxy for goodwill, but goodwill is not a separate economic asset, being merely the difference between MVE and the value of net assets>> Holthausen, R.W.; Watts, R.L. (2000); *op. cit.*, p.54.

contesto in cui non è possibile assumere che le imprese campionate siano provviste di un rendimento sul capitale investito pari a quello ritraibile dal mercato è a dir poco discutibile dal punto di vista concettuale. Per le ragioni sinora esposte, gli Autori riservano ben poca attenzione a questo modello, a cui vengono sistematicamente preferiti i modelli di cui sopra.

## CAPITOLO 3. IL BILANCIO DEGLI ISTITUTI BANCARI E GLI STRUMENTI FINANZIARI: LA CONTABILIZZAZIONE SECONDO LO IAS 39.

### 3.1. Introduzione

Il principio contabile internazionale IAS 39 (la cui denominazione nella sua interezza è *Financial instruments: recognition and measurement*), introdotto in Europa dal Regolamento CE 2086/04, si proponeva di statuire i precetti utili alla rilevazione e valutazione di attività e passività finanziarie<sup>144</sup>, nonché alcune particolari tipologie di contratti per l'acquisto o la vendita di elementi non finanziari. Tale principio, come già ricordato, è stato sostituito dall'IFRS 9 dal 1° gennaio 2018, in virtù del recepimento dello stesso, almeno a livello italiano e con specifico riferimento al settore bancario, attraverso il quinto aggiornamento del 22 dicembre 2017 alla circolare 262/05 della Banca D'Italia "Il bilancio bancario: schemi e regole di compilazione", emanata in virtù dei poteri previsti di cui all'art. 43 del D.Lgs n. 136/2015<sup>145</sup>. In seguito, si proporrà una dissertazione del principio contabile internazionale IAS 39, adottato per la redazione dei bilanci bancari relativi agli esercizi chiusi fino al 31 dicembre 2017, in

---

<sup>144</sup> Più precisamente, il Regolamento summenzionato menziona testualmente la finalità di *"stabilire i principi per rilevare e valutare le attività e le passività finanziarie, ed alcuni contratti per l'acquisto o la vendita di elementi non finanziari"*. IASB. IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione. <https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid834811.pdf>. Armiento, L. (2018). *Gli strumenti finanziari negli istituti bancari italiani ed europei: dallo IAS 39 all'IFRS 9*. LUISS Guido Carli.

<sup>145</sup> L'articolo menzionato del Decreto Legislativo 136/2015 statuisce come *"Gli intermediari si attengono alle disposizioni che la Banca d'Italia adotta relativamente alle forme tecniche, su base individuale e su base consolidata, dei bilanci e delle situazioni dei conti destinate al pubblico, nonché alle modalità e ai termini della pubblicazione delle situazioni dei conti"*. Armiento, L. (2018). *Gli strumenti finanziari negli istituti bancari italiani ed europei: dallo IAS 39 all'IFRS 9*. LUISS Guido Carli.

ottemperanza a quanto disposto dalla sopracitata Circolare, fino al suo quarto aggiornamento, risalente al 15 dicembre 2015.

Si ritiene infatti, dato che la presente opera mira a verificare la *value relevance* del principio contabile IFRS 9 rispetto a quella “vantata” dal suo antesignano, che sia importante definire un’illustrazione completa delle due discipline, in modo da meglio cogliere le relative criticità insite nell’ambito dell’operazione di sostituzione.

## 3.2. Ambito di applicazione

Come per gli altri IAS/IFRS, l’ambito di applicazione del principio contabile internazionale IAS 39 è definito con un procedimento di esclusione, con il principio che doveva essere applicato da tutte le entità a tutti i tipi di strumenti finanziari<sup>146</sup>, fatta eccezione per:

- a) *“Le partecipazioni in società controllate, collegate e joint venture, contabilizzate in conformità ai dettami dello IAS 27 “Bilancio consolidato e separato”, IAS 28 “Partecipazioni in società collegate” o IAS 31 “Partecipazioni in joint venture”. Tuttavia, le entità dovevano applicare il presente Principio a una partecipazione in una controllata, collegata o joint venture che, in conformità a quanto previsto da IAS 27, IAS 28 e IAS 31, fosse contabilizzata secondo presente Principio. Inoltre, le entità dovevano applicare il Principio ai derivati su un’interessenza in una controllata, controllata o joint venture, a meno che lo strumento finanziario derivato andasse a soddisfare la nozione di strumento rappresentativo di capitale secondo lo IAS 32;*
- b) *I diritti e le obbligazioni derivanti dalle operazioni di leasing, per cui lo IAS 39 citava lo IAS 17 “Leasing”, sostituito dal 1° gennaio 2019 dal nuovo principio contabile IFRS 16;*
- c) *I diritti e le obbligazioni di cui ai piani di benefici per i dipendenti, assoggettati alla disciplina di cui allo IAS 19 “Benefici per i dipendenti”;*

---

<sup>146</sup> IASB. IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione. (Paragrafo 1). <https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid834811.pdf>.



- d) *Gli strumenti finanziari che, secondo il sopracitato IAS 32, si qualificano quali strumenti rappresentativi di capitale;*
- e) *Diritti e obbligazioni connaturati alla stipula di un contratto assicurativo, per cui emerge l'applicazione dello IFRS 4 "Contratti assicurativi". Tuttavia, l'IAS 39 risulta essere oggetto d'applicazione nel momento in cui si facesse riferimento alla valutazione di un derivato incorporato in un contratto assicurativo, nella casistica in cui il derivato stesso non rientri nell'ambito di applicazione dell'IFRS 4;*
- f) *I contratti che un acquirente ed un venditore vanno a definire nell'ambito di un'aggregazione aziendale ai fini di acquisto o vendita di un acquisito in data futura;*
- g) *Impegni concernenti l'erogazione futura di finanziamenti<sup>147</sup>, con l'eccezione di:*
- a. *Impegni all'erogazione di finanziamenti che l'impresa classifica come passività finanziarie al fair value rilevato a conto economico.*
  - b. *Impegni all'erogazione di finanziamenti che possono essere regolati mediante l'erogazione di disponibilità liquide o tramite l'emissione di un ulteriore strumento finanziario, poiché tali tipologie di finanziamenti possono essere qualificati come strumenti derivati;*
  - c. *Gli impegni concernenti la concessione di un finanziamento ad un tasso d'interesse più favorevole rispetto a quello di mercato.*
- h) *Gli strumenti finanziari, contratti e obbligazioni connaturate ad operazioni il cui pagamento è basato su azioni, ai quali si applica la disciplina di cui all'IFRS 2 "Pagamenti basati su azioni";*
- i) *I diritti di rimborso di cui all'impresa per spese che deve sostenere in ottemperanza ad una passività considerabile come accantonamento o, in alternativa, per cui è già stato rilevato un accantonamento<sup>148</sup>.*

---

<sup>147</sup> A cui si applica la disciplina del documento IASB, IAS 37 "Accantonamenti".

IASB. IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione. <https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaInS/matdid/matdid834811.pdf> ). Armiento, L. (2018). *Gli strumenti finanziari negli istituti bancari italiani ed europei: dallo IAS 39 all'IFRS 9*. LUISS Guido Carli.

<sup>148</sup> Per cui trova applicazione la disciplina di cui allo IAS 37 "Accantonamenti".

Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

### 3.3. Classificazione di attività e passività finanziarie

Nel nono paragrafo del principio oggetto di dissertazione viene esposta una classificazione degli strumenti finanziari di cui il medesimo principio contabile tratta, con una distinzione profondamente diversa da quella proposta a livello civilistico, la quale si limita a far confluire gli strumenti finanziari all'attivo immobilizzato, piuttosto che all'attivo circolante a seconda della loro suscettibilità di permanere durevolmente nell'ambito del patrimonio aziendale. Lo IAS 39, d'altro canto, propone una collocazione funzionale degli strumenti finanziari, con la valorizzazione del differente impatto delle diverse categorie sulle dinamiche gestionali dell'organizzazione di riferimento. A ciò si accompagnano profonde differenze concernenti le modalità di valutazione proposte dallo standard contabile oggetto d'analisi.

Andando maggiormente nello specifico, lo IAS 39 propone quattro categorie di attività finanziarie:

1. Attività finanziarie valutate al *fair value* (valore equo) con imputazione al conto economico (*Fair Value Through Profit or Loss, FVTPL*), le quali, a loro volta, possono essere suddivise in:
  - a. Strumenti finanziari detenuti ai fini della negoziazione (*Held For Trading, HFT*), concepiti come qualsiasi attività o passività finanziaria che risulti essere *“acquisita o sostenuta principalmente al fine di venderla o riacquistarla a breve; parte di un portafoglio di identificati strumenti finanziari che sono gestiti insieme per i quali esiste evidenza di una recente ed effettiva strategia rivolta all'ottenimento di un profitto nel breve period; o un derivato, fatta eccezione per un derivato che sia un contratto di garanzia finanziaria o un designato ed efficace strumento di copertura”*<sup>149</sup>.

---

IASB. IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione.  
<https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid834811.pdf>

<sup>149</sup> IASB. (s.d.). IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione., (p. Paragrafo 9).  
<https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid834811.pdf> Armiento, L. (2018).  
*Gli strumenti finanziari negli istituti bancari italiani ed europei: dallo IAS 39 all'IFRS 9. LUISS Guido Carli.*

- b. Strumenti finanziari designati al *fair value* (*Designated As At Fair Value, DAAFV*), dato che si assume che, nonostante non vi sia una vocazione allo scambio esplicita, i redattori del bilancio possano deliberatamente optare per una valutazione al *fair value* dei suddetti strumenti finanziari, attraverso l'esercizio della c.d. *Fair Value Option*<sup>150</sup>.
2. Investimenti posseduti fino a scadenza (*Held to Maturity, HTM*), che si rivelano essere "attività finanziarie non derivate con pagamenti fissi o determinabili e scadenza fissa

---

<sup>150</sup> La *Fair Value Option*, secondo il dettato del paragrafo 9 dello IAS 39, può essere utilizzata soltanto nel momento in cui il suo ricorso porti all'emergere di informazioni più rilevanti, in quanto: "elimina o riduce significativamente una mancanza di uniformità nella valutazione o nella rilevazione (talvolta definita come "asimmetria contabile") che altrimenti risulterebbe dalla valutazione di attività o passività o dalla rilevazione dei relativi utili e perdite su basi diverse; o (ii) un gruppo di attività finanziarie, passività finanziarie o di entrambe è gestito e il suo rendimento è valutato in base al *fair value* (valore equo), secondo una strategia di gestione del rischio o d'investimento documentata, e le informazioni relative al gruppo siano fornite internamente su tali basi ai dirigenti con responsabilità strategiche, ad esempio il consiglio di amministrazione o l'amministratore delegato di tale entità".  
Armiento, L. (2018). *Gli strumenti finanziari negli istituti bancari italiani ed europei: dallo IAS 39 all'IFRS 9*. LUISS Guido Carli.

*che un'entità ha oggettiva intenzione<sup>151</sup> e capacità<sup>152</sup> di possedere sino a scadenza<sup>153</sup>”, con eccezione delle attività finanziarie che siano designate al *fair value* con rilevazione a conto economico (DAAFV), per quelle definite come disponibili per la vendita (AFS) e quelle rientranti nella categoria dei finanziamenti e crediti (L&R). Inoltre, nel paragrafo risulta statuito che “un'entità non deve classificare alcuna attività finanziaria come posseduta sino alla scadenza se ha, nel corso dell'esercizio corrente o dei due*

---

<sup>151</sup> All'appendice AG16 il principio statuisce che “un'entità non ha un manifesto interesse a possedere sino alla scadenza un investimento in un'attività finanziaria con una scadenza fissa se:

- a) *L'entità intende possedere l'attività finanziaria per un periodo indefinito;*
- b) *L'entità è pronta a vendere l'attività finanziaria (ad eccezione nel caso in cui si verifichi una situazione non ricorrente e che non poteva essere ragionevolmente prevista dall'entità) a seguito di variazioni dei tassi di interesse o rischi di mercato, necessità di liquidità, variazioni nella disponibilità e nel rendimento di investimenti alternativi, variazioni nelle fonti e nei termini di finanziamento o variazioni nel rischio di cambio;*
- c) *L'emittente ha il diritto di regolare l'attività finanziaria per un importo significativamente inferiore al suo costo ammortizzato”.*

*Armiento, L. (2018). Op. Cit.*

<sup>152</sup> All'appendice AG23 il principio contabile IAS 39 chiarisce che “un'entità non ha una dimostrata capacità di possedere sino alla scadenza un investimento in un'attività finanziaria con una scadenza fissa se:

- a) *Non ha risorse finanziarie disponibili per continuare a sostenere l'investimento sino alla scadenza;*
- b) *È soggetta ad una esistente restrizione legale o di altro tipo che potrebbe vanificare l'intenzione di possedere l'attività finanziaria sino alla scadenza”.*

*Armiento, L. (2018). Op. Cit.*

<sup>153</sup> IASB, IAS 39 “Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione”, par. 9.  
<https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaInS/matdid/matdid834811.pdf>.

*Armiento, L. (2018). Op. Cit.*

*precedenti, venduto o riclassificato un importo non irrilevante di investimenti posseduti sino a scadenza prima della loro scadenza, salvo le vendite o riclassificazioni che:*

- a. *“Siano così prossime alla scadenza o alla data dell’opzione dell’attività finanziaria che le oscillazioni del tasso d’interesse del mercato non avrebbero un effetto significativo sul fair value dell’attività finanziaria;*
  - b. *Si verificano dopo che l’entità ha incassato sostanzialmente tutto il capitale originario dell’attività finanziaria attraverso pagamenti ordinari programmabili o anticipati;*
  - c. *Sono riconducibili ad un evento isolato non sotto il controllo dell’entità, che non sia ricorrente e non potrebbe essere ragionevolmente prevista dall’entità”<sup>154</sup>.*
3. Finanziamenti e crediti (*Loans and Receivables, L&R*), che comprendono attività finanziarie non derivate, caratterizzate da pagamenti fissi o comunque determinabili, nonché non quotate nell’ambito di un mercato attivo, ad eccezione di:
- a. Gli strumenti finanziari classificati dall’entità come mantenuti ai fini della negoziazione (*HFT*), designati al *fair value* rilevato a conto economico (*DAAFV*) o classificati come disponibili per la vendita (*AFS*);
  - b. Quelli per i quali il possessore non è in grado di recuperare l’investimento iniziale, a causa di fattori estranei a quelli concernenti il deterioramento del credito, che devono essere qualificati come disponibili per la vendita.
4. Attività finanziarie disponibili per la vendita (*Available For Sale, AFS*), che vanno a costituire una categoria residuale, a cui sono annoverate tutte le attività finanziarie non soddisfacenti alcuna delle precedenti qualificazioni<sup>155</sup>.

---

<sup>154</sup> Come la nota precedente. IASB. IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione. <https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid834811.pdf>

Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

<sup>155</sup> AA.VV. (2013). Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Regole e applicazioni. Torino: Giappichelli. Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

Armiento, L. (2018). *Gli strumenti finanziari negli istituti bancari italiani ed europei: dallo IAS 39 all’IFRS 9*. LUISS Guido Carli.

D'altra parte, per completezza e ai fini di disporre un quadro completo rispetto alla dissertazione concernente il principio oggetto d'esame, si propone una breve classificazione delle *passività finanziarie* (nonostante le stesse non risulteranno essere direttamente oggetto d'indagine nella ricerca di cui ai capitoli successivi). Per quanto riguarda le *passività finanziarie*, è necessario segnalare come il nono paragrafo dello IAS 39 non introduca alcuna specifica indicazione o definizione, con la sola eccezione delle passività finanziarie valutate al *fair value* rilevato a contro economico (FVTPL). Da ciò discende l'opportunità di suddividere l'insieme delle passività finanziarie in sole due categorie secondo i dettami del principio oggetto d'esame:

1. Passività finanziarie al *fair value* contabilizzato a conto economico (*Fair Value Through Profit or Loss, FVTPL*), esattamente corrispondenti all'omonima categoria di attività e passività finanziarie, con le medesime ulteriori categorizzazioni disponibili: *held for trading (HFT)* e *designated as at fair value (DAAFV)*. Ulteriormente secondo lo IAS 39 risultano essere annoverati a codesta categoria gli strumenti finanziari derivati provvisti di un valore negativo<sup>156</sup>;
2. Le altre passività, valutate al costo ammortizzato (*Financial Liabilities measured at Amortised Cost, FLAC*), categoria che va a rivestire un ruolo di carattere residuale, essendo un raggruppamento a cui confluiscono tutte le obbligazioni finanziarie non rientranti nella prima categoria, fatta eventuale eccezione per le passività finanziarie detenute ai fini della negoziazione<sup>157</sup>.

---

<sup>156</sup> Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

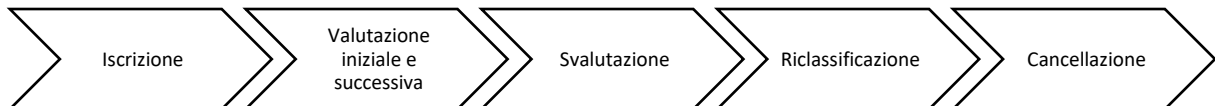
<sup>157</sup> IASB. IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione.

<https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid834811.pdf>

Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

Per agevolmente esaminare la disciplina di cui alla misurazione degli strumenti finanziari è necessario riconoscere la presenza di un “ciclo di vita” caratterizzante lo strumento stesso, esposto, nelle sue diverse fasi dalla figura 1 di cui sotto. Tali fasi portano alla distinzione di cinque *step* di misurazione a cui sono assoggettati gli strumenti finanziari secondo le prescrizioni di cui allo IAS 39<sup>158</sup>.

Figura 1



È possibile osservare come i momenti valutativi degli strumenti finanziari per cui viene applicato lo IAS 39 siano in totale cinque, in quanto si frappongono tra il momento iniziale di iscrizione nel bilancio d’esercizio (la c.d. *recognition*) e quello finale di cancellazione dalle scritture contabili dello strumento finanziario medesimo (la c.d. *derecognition*) ben altri tre momenti distinti<sup>159</sup>.

Più nello specifico, la seconda fase, denominata nella figura soprastante come “valutazione iniziale e successiva” (o anche conosciuta come fase di *measurement*), si dispiega attraverso la valutazione periodica, il cui scopo consiste nell’adeguamento e aggiornamento dei valori delle passività e attività precedentemente iscritte. La terza fase, invece, risulta essere quella di svalutazione, che ha luogo attraverso la conduzione della procedura di *impairment*, volta all’identificazione e valorizzazione delle eventuali perdite di valore discendenti da circostanze quali l’incremento del rischio di credito, nonché un eventuale inadempimento da parte del debitore.

<sup>158</sup> Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

<sup>159</sup> AA.VV. (2013), *op. cit.*, p. 279.

Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

Con riferimento alla quarta fase delle cinque esposte nell'ambito della figura 1, quella di riclassificazione, si presenta opportuno riprendere il paragrafo 50 dello IAS 39, che statuisce il fatto che "un'entità:

- a) *Non deve riclassificare un derivato fuori dalla categoria del fair value rilevato a conto economico mentre è posseduto o emesso;*
- b) *Non deve riclassificare alcuno strumento finanziario fuori della categoria del fair value rilevato a conto economico se al momento della rilevazione iniziale è stato designato dall'entità al fair value rilevato a conto economico;*
- c) *Se un'attività finanziaria non è più posseduta al fine di venderla o riacquistarla a breve (sebbene l'attività finanziaria possa essere stata acquisita o sostenuta principalmente al fine di venderla o riacquistarla a breve), può riclassificare tale attività finanziaria fuori dalla categoria del fair value rilevato a conto economico se sono soddisfatti i requisiti di cui al paragrafo 50B o 50D<sup>160</sup>.*
- d) *Un'entità non deve riclassificare alcuno strumento nella categoria del fair value rilevato a conto economico dopo la rilevazione iniziale<sup>161</sup>.*

---

<sup>160</sup> Il paragrafo 50B dello IAS 39 statuisce che "a financial asset to which paragraph 50(c) applies (except a financial asset of the type described in paragraph 50D) may be reclassified out of the fair value through profit or loss category only in rare circumstances". Il paragrafo 50D, dall'altro canto, afferma che "a financial asset to which paragraph 50(c) applies that would have met the definition of loans and receivables (if the financial asset had not been required to be classified as held for trading at initial recognition) may be reclassified out of the fair value through profit or loss category if the entity has the intention and ability to hold the financial asset for the foreseeable future or until maturity".

Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

<sup>161</sup> IASB. IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione.

<https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid834811.pdf>

Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*



### 3.4. Rilevazione e valutazione iniziale degli strumenti finanziari

La rilevazione iniziale di un'attività o passività finanziaria risulta essere la circostanza nell'ambito della quale l'impresa iscrive nello stato patrimoniale l'emersione di uno strumento finanziario, con, in particolare, la necessità da parte dell'entità redattrice del bilancio d'esercizio di *“rilevare nel proprio prospetto della situazione patrimoniale-finanziaria un'attività o una passività finanziaria quando, e solo quando, l'entità diviene parte nelle clausole contrattuali dello strumento”*<sup>162</sup>. Tale prescrizione di ordine generale trova un'esemplificazione al paragrafo 35 dell'appendice A allo standard contabile internazionale IAS. Tali esempi sono:

- a) *“I crediti ed i debiti incondizionati sono rilevati come attività o passività quando l'entità diviene parte del contratto e, come conseguenza, ha un diritto legale a ricevere o un'obbligazione legale a pagare in contanti;*
- b) *Le attività da acquistare e le passività da sostenere come risultato di un impegno irrevocabile ad acquistare o vendere beni o servizi generalmente non sono rilevate fino a quando almeno una delle parti ha fornito la propria prestazione secondo quanto previsto dal contratto. Per esempio, un'entità che riceve un ordine irrevocabile generalmente non rileva un'attività (e l'entità che trasmette l'ordine non rileva una*

---

<sup>162</sup> IASB, IAS 39 “Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione”, par. 14.

Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

MisterFisco. (2016). IAS 39 Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione – Definizioni. Tratto da MisterFISCO: [https://www.misterfisco.it/principi/ias-39-strumenti-finanziari-rilevazione-valutazione-definizioni/#:~:text=L%E2%80%99%20efficacia%20della%20copertura%20C3%A8%20il%20livello%20a,\(cfr.%20appendice%20A%20paragrafi%20da%20AG105%20a%20AG113\).](https://www.misterfisco.it/principi/ias-39-strumenti-finanziari-rilevazione-valutazione-definizioni/#:~:text=L%E2%80%99%20efficacia%20della%20copertura%20C3%A8%20il%20livello%20a,(cfr.%20appendice%20A%20paragrafi%20da%20AG105%20a%20AG113).)

Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

*passività) al momento dell'ordine ma, piuttosto, rinvia la rilevazione sino a che i beni o servizi ordinati sono stati spediti, consegnati o resi;*

*c) I contratti derivati, quali forward o options, che si registrano alla stipula del contratto piuttosto che alla data in cui avviene il regolamento;*

*d) Le operazioni future programmate, le quali, senza rilevanza di quanto siano probabili nel loro verificarsi, non potranno mai essere qualificate come attività o passività, in virtù del fatto che l'entità non vada ancora a qualificarsi come una parte contraente<sup>163</sup>”.*

Il paragrafo 38 del principio contabile oggetto di dissertazione, in deroga rispetto alle prescrizioni di carattere generale, tuttavia specifica che *“un acquisto o una vendita standardizzato di attività finanziarie deve essere rilevato ed eliminato alla data di negoziazione o data di regolamento”<sup>164</sup>.*

Dopo aver compreso quando risulta necessaria la rilevazione dell'attività e passività finanziarie secondo lo IAS 39, è finalmente possibile passare all'esame delle modalità di cui alla prima rilevazione in bilancio, con, a tal proposito, il paragrafo 43 che statuisce il fatto che, al momento di iscrizione, l'attività o passività finanziaria stessa dovrà essere misurata al suo *fair value* (valore equo) più i costi di transazione direttamente riconducibili all'acquisizione o all'emissione dello strumento finanziario, tranne che per attività o passività finanziaria valutate al *fair value* rilevato a conto economico, per le quali i costi di transazione sono oggetto di rilevazione nell'ambito del conto economico nel medesimo esercizio in cui essi sono

---

<sup>163</sup> IASB. IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione.  
<https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid834811.pdf>

Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

<sup>164</sup> IASB. IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione.  
<https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid834811.pdf>

Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

oggetto di sostenimento, che altro non è che l'esercizio in cui sopraggiunge l'iscrizione dell'attività o della passività.

Più nello specifico, i costi di transazione possono essere qualificati, riprendendo quanto asserito dal paragrafo 9, come *“costi marginali<sup>165</sup> direttamente attribuibili all'acquisizione, emissione o dismissione di un'attività o di una passività finanziaria”* che includono, secondo il paragrafo AG13 *“gli onorari e le commissioni pagati ad agenti (inclusi i dipendenti svolgenti la funzione di agenti di commercio), consulenti, mediatori e operatori, i contributi prelevati da organismi di regolamentazione e dalle Borse valori, le tasse e oneri di trasferimento, ma non includono premi o sconti, costi di finanziamento, o costi interni amministrativi o di gestione”<sup>166</sup>.*

### 3.5. Le valutazioni successive (*subsequent measurement*)

Per quanto riguarda le valutazioni successive a quella di cui alla prima iscrizione dello strumento finanziario oggetto d'esame assume rilevanza il criterio di contabilizzazione oggetto di ricorso nell'ambito della fase di rilevazione iniziale, con la necessità, in primis, di esaminare la casistica in cui i costi siano stati oggetto di capitalizzazione nel prospetto della situazione patrimoniale e finanziaria come incrementativi del *fair value* dello strumento finanziario stesso; in tal caso, sarà necessario, in determinate circostanze, procedere

---

<sup>165</sup> Il quale è definibile, nell'ambito del paragrafo AG13, come *“un costo che non sarebbe stato sostenuto se l'entità non avesse acquisito, emesso o dismesso lo strumento finanziario”*. IASB. IAS 39:

Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione.

<https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid834811.pdf>

Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

<sup>166</sup> IASB. IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione.

<https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid834811.pdf>

all'ammortamento di tali oneri di transazione lungo l'interezza della vita utile dello strumento finanziario<sup>167</sup>.

In particolare, relativamente all'argomento oggetto d'esame, lo IAS 39 specifica che dopo la rilevazione iniziale *“l'entità deve valutare le attività finanziarie, inclusi i derivati costituenti attività al loro fair value, senza alcuna deduzione per i costi di transazione che possono essere sostenuti nella vendita o altra dismissione, eccezion fatta per le seguenti attività finanziarie:*

- a) Finanziamenti e crediti (L&R), che devono essere valutati al costo ammortizzato utilizzando il criterio dell'interesse effettivo;*
- b) Investimenti posseduti fino alla scadenza (HTM), che devono essere valutati al costo ammortizzato utilizzando il criterio dell'interesse effettivo;*
- c) Investimenti in strumenti rappresentativi di capitale che non hanno un prezzo di mercato quotato in un mercato attivo e il cui fair value non può essere misurato attendibilmente, che devono essere valutati al costo”<sup>168</sup>.*

Nel paragrafo successivo, ciononostante, è definito che, successivamente alla fase di rilevazione iniziale, l'entità redattrice del bilancio debba valutare le passività finanziarie al costo ammortizzato tramite l'utilizzo del criterio del tasso d'interesse effettivo, con le eccezioni delle passività finanziarie al *fair value* con rilevazione al conto economico, che dovranno continuare ad essere valutate al *fair value*, nonché i contratti di garanzia finanziaria e gli impegni alla concessione di un finanziamento ad un tasso di interesse più basso rispetto a quello di mercato, i quali dovranno essere valutati al maggiore tra l'importo definito in ottemperanza allo IAS 37 e l'importo rilevato inizialmente, meno l'eventuale ammortamento computato<sup>169</sup>.

---

<sup>167</sup> Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

<sup>168</sup> IASB, IAS 39 “Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione”, par. 46. IASB. IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione.  
<https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaInS/matdid/matdid834811.pdf>.

Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

<sup>169</sup> Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

In sostanza, è possibile statuire che, secondo lo IAS 39, nell'ambito della fase di misurazione successiva il *fair value* risulti essere un criterio applicabile agli strumenti finanziari classificate da parte dell'impresa in una delle due seguenti categorie:

- Attività e passività finanziarie iscritte al *fair value* rilevato a conto economico (*FVTPL*);
- Le attività finanziarie disponibili per la vendita (*AFS*).

Le eventuali differenze positive e negative del *fair value* emergenti dalla definizione di differenze tra il valore in bilancio di cui alla prima iscrizione e la rideterminazione del *fair value* potranno essere imputate secondo due modalità distinte, con le stesse potranno essere fatte confluire in conto economico, nel momento in cui si configurino come differenze di *fair value* riconducibili ad attività/passività *FVTPL*. In alternativa, i differenziali potranno essere attribuiti al patrimonio netto, nella circostanza in cui si faccia riferimento ad attività finanziarie disponibili per la vendita (*AFS*).<sup>170</sup>In questo caso non vi sarà la concorrenza alla formazione del reddito d'esercizio, bensì l'alimentazione di una riserva la quale, in caso di cancellazione dello strumento finanziario, va a concorrere alla formazione del reddito d'esercizio.

Altro metodo di valutazione per quanto riguarda gli strumenti finanziari è il c.d. costo ammortizzato, che lo IAS 39 riconosce come il valore *“a cui è stata misurata al momento della rilevazione l'attività o la passività finanziaria al netto dei rimborsi di capitale, aumentato o diminuito dall'ammortamento complessivo utilizzando il criterio dell'interesse effettivo su qualsiasi differenza tra il valore iniziale e quello a scadenza, e dedotta qualsiasi riduzione (operata direttamente o attraverso l'uso di un accantonamento) a seguito di una riduzione di valore o di irrecuperabilità”*<sup>171</sup>. Il tasso di interesse effettivo di cui a tale definizione risulta essere il tasso che va ad attualizzare la somma algebrica dei flussi di cassa futuri attesi e il

---

<sup>170</sup> Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

<sup>171</sup> IASB, IAS 39 “Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione”, par. 9. IASB. IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione.

<https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid834811.pdf>.

Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

valore di prima iscrizione dello strumento finanziario (che si è visto coincidere con il *fair value*, a cui vanno sommati i costi di transazione)<sup>172</sup>.

Come è possibile osservare nei paragrafi 46 e 47, il criterio del costo ammortizzato si configura, nell'ambito dello IAS 39, come un criterio di carattere residuale, utilizzato nelle categorie di strumenti finanziari non precedentemente menzionate:

- a) Investimenti posseduti fino a scadenza (HTM);
- b) I finanziamenti e i crediti (L&R);
- c) Le altre passività finanziarie.

Fanno eccezione i titoli di capitale per cui è impossibile la ricognizione del *fair value* in maniera attendibile, i quali, in ottemperanza delle previsioni di cui ai paragrafi AG80 e AG81, sono valutati secondo i canoni dello IAS 39 al costo, e non al *fair value*.

### 3.6. La cancellazione

La fase di cancellazione (o *derecognition*) di uno strumento finanziario potrà avvenire solamente in due distinte casistiche<sup>173</sup>:

- nel momento in cui si incorra nella scadenza o nel trasferimento dei diritti e obblighi contrattuali alla ricezione o al pagamento dei flussi finanziari concernenti lo strumento;
- nel momento in cui lo strumento stesso è oggetto di trasferimento.

È cruciale evidenziare il fatto che lo IAS 39, per quanto riguarda entrambe le fattispecie, non intenda un trasferimento definito quale mero atto di cessione, bensì come trasferimento di rischi e benefici concernenti lo strumento, con la necessità che l'entità valuti il trasferimento attraverso il confronto tra "*l'esposizione dell'entità, prima e dopo il trasferimento, con la*

---

<sup>172</sup> Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

<sup>173</sup> AA.VV. (2013); *op. cit.*, pag. 256.

*variabilità negli importi e nella tempistica dei flussi finanziari netti dell'attività trasferita*<sup>174</sup>. Nel medesimo paragrafo, inoltre, viene puntualizzato che *“un'entità ha mantenuto sostanzialmente tutti i rischi e i benefici della proprietà di un'attività finanziaria se la sua esposizione alla variabilità non cambia in modo significativo come risultato del trasferimento”*; d'altra parte, *“ha trasferito sostanzialmente tutti i rischi e i benefici della proprietà di un'attività finanziaria se la sua esposizione a tale variabilità non è più significativa in relazione alla variabilità totale nel valore attuale dei futuri flussi finanziari netti associati all'attività finanziaria”*<sup>175</sup>.

Nel momento in cui non si verifichi né il trasferimento, né il mantenimento dei rischi e benefici, è opportuno accertare che sia stato trasferito perlomeno il controllo dell'attività finanziaria, verificato nel momento in cui l'acquirente abbia la possibilità di trasferire la stessa in un mercato attivo.

Per riassumere quanto affermato in precedenza, la *derecognition* di un asset ceduto può avvenire nel momento in cui:

- Nel momento in cui si verifichi il cessare del diritto alla ricezione dei flussi di cassa riconducibili all'attività ceduta;
- Risulta realizzato il trasferimento dei rischi e benefici correlati all'attività in modo verificabile;
- Nel momento in cui vi sia la mancata integrazione del requisito del cosiddetto *continuing involvement*, presupponente il coinvolgimento continuato dell'impresa nelle dinamiche dell'attività.

Relativamente all'oggetto di dissertazione nel paragrafo rimane da precisare che, nel momento in cui l'eliminazione porti all'emersione di un differenziale, positivo o negativo, tra valore contabile e somma dei flussi ricevuti e di eventuali rettifiche precedentemente imputate a patrimonio netto, il differenziale stesso dovrà essere prontamente imputato a

---

<sup>174</sup> IASB, IAS 39 “Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione”, par. 21. <https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid834811.pdf>. Armiento, L. (2018).

Op. Cit.

<sup>175</sup> Armiento, L. (2018). Op. Cit.

conto economico, in modo tale che esso contribuisca alla determinazione del risultato economico d'esercizio nell'anno di cancellazione.

### 3.7. Il processo di *impairment* delle attività e passività finanziarie secondo lo IAS 39

La svalutazione è stata individuata, nell'ambito della figura 1, come una componente facente parte del ciclo di vita dello strumento finanziario. Tale fase di svalutazione emerge nel momento in cui l'impresa, a conclusione di ciascun esercizio, valuta l'emergenza di *“un'obiettiva evidenza che un'attività finanziaria o un gruppo di attività finanziarie abbiano subito una qualche riduzione di valore”*<sup>176</sup>.

Il paragrafo 59 dello IAS 39, a tal proposito, va a statuire che *“un'attività o un gruppo di attività finanziarie ha subito una riduzione di valore e le perdite per riduzione di valore sono sostenute se, e soltanto se, vi è l'obiettiva evidenza di una riduzione di valore in seguito a uno o più eventi che si sono verificati dopo la rilevazione iniziale dell'attività (i c.d. eventi di perdita) e tale evento di perdita ha un impatto sui futuri flussi finanziari stimati dell'attività finanziaria o gruppo di attività finanziarie che possono essere stimati attendibilmente. Può non essere possibile individuare un singolo evento separato che ha causato la riduzione di valore. Piuttosto, l'effetto combinato di diversi eventi può aver causato la riduzione di valore”*<sup>177</sup>.

Il principio contabile adotta poi il modello della c.d. *Incurring Loss*, con le perdite che dovranno essere rilevate soltanto al momento della loro maturazione, a prescindere dalla loro manifestazione finanziaria, definendo che *“le perdite attese come risultato di eventi futuri, indipendentemente dalla loro probabilità, non sono rilevate”*. Il paragrafo 59 del medesimo

---

<sup>176</sup> IASB, IAS 39 “Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione”, par. 58. IASB. <https://www.dsg.univr.it/documenti/Occorrenzains/matdid/matdid834811.pdf>.

Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

<sup>177</sup> Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*



standard contabile va a definire quali siano gli eventi potenzialmente generanti una perdita di valore, con *“l’obiettivo evidenza che un’attività finanziaria o un gruppo di attività ha subito una riduzione di valore include dati osservabili che giungono all’attenzione del possessore dell’attività in merito ai seguenti eventi di perdita<sup>178</sup>”*:

- a) *Significative difficoltà finanziarie di emittente o debitore;*
- b) *Una violazione del contratto, quale un inadempimento o un mancato pagamento di interessi o del capitale;*
- c) *Il finanziatore per ragioni economiche o legali relative alla difficoltà finanziaria del beneficiario estende al beneficiario una concessione che il finanziatore non avrebbe altrimenti preso in considerazione;*
- d) *Sussiste la possibilità che il beneficiario dichiari bancarotta o altre procedure di ristrutturazione finanziaria;*
- e) *La scomparsa di un mercato attivo di quell’attività finanziaria dovuta a difficoltà finanziarie<sup>179</sup>;*
- f) *Dati osservabili che indichino l’esistenza di una diminuzione sensibile nei flussi futuri finanziari stimati per un gruppo di attività finanziarie sin dal momento della rilevazione iniziale di quelle attività, sebbene la diminuzione non possa essere ancora identificata con le singole attività finanziarie del gruppo, ivi inclusi:*
  - a. *I cambiamenti favorevoli nello stato dei pagamenti dei beneficiari nel gruppo (per esempio un numero maggiore di pagamenti in ritardo o di beneficiari di*

---

<sup>178</sup> Armiento, L. (2018). Op. Cit.

<sup>179</sup> Il paragrafo 60 dello IAS definisce tuttavia che la scomparsa di un mercato attivo *“dovuta al fatto che gli strumenti finanziari dell’entità non sono più pubblicamente negoziati non è evidenza di una riduzione di valore. Un declassamento nel merito di credito di un’entità non costituisce, di per sé, una evidenza di una riduzione di valore, sebbene ciò possa essere indicativo di una riduzione di valore se considerato congiuntamente ad altre informazioni disponibili. Una diminuzione di fair value dell’attività finanziaria al di sotto del suo costo o costo ammortizzato non è necessariamente indicazione di riduzione di valore”*.

Armiento, L. (2018). Op. Cit.

*carte di credito che hanno raggiunto il loro limite massimo di credito e stanno pagando l'importo minimo mensile);*

- b. Le condizioni economiche locali o nazionali correlate alle inadempienze relative alle attività all'interno del gruppo (come un aumento del tasso di disoccupazione nell'area geografica dei beneficiari, una diminuzione nei prezzi immobiliari per i mutui nella relativa area, una diminuzione dei prezzi del petrolio per attività date in prestito a produttori di petrolio, o cambiamenti sfavorevoli nelle condizioni dell'industria che ricadono sui beneficiari del gruppo)<sup>180</sup>.*

In sostanza, è possibile definire come le condizioni assunte dal paragrafo 59 di cui allo IAS 39 per l'avvio del processo di *impairment* siano tre:

- 1. "La sussistenza di manifestazioni oggettive e verificabili degli "eventi di perdita" menzionati di cui sopra;*
- 2. La possibilità che l'evento di perdita possa manifestare conseguenze sull'entità e l'aleatorietà dei flussi di cassa prospettici;*
- 3. La possibilità di stimare in maniera circostanziata l'impatto dell'evento di perdita sui flussi".*

È oltremodo opportuno specificare come vi sia la presenza di circostanze che, pur essendo apparentemente integranti la definizione di evento di perdita, non legittimano il ricorso all'*impairment* se considerate univocamente, ossia se non accompagnate da una possibilità di stimare attendibilmente un pregiudizio ai flussi di cassa potenziali; si pensi, ad esempio, al deperimento del merito creditizio dell'emittente, nonché la scomparsa del mercato attivo dello strumento finanziario.

Lo IAS 39 si dedica, nell'ambito dei suoi paragrafi successivi, all'esame delle perdite di valore nelle sue fattispecie peculiari, con riferimento alle attività finanziarie valutate al costo ammortizzato, nonché al costo, e alle attività finanziarie disponibili per la vendita (AFS).

---

<sup>180</sup> Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

Per quanto riguarda le attività finanziarie valutate al costo ammortizzato<sup>181</sup> (che, si ricordi, sono appartenenti ai finanziamenti e crediti – L&R – e agli investimenti detenuti fino alla scadenza – HTM) il principio contabile di riferimento statuisce che *“l’importo della perdita viene misurato come la differenza tra il valore contabile dell’attività e il valore attuale dei futuri flussi finanziari stimati scontato al tasso d’interesse effettivo originale dell’attività finanziaria, ossia il tasso di interesse effettivo calcolato alla rilevazione iniziale”*. Mentre *“il valore contabile dell’attività deve essere ridotto o direttamente o tramite l’uso di un accantonamento, e l’importo della perdita deve essere rilevato nel conto economico”*.

Per quanto attiene ad ipotetiche successive rivalutazioni, d’altro canto, è specificato che *“se in un esercizio successivo l’ammontare della perdita per riduzione di valore diminuisce e la diminuzione può essere oggettivamente collegata a un evento che si è verificato dopo che la riduzione di valore è stata rilevata (quale un miglioramento nella solvibilità finanziaria del debitore), la perdita per riduzione di valore rilevata precedentemente deve essere stornata direttamente o attraverso rettifica dell’accantonamento [...] il ripristino di valore non deve determinare, alla data in cui il valore originario dell’attività finanziaria è ripristinato, un valore contabile dell’attività finanziaria che supera il costo ammortizzato che si sarebbe avuto alla data in cui la perdita per riduzione di valore viene stornata nel caso in cui la perdita per riduzione di valore non fosse stata rilevata e l’importo dello storno deve essere rilevato nel conto economico”*<sup>182</sup>.

Per quanto riguarda le attività finanziarie iscritte al costo, lo IAS 39<sup>183</sup> asserisce: *“qualora sussistano evidenze obiettive che è stata sostenuta una perdita per riduzione di valore su uno strumento non quotato rappresentativo di capitale e che non è stato valutato al fair value perché il suo fair value non può essere valutato attendibilmente, o su un’attività derivata che è collegata a e deve essere regolata con la consegna di tale strumento non quotato*

---

<sup>181</sup> IASB, IAS 39 “Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione”, par. 63-65.

Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

<sup>182</sup> Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

<sup>183</sup> IASB, IAS 39 “Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione”, par. 66.

*rappresentativo di capitale, l'importo della perdita per riduzione di valore viene misurato come la differenza tra il valore contabile dell'attività finanziaria e il valore attuale dei futuri flussi finanziari stimati e attualizzati al tasso di rendimento corrente di mercato per un'attività finanziaria simile". Inoltre, nell'ambito di questa categoria si fa assoluto divieto di determinare eventuali rivalutazioni<sup>184</sup>.*

In ultima istanza, per quanto concerne le attività finanziarie disponibili per la vendita, lo IAS 39, ai paragrafi 67-70, definisce che *"quando una riduzione di fair value di un'attività finanziaria disponibile per la vendita è stata rilevata nel prospetto delle altre componenti di conto economico complessivo (OCI) e sussistono evidenze obiettive che l'attività abbia subito una riduzione di valore, la perdita cumulativa che è stata rilevata nel prospetto delle altre componenti di conto economico complessivo (OCI) deve essere riclassificata dal patrimonio netto all'utile/perdita di esercizio come rettifica da riclassificazione, anche se l'attività finanziaria non è stata eliminata. [...] L'importo della perdita complessiva che viene riclassificata dal patrimonio netto all'utile o perdita d'esercizio deve essere la differenza tra il costo di acquisizione (al netto di qualsiasi rimborso in conto capitale e ammortamento) e il fair value corrente, dedotta qualsiasi perdita per riduzione di valore su quell'attività finanziaria rilevata precedentemente nel conto economico".* Per quanto concerne eventuali rivalutazioni, il principio afferma che *"se, in un periodo successivo, il fair value di uno strumento di debito classificato come disponibile per la vendita aumenta e l'incremento può essere correlato oggettivamente a un evento che si verifica dopo che la perdita per riduzione di valore era stata rilevata nel conto economico, la perdita per riduzione di valore deve essere eliminata, con l'importo stornato rilevato a conto economico"<sup>185</sup>.*

---

<sup>184</sup> Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

<sup>185</sup> Armiento, L. (2018). *Op. Cit.*

### 3.8. Le criticità dello IAS 39

Sin dalla sua introduzione, lo IAS 39 è stato al centro di numerosi alterchi, che lo hanno esposto ad altrettanto svariate critiche. Il loro esame risulta essere importante ai fini della comprensione delle ragioni che hanno portato alla sua eliminazione, con la conseguente introduzione dello IFRS 9 “Strumenti finanziari”, oggetto di disamina nell’ambito del capitolo successivo.

Lo IASB, essendo stato sollecitato a più riprese a revisionare e semplificare la disciplina di cui al principio oggetto d’esame, pubblicò, nel 2008, il Discussion Paper denominato “*Reducing Complexity in Reporting Financial Instruments*”<sup>186</sup>, nell’ambito del quale vi fu un’esplicitazione delle principali criticità relative alla contabilizzazione degli strumenti finanziari, auspicando all’opportunità di accendere, in virtù di tale esperienza, una discussione volta a porre rimedio a tali controversie a livello applicativo. In particolare, è curioso statuire come, nel precedentemente citato documento, lo IASB avesse esso stesso ammesso che il principio contabile fosse eccessivamente complesso nella sua comprensione, nonché nella sua applicazione, con, in particolare, alcuni disagi registrati in capo a tre categorie di soggetti:

- I fruitori del bilancio d’esercizio composto in ottemperanza allo IAS 39 espressero difficoltà nella comprensione delle operazioni condotte dall’entità redattrice nella loro sostanza economica, nonché la complessità nella comprensione dell’effettiva posizione finanziaria dell’entità;
- I redattori del bilancio d’esercizio segnalavano una spiccata problematicità nell’applicazione corretta dello standard contabile in questione. Ulteriormente, anche da tale fronte vi fu una critica pronunciata rispetto all’impossibilità di rendere il significato economico-sostanziale delle operazioni intraprese attraverso l’utilizzo dello IAS 39;
- Per ultimo, i revisori dei conti accusarono lo IAS 39 di essere complesso in modo tale da rendere più annoso il processo di verifica dell’informativa finanziaria di cui all’organizzazione redattrice.

---

<sup>186</sup> IASB. (2008). Reducing Complexity in Reporting Financial Instruments.

Per converso, ai fini di rispondere a tali “accuse” poste dalle categorie citate di cui sopra, lo IASB sostenne la sostanziale impossibilità di architettare una disciplina univoca, in virtù della sussistenza di una rosa oltremodo ampia di strumenti finanziari, peraltro dalle caratteristiche definitorie più svariate.

Un’ulteriore causa di controversie a livello applicativo discende dal fatto che lo IAS 39 fosse previsivo di una certa discrezionalità posta in capo agli operatori, che si trovavano di fronte a diverse alternative di valutazione, selezionabili da parte dei redattori con un certo grado di soggettività nell’ambito del processo di scelta. Tale aspetto fu oggetto di aspre critiche, per il fatto di aver legittimato una situazione in cui entità differenti potessero considerare due strumenti finanziari simili in maniera eterogenea.

Nonostante tali aspetti siano sicuramente importanti ai fini della comprensione delle pecche di cui al principio contabile IAS 39, è opportuno in questa sede definire come la principale critica mossa nei suoi confronti riguardi un altro aspetto, che altro non è che la valutazione al *fair value*, la quale fu oggetto di discussioni sin dalla *First Time Adoption* dei precetti dello standard oggetto d’analisi. Tale critica gettava le sue fondamenta sul fatto che molti strumenti finanziari valutati secondo l’andamento del mercato (il cosiddetto *Mark-to-market*) erano esposti al rischio di essere sopravvalutati in caso di una fase di mercato anormalmente positiva, con la circostanza contraria che avrebbe portato ad una loro eccessiva sottovalutazione.

Le critiche al principio contabile IAS 39 provennero da più parti, sia a livello italiano che a livello internazionale, come certificato dal Prof. Strampelli, che, in una sua opera<sup>187</sup>, riporta il generale scetticismo e la dilagante avversione degli addetti ai lavori rispetto alla validità del principio in esame, soprattutto per quanto riguarda la sopracitata valutazione al *fair value*. Tali opinioni di tenore negativo si ampliarono in virtù del dilagare della crisi finanziaria del

---

<sup>187</sup> Strampelli, G. (2010). Gli IAS/IFRS dopo la crisi: alla ricerca dell'equilibrio tra regole contabili non prudenziali e tutela della stabilità patrimoniale della società - Il diritto commerciale europeo di fronte alla crisi.

2008, la quale espose ulteriormente le difficoltà di applicazione dei postulati cardine del principio e contribuì a rivelare i suoi evidenti punti di debolezza<sup>188</sup>.

In particolare, ancora precedentemente alla crisi finanziaria del 2008, certi autori avevano esternato forti perplessità rispetto all'introduzione degli IAS/IFRS, con la negazione dell'opportunità di sostituzione del costo storico con il *fair value*, affermando l'incompatibilità del criterio stesso con la funzione "organizzativa" del bilancio d'esercizio, dato che la contabilizzazione di perdite non effettivamente realizzate discendenti dall'utilizzo del criterio oggetto di dissertazione avrebbe potuto determinare una riduzione del capitale sociale al di sotto del limite legale, costringendo i soci a deliberare azioni altrimenti non dovute, quali la ricapitalizzazione fino al raggiungimento del limite minimo di capitale sociale previsto a livello legale, nonché il potenziale scioglimento<sup>189</sup>. Ulteriormente, diversi autori segnalano l'improbabilità che tale criterio di valutazione permetta un aumento della significatività dell'informativa finanziaria<sup>190</sup>. Come affermato in precedenza, le critiche sono divenute sempre più aspre nell'ambito del contesto della crisi finanziaria, che confermò il fatto che il *fair value* si dimostri essere un criterio di valutazione inadatto a dimostrare l'effettivo valore degli strumenti finanziari in un contesto di illiquidità del mercato, soprattutto se accompagnato da una forte volatilità dei prezzi; in tale circostanza, il *fair value* di uno strumento finanziario risente in maniera significativa di fattori di carattere esogeno, che

---

<sup>188</sup> Noyer, C. (2008). Valuation challenges in a changing environment. Financial stability review.

<sup>189</sup> Si veda, tra molti altri Schön, W. (2001). Internationalisierung der Rechnungslegung und Gläubigerschutz. *WPG*, 76, Fortunato, S. (2007). Dal costo al fair value: al di là della rivoluzione contabile. *Riv. soc.*, 943 ss.

<sup>190</sup> Ronen, J. (2008). To Fair Value or Not to Fair Value? *Abacus*, 105 e ss; Landsman, W. (2006). Fair Value and Value Relevance: What Do We Know? Tratto da ICAEW: [www.icaew.uk](http://www.icaew.uk); Hitz, J. (2007). The Decision Usefulness of Fair Value Accounting - A Theoretical Perspective. *European Accounting Review*, 323 e ss. Pompili, M. (2019). La valutazione degli strumenti finanziari: l'adozione della *fair value accounting* nel settore bancario tra dottrina scientifica e prassi contabile. Università degli studi di Roma – Roma Tre.

sicuramente non discendono dalla valutazione del valore intrinseco dell'attività/passività finanziaria oggetto di valutazione. Da questo punto di vista, Strampelli cita il lavoro di Allen e Carletti<sup>191</sup>, dimostrante, attraverso un'analisi empirica, gli effetti di cui all'utilizzo del *fair value* in un contesto di mercati imperfetti come definito di cui sopra. In particolare, i risultati della ricerca segnalano che in un periodo di crisi finanziaria i prezzi che si formano in un contesto di mercato difficilmente vanno a riflettere i flussi finanziari futuri, ma, piuttosto, la liquidità di cui gli operatori di mercato interessati all'acquisto sono a disposizione. Tale circostanza si pone in contrapposizione ad un ipotetico periodo di espansione economica che determina, se accompagnato all'assunzione che i mercati siano perfetti, il fatto che una banca, così come un ulteriore intermediario variamente qualificato, in necessità di liquidità possa alienare gli strumenti finanziari in suo possesso, oltre che, eventualmente, emettere strumenti finanziari derivati sugli stessi. D'altro canto, in un contesto imperfetto e in una situazione di recessione economica lo smobilizzo dello strumento finanziario in esame avverrà in un contesto segnato dalla penuria di liquidità, che tipicamente genera un ribasso dei prezzi. Si può dimostrare, in virtù di ciò, che il *fair value* determini una situazione in cui le oscillazioni dei prezzi, derivanti dalla loro intrinseca volatilità, determinano in maniera diretta il valore delle attività bancarie. Tale effetto, se posto all'estremo, potrebbe determinare l'insorgenza di un "effetto contagio" tra istituti bancari, in virtù delle difficoltà legate alla carenza di liquidità, con banche sane e perfettamente in grado di assolvere alle proprie obbligazioni che potrebbero essere spinte verso una situazione di dissesto completamente esogena, non determinata da difficoltà di carattere interno-operativo.

Per converso, nel momento in cui vi fosse l'abbraccio dell'utilizzo di un criterio alternativo maggiormente conservativo, quale il costo storico e il costo ammortizzato, non vi sarebbe la compromissione della capacità delle banche di adempiere ai propri impegni di carattere finanziario, in virtù della mancanza di un effetto delle politiche contabili adottate sul valore del patrimonio. Come ricordato di cui sopra, l'effetto discusso sinora non si produce soltanto nell'ambito delle imprese bancarie, nonostante la letteratura abbia esaminato preminentemente questa circostanza, quanto in tutte le società di capitali (per cui ritorna valido il ragionamento effettuato sopra relativamente alla "funzione organizzativa" del

---

<sup>191</sup> Allen, F., Carletti, E., *Mark-to-market accounting and liquidity pricing. Journal of Accounting and Economics*, Vol. 45, No. 2-3, pp. 358-378



bilancio d'esercizio, con riferimento alla disciplina civilistica concernente la riduzione del capitale sociale per perdite "qualificate").

Tale tesi risulta essere avallata dallo studio di Mala e Chand, che sollevarono svariate critiche concernenti l'applicazione del *fair value* alla valutazione degli strumenti finanziari in un contesto di crisi finanziaria, accompagnato dalla presenza di già menzionate imperfezioni nei mercati. Ciò determinerebbe, anche secondo tali autori, una circostanza in cui l'illiquidità dei mercati, accompagnata da una forte volatilità dei prezzi, genera una mancata possibilità di traslare in bilancio il valore delle attività finanziarie, in virtù della presenza di fattori di carattere esogeno che allontanano il *fair value* trasposto in bilancio d'esercizio dal valore fondamentale dello strumento finanziario, determinando, inoltre, una maggiore volatilità delle *performance* e delle consistenze patrimoniali della società<sup>192</sup>.

Sempre sulla stessa linea di quanto affermato sinora, si osserva come altri studi si siano interessati a dimostrare che il *fair value* sia un criterio valutativo pro-ciclico, che aumenta l'impatto dell'andamento oscillatorio dei mercati finanziari<sup>193</sup>.

Altro contributo significativo, seppur non perfettamente in linea con il filone di ragionamento precedentemente esposto, è quello di Leuz e Laux, i quali hanno condotto un'analisi di matrice empirica con riferimento al settore bancario statunitense al fine di scoprire l'impatto del *fair value* sulla crisi economico-finanziaria del 2008. Dall'analisi dei due Autori è risultato che la pratica contabile, il cui vasto utilizzo coinvolgeva lo IAS 39, abbia contribuito in maniera in realtà relativa alla difficoltà del segmento bancario. Infatti, pur riconoscendo tale criterio di valutazione come innegabilmente migliorabile (soprattutto con riferimento all'arduo compito di determinazione del valore equo in caso di mancata sussistenza di prezzi affidabili

---

<sup>192</sup> Mala, R., & Chand, P. (2012). Effect of the global financial crisis on accounting convergence. *Accounting and Finance*.

<sup>193</sup> Plantin, G., Sapa, H., & Shin, H. (2008). Fair value accounting and financial stability. *Financial Stability Review*, 89 e ss. Caruana, J., & Pazarbasioglu, C. (2008). Revisiting valuation practices throughout the business cycle: some symmetry is needed. *Financial Stability Review*, 17 e ss. Matherat, S. (2008). Fair value accounting and financial stability: challenges and dynamics. *Financial Stability Review*, 60 e ss.

riconducibili ad un mercato attivo), i due Autori affermano che la concessione di un eventuale maggiore livello di discrezionalità concesso agli addetti ai lavori (in modo da ridurre la portata dei difetti del *fair value*) o una radicale modifica dei criteri di contabilizzazione avrebbe determinato uno spiraglio a favore di opportunità di manipolazione dei valori contabili, con il decremento della *reliability* dell'output informativo prodotto dalle entità redattrici il bilancio d'esercizio, circostanza particolarmente sfavorevole in un contesto di crisi economico-finanziaria. Infatti, il decremento della trasparenza rispetto alla capacità degli istituti bancari di assolvere alle proprie obbligazioni è giudicato dagli Autori come un'eventualità ben più grave rispetto agli effetti derivanti da un'applicazione rigida del criterio del valore equo. In virtù di ciò, Leuz e Laux auspicano ad un ridimensionamento della portata della pro-ciclicità della valutazione al *fair value* in un contesto di crisi economico-finanziaria attraverso un allentamento dei requisiti di patrimonializzazione di cui all'accordo di Basilea II, in modo da evitare un danneggiamento della trasparenza del mercato, che si sarebbe prodotto, secondo gli Autori, attraverso una modificazione dei principi contabili<sup>194</sup>.

Altra grande fonte di osservazioni concernenti lo IAS 39 è attribuibile al ricorso, nell'ambito del contesto dell'*impairment test*, dell'*incurred loss model*. Alcuni autori<sup>195</sup> sostengono che tale modalità di anticipazione dell'entità delle perdite su crediti vadano ad amplificare l'effetto pro-ciclico discusso in precedenza. Ciò sarebbe dipeso dalla dilazione con cui avviene il riconoscimento in bilancio delle perdite attese, che sterilizza la possibilità dei fondi rischi di

---

<sup>194</sup> Laux, C., & Leuz, C. (2010). Did Fair-value Accounting Contribute to the Financial Crisis? *Journal of Economic Perspectives*. Pompili, M. (2019). La valutazione degli strumenti finanziari: l'adozione della fair value accounting nel settore bancario tra dottrina scientifica e prassi contabile. Università degli studi di Roma – Roma Tre.

<sup>195</sup> Liao, S., & Beatty, A. (2011). Do delays in expected loss recognition affect banks willingness to lend? *Journal of Accounting and Economics*. Pompili, M. (2019). La valutazione degli strumenti finanziari: l'adozione della fair value accounting nel settore bancario tra dottrina scientifica e prassi contabile. Università degli studi di Roma – Roma Tre. Barbagallo, D. (2015). Banks Loan Loss Provisions, New IFRS 9 and Basel III Framework: Profiles of Convergence, Empirical Evidence and Possible Impacts on the System. Milano: Università degli Studi di Milano-Bicocca

supplire alle perdite verificatesi in periodi di crisi in maniera tempestiva e precisa. In particolare, lo studio di Beatty e Liao perseguiva lo scopo di riconoscere la misura in cui le dilazioni nella rilevazione delle perdite su crediti si ripercuotessero sull'operatività delle banche, con particolare riferimento alla loro capacità di erogare finanziamenti. L'analisi in oggetto ha statuito che, successivamente all'adozione dei precetti di cui al trattato di Basilea, ad essere più in difficoltà durante il periodo di recessione in virtù di questo differimento nel riconoscimento delle perdite su crediti fossero le banche di maggiori dimensioni.

Altra opinione concernente il metodo "*incurred loss*" consiste nel fatto che l'utilizzo di tale tecnica potrebbe incentivare il management a far ritardare l'emersione delle perdite su crediti dai periodi di espansione economica a quelli in cui, per converso, si verifica una compressione dei flussi finanziari, così da trasferire le perdite ai manager successivi<sup>196</sup>.

Ultima critica rivolta al modello dell'*incurred loss* come proposto dallo IAS 39 risulta attribuibile alla mancanza di una precisa definizione del *trigger event*, con un'eccessiva discrezionalità concessa al redattore del bilancio rispetto all'identificazione degli stessi<sup>197</sup>.

---

<sup>196</sup> Gebhardt, G., & Novotny-Farkas, Z. (2011). Mandatory IFRS Adoption and Accounting Quality of European Banks. *Journal of Business Finance and Accounting*.

<sup>197</sup> Ariante, P., De Rosa, C., & Sica, C. (2016). IFRS 9: cosa cambia e quali sono gli impatti del nuovo standard contabile internazionale per le banche.

Gulinelli, A. (2016). Dallo IAS 39 all'IFRS 9 ed Expected Credit Loss Model nelle Banche. Luiss Guido Carli.



## CAPITOLO 4: IL BILANCIO DEGLI ISTITUTI BANCARI E GLI STRUMENTI FINANZIARI: LA CONTABILIZZAZIONE SECONDO LO IFRS 9.

### 4.1. Considerazioni introduttive rispetto al principio contabile internazionale IFRS 9

Con il capitolo terzo si è avuta l'opportunità di affrontare un rapido esame della disciplina di cui al principio contabile internazionale IAS 39, in modo tale da avere contezza delle sue principali caratteristiche, con una relativa analisi delle principali criticità che contraddistinguevano l'applicazione del sopracitato standard contabile. Successivamente al summenzionato esame del relativo antesignano, è ora opportuno passare alla trattazione della disciplina caratterizzante il principio contabile internazionale IFRS 9, che è deputato a sostituire il precedente a seguito di un lungo e travagliato processo di transazione, il quale ha avuto culmine nella decisione di far decorrere l'applicazione obbligatoria dello IFRS 9 in luogo del suo predecessore IAS 39 a partire dai bilanci afferenti all'esercizio 2018. Nel corso del presente capitolo si propone una riflessione rispetto al percorso di definizione della formulazione odierna dello standard contabile, con la possibilità di effettuare una ponderazione rispetto alle novità introdotte da tale principio.

Tale analisi fornirà auspicabilmente supporto ai fini della comprensione dei risultati scaturiti dall'analisi empirica di cui ai capitoli successivi, volta proprio a mettere a confronto la capacità dei due principi contabili esaminati nel corso dell'opera di "spiegazione", "giustificazione", del prezzo delle azioni degli istituti bancari oggetto di campionamento e considerazione nel modello d'analisi utilizzato.

## 4.2. Il processo di transizione dallo IAS 39 all' IFRS 9

Ai fini della comprensione corretta delle ragioni fondanti la disposizione per cui lo IAS 39 sia stato sostituito dallo IFRS 9, con le annesse modalità con cui tale processo si è dispiegato nella realtà dei fatti, è necessario definire un punto di partenza, corrispondente allo stato di crisi finanziaria mondiale in cui tali principi contabili si trovarono ad operare verso le battute finali del primo decennio del terzo millennio, nell'ambito del quale l'*International Accounting Standards Board (IASB)*, nonché il *Financial Accounting Standards Board (FASB)* annunciarono, in una conferenza stampa congiunta, tenutasi segnatamente il 30 dicembre 2008<sup>198</sup>, di avere l'intenzione di promuovere un'opera di collaborazione avente il fine ultimo di supplire alla fallacia, rilevatasi, in concomitanza col progressivo dispiegarsi delle conseguenze del *crack* finanziario, endemica in capo a svariati principi contabili internazionali.

Tale tentativo di collaborazione ai fini dell'aggiornamento e miglioramento degli standard contabili portò alla costituzione di un'entità, denominata *Financial Crisis Advisory Group (FCAG)*, un'istituzione di matrice interdisciplinare avente carattere temporaneo (la relativa rassegna stampa, che andava a seguire la sua istituzione, prevedeva che il FCAG concludesse il suo operato entro un periodo breve, meramente di sei mesi, ossia entro la fine di giugno 2009). Tale comitato, dalla durata, come appena statuito, temporanea, era costituito da un insieme di personalità politiche (si pensi, tra gli altri, all'ex Ministro dell'Economia e delle Finanze italiano Padoa-Schioppa, nonché all'allora vicepresidente della BCE, Papademos), ma anche da professionisti e figure manageriali di alto rango, provenienti da tutto il mondo<sup>199</sup>. Il principale obiettivo di questa *équipe* di circa venti *senior leaders* era, secondo il comunicato stampa appena citato, "*consigliare i due boards circa le implicazioni dello standard-setting provocate dalla crisi finanziaria globale e dai potenziali cambiamenti nell'ambiente regolamentare globale*".

---

<sup>198</sup> FASB & IASB. (2008, Dicembre 30). Press Release.

<sup>199</sup> IFRS. (2008). Financial Crisis Advisory Group. Tratto da IFRS: [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org). Armiento, L. (2018). [Gli strumenti finanziari negli istituti bancari italiani ed europei: dallo IAS 39 all'IFRS 9](#). LUISS Guido Carli.

L'analisi del comitato *FCAG* ebbe come principale *output* la pubblicazione, a luglio 2009, di un report, denominato *Report of the Financial Crisis Advisory Group*, riportante i risultati derivanti dalle analisi degli effetti della crisi sulle prassi contabili. Andando maggiormente nello specifico, il documento definiva quattro principali carenze nell'ambito delle operazioni contabili definite secondo i *framework* proposti dai principi contabili internazionali, le quali avrebbero, pur non avendo di per sé determinato l'emersione della crisi finanziaria, perlomeno contribuito in maniera rilevante alla generazione di un clima di sfiducia generale rispetto al sistema finanziario, a onore del vero giustificato da una decisa riduzione della credibilità delle attività *financial reporting* poste in essere dagli emittenti di strumenti finanziari<sup>200</sup>. I quattro principali ordini di difetti imputati alle regole di cui ai principi contabili internazionali sono di seguito menzionati:

1. La sostanziale impossibilità di applicazione del metodo del *fair value* ("*mark-to-market*") nel momento in cui ci si confronti con dei mercati caratterizzati da una scarsa liquidità;
2. Il differimento nella contabilizzazione delle perdite correlate ai crediti (e, in generale, agli strumenti finanziari), soprattutto con riferimento a banche, compagnie d'assicurazione e, in generale, a tutti gli ulteriori istituti finanziari;
3. La contabilizzazione di alcune voci al di fuori del bilancio d'esercizio, con relative difficoltà nell'ambito della loro considerazione (in questo caso, tuttavia, il *FCAG* menziona espressamente il fatto che tale summenzionata critica sia rivolta soprattutto alla sovrastruttura contabile statunitense);
4. La generale difficoltà nella comprensione degli standard contabili afferenti al trattamento delle attività e delle passività finanziarie, ritenuti di particolarmente ostica interpretazione e applicazione pratica da parte degli addetti ai lavori, contribuendo a generare ulteriore scetticismo tra investitori e operatori finanziari rispetto all'attendibilità dei valori formati sulla base di tali standard.

È sostanzialmente cristallino riconoscere come il *FCAG*, nei suoi lavori, abbia individuato criticità nei principi contabili internazionali allora vigenti quasi esclusivamente concernenti il trattamento contabile degli strumenti finanziari, con espressa menzione di un certo grado di

---

<sup>200</sup> Financial Crisis Advisory Group (FCAG). (2009). Report of the Financial Crisis Advisory Group.

inadeguatezza concernente il criterio del *fair value*, nonché rispetto alla tematica delle procedure con cui veniva effettuato l'*impairment*.

Tuttavia, è possibile definire che, per quanto il contributo dell'*FCAG* sia stato rilevante, la Commissione Europea avesse già rilevato in via preventiva parte di tali problematiche, tanto che il 15 ottobre 2008 la stessa pubblicò nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il Regolamento n. 1004/2008, il quale aveva definito alcune modificazioni allo IAS 39, aggiungendo i paragrafi da 50B a 50F, nonché il 50G, introduttivi di svariate concessioni relative alla riclassificazione delle attività finanziarie detenute per la negoziazione che (si ricordi dal capitolo precedente, paragrafo 3.3) vanno a costituire uno specifico sottoinsieme delle attività valutate al *fair value*, con rilevazione a conto economico (c.d. FVTPL). In particolare, il Regolamento menziona le seguenti opportunità di riclassificazione:

- *“Con la sola eccezione degli strumenti finanziari derivati, una qualsiasi attività finanziaria facente capo alla categoria delle attività finanziarie detenute per la negoziazione (HFT – Held for Trading) poteva essere oggetto di riclassificazione, nel momento in cui si verificassero determinate circostanze;*
- *Altra possibilità riguardava le attività finanziarie potenzialmente classificabili come Finanziamenti e crediti (L&R – Loans and Receivables) o quelle per cui sussisteva l'intenzione di mantenimento in portafoglio fino a scadenza (HTM – Held to Maturity), per cui il Regolamento menziona la possibilità di riclassificazione da attività valutate al fair value, con relativa contabilizzazione a conto economico (FVTPL – Fair Value Through Profit or Loss) e attività finanziarie detenute ai fini dello smobilizzo (AFS – Available for Sale) a favore della categoria Finanziamenti e crediti (L&R – Loans and Receivables)”.*

Dopo brevissimo tempo, a onor del vero nemmeno un anno, anche lo IASB mise in moto un suo personalissimo progetto di rimpiazzo dello IAS 39, tramite l'introduzione dello IFRS 9, con l'osservazione da parte dello IASB che il suo omologo, il FASB, da parte sua, avesse *“deciso di*



*apportare delle modifiche limitate alla classificazione e alla valutazione degli strumenti finanziari e di sviluppare un proprio modello di impairment per le attività finanziarie*<sup>201</sup>.

Il progetto relativo alla transizione tra IAS 39 e IFRS 9 va a definire tre criticità concernenti il trattamento contabile degli strumenti finanziari, riguardanti:

1. la classificazione e la misurazione degli strumenti finanziari;
2. *l'impairment*;
3. *l'hedge accounting*.

Il 14 luglio 2009 vi fu la pubblicazione da parte dello IASB di un documento denominato *“Exposure Draft ED/2009/7 Financial Instruments: Classification and Measurement”*, costitutivo di una prima bozza concernente il primo punto esposto di cui sopra, ossia la tematica relativa alla classificazione e alla misurazione degli strumenti finanziari. A ciò seguì la pubblicazione, nel 12 novembre del medesimo anno, di una prima versione ufficiale dello IFRS 9 – *Financial Instruments*, che allora conteneva indicazioni soltanto relativamente alle novità concernenti la classificazione e la misurazione degli strumenti finanziari, con il progetto di far entrare in vigore tale nuovo principio dal 1° gennaio 2013.

In seguito, l'11 maggio 2010, venne pubblicata un'ulteriore bozza, denominata *“Exposure Draft ED/2010/4 – Fair Value Option for Financial Liabilities”*, concernente il trattamento e la contabilizzazione di cui alle passività finanziarie, che non erano state considerate nell'ambito della precedente versione della bozza del 2009, così come nello IFRS 9 – *Strumenti Finanziari* nella sua prima versione di novembre 2009. Pertanto, nell'ottobre 2010 l'IFRS 9 venne modificato, in modo da recepire le novità di cui all'*Exposure Draft ED/2010/4*.

Il 4 agosto 2011 venne poi pubblicata un'ulteriore bozza, denominata *“Exposure Draft ED/2011/3 – Amendments to IFRS 9 (2009) and IFRS 9 (2010) – Mandatory Effective Date”*, con la decisione rispetto allo spostamento della data di entrata in vigore ufficiale del nuovo principio, rinviata dal 1° gennaio 2013 al 1° gennaio 2015. La data di applicazione fu, a onor del vero, comprensibilmente spostata, con pressioni in questo senso da parte della

---

<sup>201</sup> Ballarin, F. (2016). Transizione al nuovo IFRS 9: effetti ed esempi pratici. Amministrazione & Finanza, n. 10, 35-40. Armiento, L. (2018). Gli strumenti finanziari negli istituti bancari italiani ed europei: dallo IAS 39 all'IFRS 9. LUISS Guido Carli.

Commissione Europea, in modo tale da poter raggiungere il completamento del documento nella sua interezza.

Di nuovo, nel novembre del 2013 lo IASB ripubblicò lo IFRS 9 – *Financial Instruments* (2013), il quale apportò nuovamente una modifica alla data di entrata in vigore del principio, nonché definì l'aggiunta delle regole concernenti la disciplina dell'*hedge accounting*. Tuttavia, il 14 luglio 2014, meno di un anno dopo, fu pubblicata da parte del *board* la versione definitiva dello IFRS 9 – *Financial Instruments*, la quale è caratterizzata, rispetto alle sue versioni precedentemente pubblicate, dall'inclusione di un nuovo modello di *impairment* (frutto, in realtà, di diverse bozze pubblicate negli anni precedenti, e soltanto in questo momento incluse, nella loro versione definitiva, nell'ambito dello standard contabile<sup>202</sup>), nonché un'alterazione concernente le regole di valutazione e classificazione delle attività finanziarie. In tale versione, inoltre, venne definita la data ufficiale di applicazione, consistente nel 1° gennaio 2018, con il bilancio 2017 che sarebbe stato redatto in *parallel running*, definendo quindi il fatto che gli accantonamenti, nonché le rettifiche rispetto alle poste coinvolte dal cambiamento, dovessero computate sia con il metodo previsto dallo IAS 39, che con le metodologie di cui all' IFRS 9.

---

<sup>202</sup> Il modello di *impairment* ora utilizzato, sulla base delle prescrizioni di cui allo IFRS 9, risulta essere connaturato a svariate *exposure drafts* pubblicate nell'ambito degli anni precedenti, con la successiva considerazione delle stesse nell'ambito della versione definitiva del principio contabile oggetto d'analisi. In particolare, si ricordano gli *Exposure Draft ES72009/12 – Financial Instruments: Amortized Cost and Impairment*”, con un suo successivo aggiornamento, denominato “*Supplement to ED/2009/12 Financial Instruments: Amortized Cost and Impairment*”, nonché “*Exposure Draft ED/2013/3 – Financial Instruments: Expected Credit Losses*”. Armiento, L. (2018). *Gli strumenti finanziari negli istituti bancari italiani ed europei: dallo IAS 39 all'IFRS 9*. LUISS Guido Carli.

### 4.3. La nuova disciplina dello IFRS 9. Introduzione e ambito di applicazione

Con riferimento alle nuove regole di contabilizzazione degli strumenti finanziari secondo lo IFRS 9, è necessario precisare come lo stesso riprenda pressappoco l'ambito di applicazione del principio contabile internazionale a lui antecedente IAS 39, con le medesime definizioni di cui al precedente principio contabile. Si presenta come un'eccezione, da questo punto di vista, il concetto di *fair value*, che risulta essere invece appannaggio, nella sua definizione, da parte del principio IFRS 13.

Con riferimento al perimetro applicativo del precetto contabile oggetto d'esame è possibile, quindi, specificare che il medesimo debba essere applicato da parte di tutte le entità a tutti i tipi di strumenti finanziari, con eccezione fatta per:

- 1) *“Le partecipazioni in società controllate e joint venture, che risultano essere trattate in ottemperanza ai dettami dell’IFRS 10 “Bilancio consolidato”, dello IAS 27 “Bilancio separato” o dello IAS 28 “Partecipazioni in società collegate e joint venture”, salvo specifici casi, in cui i principi contabili summenzionati richiedano all’entità redattrice del bilancio d’esercizio di trattare contabilmente la partecipazione in una controllata, collegata o joint venture in ottemperanza al presente Principio. Inoltre, ad essere contabilizzati secondo lo IFRS 9 saranno anche i derivati sulla partecipazione in una società controllata, collegata o joint venture, con l’eccezione del caso in cui il derivato stesso vada a soddisfare la nozione di strumento rappresentativo di capitale dell’entità, secondo lo IAS 32 “Strumenti finanziari: Esposizione nel bilancio”.*
- 2) *Diritti e obbligazioni rientranti nel perimetro applicativo dello IFRS 16 “Leasing”. Tuttavia:*
  - a. *I crediti impliciti nel contratto di leasing finanziario e i crediti impliciti nel contratto di leasing operativo rilevati dal locatore sono oggetto di eliminazione contabile e di accantonamenti per riduzione di valore in conformità al presente Principio;*
  - b. *Le passività del leasing rilevate dal locatario sono assoggettate all’eliminazione contabile di cui al paragrafo 3.3.1. dello IFRS 9;*

- c. *I crediti oggetto d'incorporazione nei contratti di leasing sono sottoposti ai precetti concernenti i derivati incorporati di cui al principio oggetto di dissertazione.*
- 3) *I diritti e le obbligazioni di cui ai datori di lavoro connaturate alla presenza di piani relativi a benefici per i dipendenti, cui viene applicato lo IAS 19 "Benefici per i dipendenti".*
- 4) *Gli strumenti finanziari che soddisfino la nozione di strumento rappresentativo di capitale, di cui allo IAS 32 (ivi comprese le opzioni e i warrant) o che devono essere considerati strumenti rappresentativi di capitale ai sensi dei paragrafi 16A e 16B o paragrafi 16C e 16D dello IAS 32. Tuttavia, il possessore di tali strumenti rappresentativi di capitale deve applicare il presente Principio a tali strumenti, se non nel caso in cui integrino l'eccezione di cui al numero 1.*
- 5) *I diritti e le obbligazioni che sorgono ai sensi di:*
- a) *Un contratto assicurativo secondo la nozione di cui allo IFRS 4, che risultino essere diversi dai diritti e dalle obbligazioni sorgenti da un contratto assicurativo che integri il concetto di contratto di garanzia finanziaria;*
  - b) *Un contratto che rientri nell'ambito applicativo dello IFRS 4, in quanto contiene un elemento di partecipazione discrezionale.*
  - c) *Tuttavia, l'IFRS 9 si applica nel momento in cui ci si trovi di fronte ad un derivato incorporato in un contratto incluso nel perimetro applicativo dello IFRS 4, nel momento in cui il derivato stesso non sia coinvolto nell'ambito di applicazione dello IFRS 4.*
  - d) *In ultima istanza, nel momento in cui l'emittente di contratti di garanzia finanziaria abbia precedentemente definito che il contratto sia considerato come un contratto assicurativo, con il conseguente ricorso a criteri di contabilizzazione applicabili ai contratti assicurativi, allora l'entità potrà decidere di applicare il principio oggetto d'esame o l'IFRS 4.*
- 6) *Qualsiasi contratto forward tra un acquirente e un azionista venditore, avente ad oggetto l'acquisto o vendita di un'acquisita, con tale operazione che darò luogo ad un'aggregazione aziendale a una data di acquisizione futura rientrante nel perimetro applicativo dello IFRS 3 "Aggregazioni aziendali".*
- 7) *Gli impegni all'erogazione di finanziamenti diversi da quelli di cui al paragrafo 2.3. del principio oggetto d'analisi. In ogni caso, l'emittente di impegni alla concessione di*

*finanziamenti dovrà applicare le disposizioni concernenti la riduzione di valore del Principio, con riferimento agli impegni all'erogazione di finanziamenti diversi di quelli di cui al paragrafo 2.3.*

- 8) *Gli strumenti finanziari, i contratti e le obbligazioni relativi a operazioni con pagamento basato su azioni, sui quali si applica l'IFRS 2 "Pagamenti basati su azioni", con eccezione dei contratti rientranti nell'ambito di applicazione dei paragrafi 2.4 – 2.7 del principio oggetto d'analisi;*
- 9) *I diritti dell'entità redattrice ad essere rimborsata per spese che deve sostenere ai fini del regolamento di una passività che è rilevata come un accantonamento, in ottemperanza allo IAS 37 "Accantonamenti, passività e attività potenziali" o per la quale ha rilevato un accantonamento, secondo lo IAS 37;*
- 10) *I diritti e le obbligazioni di cui all'applicazione dello IFRS 15 "Ricavi provenienti da contratti con i clienti" che sono strumenti finanziari, ad eccezione di quelli che l'IFRS 15 prevede esplicitamente siano trattati in conformità con il presente Principio"<sup>203</sup>.*

Inoltre, sono state rimosse alcune definizioni di categorie di attività finanziarie, perché oggetto di eliminazione da parte dello *standard setter*. Oltre a ciò, sono state oggetto di introduzione nuove regole concernenti il tema dell'*impairment test*, nonché per quanto riguarda l'*hedge accounting*. Le prime saranno esaminate di seguito, mentre le regole concernenti l'*hedge accounting* non saranno oggetto di dissertazione nella presente opera, in coerenza con quanto esposto per quanto riguarda il precedente IAS 39.

#### 4.4. Il modello di classificazione e misurazione degli strumenti finanziari – focus sulle attività finanziarie

Il nuovo principio contabile IFRS 9 ha determinato una riduzione delle categorie di classificazione a cui le attività finanziarie possono potenzialmente confluire, con la necessità di specificare il fatto che le uniche due modalità di valutazione degli strumenti finanziari

---

<sup>203</sup> IASB. (2014). IFRS 9 - "Strumenti Finanziari". paragrafo 2.1.

[https://www.revisorionline.it/IAS\\_IFRS/ifrs9-p1.htm](https://www.revisorionline.it/IAS_IFRS/ifrs9-p1.htm)

utilizzabili secondo tale disciplina oggetto di disamina siano semplicemente due: il *fair value* ed il costo ammortizzato.

Con riferimento a tali criteri di valutazione, è possibile statuire come il primo possa essere definito secondo quanto descritto dall'IFRS 13, il quale definisce il *fair value* come *"il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione"*<sup>204</sup>. Per quanto concerne il costo ammortizzato, d'altro canto, è necessario fare riferimento all'appendice A del principio oggetto d'analisi, che statuisce il fatto che tale tecnica di valutazione consista nell' *"importo a cui l'attività o passività finanziaria è valutata al momento della rilevazione iniziale, meno i rimborsi del capitale, più o meno l'ammortamento cumulato, secondo il criterio dell'interesse effettivo di qualsiasi differenza tra tale importo iniziale e l'importo alla scadenza e, per le attività finanziarie, rettificato per l'eventuale fondo a copertura perdite"*<sup>205</sup>.

Nell'ambito dello studio dello IFRS 9 diversi autori propongono il seguente flowchart, ai fini dell'esposizione chiara e sintetica del processo di classificazione e misurazione delle attività finanziarie secondo i canoni dello IFRS 9.

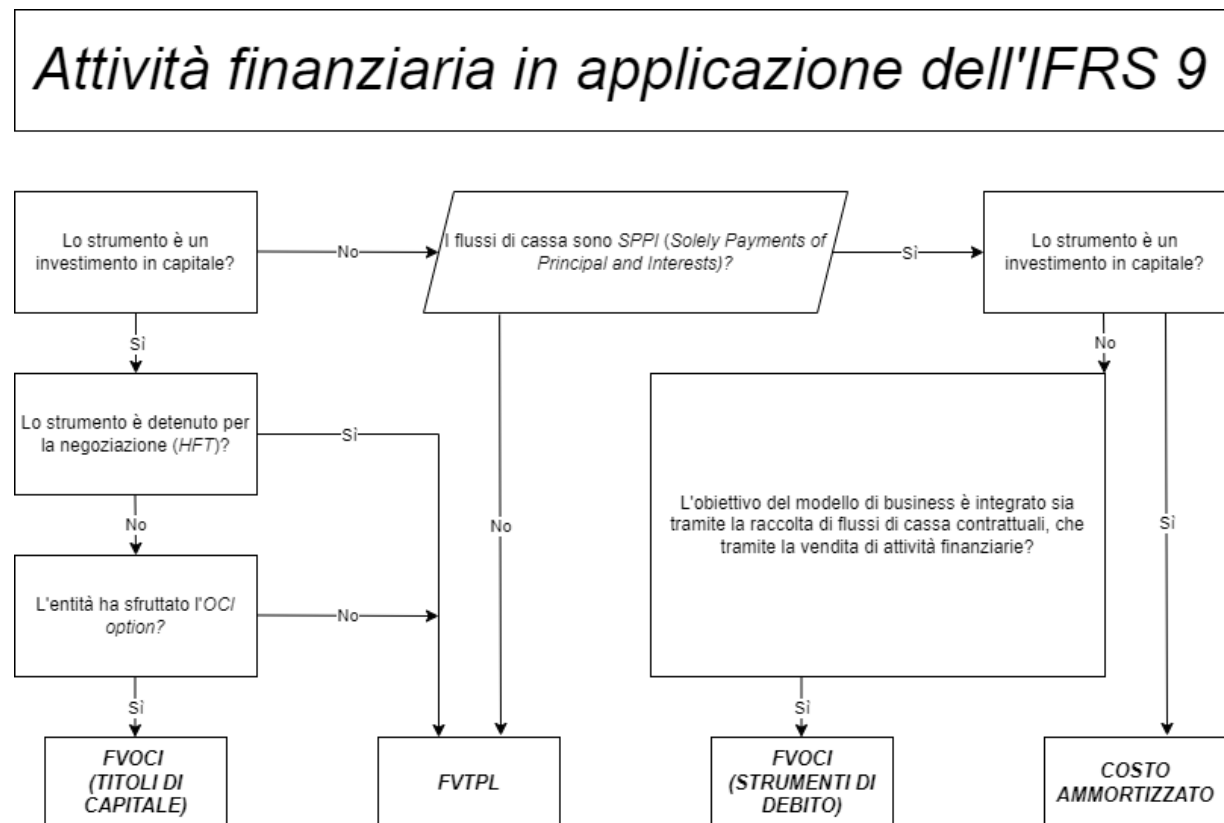
---

<sup>204</sup> IASB. IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione. (Paragrafo 1).

<https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid834811.pdf>

Armiento, L. (2018). Gli strumenti finanziari negli istituti bancari italiani ed europei: dallo IAS 39 all'IFRS 9. LUISS Guido Carli.

<sup>205</sup> IASB. (2014). IFRS 9 - "Strumenti Finanziari". [https://www.revisorionline.it/IAS\\_IFRS/ifrs9-p1.htm](https://www.revisorionline.it/IAS_IFRS/ifrs9-p1.htm)

Figura 2<sup>206</sup>

Come suggerito dal *flowchart* di cui sopra, alla rilevazione iniziale di un'attività finanziaria vi è la possibilità di osservare tre alternative di misurazione:

1. Costo Ammortizzato (abbreviato in AC – *Amortized Cost*);
2. *Fair Value through Other Comprehensive Income (FVOCI)*;
3. *Fair Value Through Profit or Loss (FVTPL)*.

Avendo compreso il fatto che lo IFRS 9 preveda tre modalità di misurazione per le attività finanziarie, pur essendo le stesse essenzialmente riconducibili, come citato nell'ambito del paragrafo precedente, a due impronte di carattere metodologico – il costo ammortizzato e la valutazione al *fair value*, declinata quest'ultima secondo due modalità differenti –, è oltremodo opportuno determinare secondo quali modalità e basi logiche la scelta vada a ricadere su una, piuttosto che l'altra, tecnica di valutazione. Secondo il modello proposto dal

<sup>206</sup> Fonte: auto-elaborazione, pur essendo necessario ribadire come il medesimo schema sia proposto da diversi autori affrontanti il tema oggetto d'analisi. In particolare, si fa riferimento alla versione proposta da KPMG. (2014). *First Impressions: IFRS 9 Financial Instruments*.

principio contabile in esame il metodo di misurazione dell'attività finanziaria oggetto di rilevazione iniziale è frutto dell'analisi di due dimensioni:

1. In primis, è necessario aver contezza del modello, cui fa ricorso la banca di volta in volta oggetto d'esame, attraverso il quale vengono amministrare le attività finanziarie oggetto di disamina dal punto di vista del relativo trattamento ai fini contabili;
2. In secondo luogo, sarà opportuno esaminare le caratteristiche dei flussi di cassa riconducibili allo strumento finanziario, con, più in generale, la necessità di tenere in considerazione le caratteristiche contrattuali dello stesso, nonché il relativo impatto sui flussi di cassa attesi. Tale processo di esame viene denominato SPPI (*Solely Payments of Principal and Interests*) Test, svolto generalmente per ogni singolo strumento finanziario<sup>207</sup>.

Tali due processi di verifica vanno a costituire una grossa novità rispetto alle regole esaminate in precedenza, afferenti alla disciplina prevista da parte dello IAS 39. Inoltre, è possibile statuire come i medesimi *iter* abbiano apportato rilevanti conseguenze dal punto di vista operativo e organizzativo nell'ambito del mondo bancario, in virtù della necessità di supportare l'elevato grado di perizia richiesto per la loro applicazione<sup>208</sup>.

Seguendo il diagramma *flowchart* di cui sopra, è possibile notare come la misurazione segua il criterio del costo ammortizzato nel momento in cui vi sia il rispetto contemporaneo di due condizioni:

- *“L'attività risulta mantenuta da parte dell'entità redattrice nel perseguimento dell'obiettivo di ritrarne i cosiddetti flussi di cassa contrattuali (con ciò che va a contribuire all'integrazione dei requisiti caratteristici del cosiddetto modello di gestione HTC – Held To Collect);*

---

<sup>207</sup> IASB. (2014). IFRS 9 - "Strumenti Finanziari". [https://www.revisorionline.it/IAS\\_IFRS/ifrs9-p1.html](https://www.revisorionline.it/IAS_IFRS/ifrs9-p1.html)

Armiento, L. (2018). Gli strumenti finanziari negli istituti bancari italiani ed europei: dallo IAS 39 all'IFRS 9. LUISS Guido Carli.

<sup>208</sup> Rutigliano, M. (2020). In Il bilancio della banca e degli altri intermediari finanziari (p. 42). Egea.



- *Le condizioni contrattuali di cui all'attività finanziaria determinano l'emergere di flussi di cassa unicamente rappresentativi di pagamenti di capitali ed interessi sul capitale residuo (il cosiddetto criterio SPPI – Solely Payments of Principal and Interest)”*.

D'altra parte, un'attività viene valutata al *FVOCI (Fair Value Through Other Comprehensive Income)* nel momento in cui, ancora una volta, si ritengano integrate le seguenti condizioni:

- *“L'attività è posseduta da parte dell'entità che redige il bilancio d'esercizio con riferimento ad un business model il cui obiettivo è integrato tramite l'incasso dei flussi di cassa derivanti dai termini contrattuali dello strumento, nonché tramite la successiva alienazione dell'attività finanziaria (modello HTCS – Held To Collect and Sell).*
- *L'attività è caratterizzata da flussi contrattuali soddisfacenti il criterio SPPI – Solely Payments of Principal and Interest”<sup>209</sup>.*

Tutte le attività finanziarie che non risultano essere idonee ai fini della valutazione al costo ammortizzato o al *FVOCI* verranno, per esclusione, qualificate come successivamente valutate al *fair value*, con le relative variazioni dello stesso ricomprese nell'ambito del conto economico (*FVTPL – Fair Value Through Profit and Loss*). Per giunta, all'entità redattrice viene riconosciuta la possibilità, in sede di prima rilevazione di un'attività finanziaria, di valutarla secondo il metodo *FVTPL*, così da eliminare le eventuali discrepanze a livello di misurazione (un cosiddetto *mismatch* contabile), derivante dall'utilizzo successivo di un metodo alternativo<sup>210</sup>.

Per quanto concerne gli strumenti di capitale (che nella figura 2 sono similamente denominati “investimenti in capitale”) è necessario definire come, nel momento in cui essi non vadano ad integrare i dettami di cui al criterio *SPPI – Solely Payments of Principal and Interests*, vi sarà la possibilità in capo all'entità redattrice il bilancio d'esercizio di optare per il ricorso alla cosiddetta “*OCI option*”, con la quale si permette di rilevare nel prospetto delle altre variazioni di conto economico complessivo le variazioni del *fair value* dello strumento di capitale oggetto di valutazione, nel momento in cui quest'ultimo non sia mantenuto con un obiettivo di

---

<sup>209</sup> IASB. (2014). IFRS 9 - "Strumenti Finanziari". [https://www.revisorionline.it/IAS\\_IFRS/ifrs9-p1.htm](https://www.revisorionline.it/IAS_IFRS/ifrs9-p1.htm)

<sup>210</sup> Pavan, M. (2017). Rilevazione e valutazione degli strumenti. Venezia: Università Ca' Foscari di Venezia.

negoiazione. Si segnala come tale scelta possa essere fatta considerando il singolo strumento finanziario. Inoltre, tale opzione comporta le seguenti implicazioni<sup>211</sup>:

1. Il modello di *impairment* descritto dall'IFRS 9 non è oggetto di applicazione;
2. Le eventuali differenze di cambio non risultano essere oggetto di registrazione nell'ambito delle altre componenti di conto economico complessivo;
3. Le somme rilevate in OCI non vengono riclassificate a conto economico, nemmeno nel momento in cui intervenga la vendita, nonché l'eliminazione a livello contabile, dell'attività in oggetto.
4. I dividendi risultano essere l'unica componente che va a confluire in conto economico<sup>212</sup>.

#### 4.5. I modelli di gestione e il *business model assessment*

Le attività finanziarie sono classificate, come affermato nell'*incipit* di cui al paragrafo precedente, in conformità al modello di *business* con riferimento al quale l'attività è amministrata da parte dell'entità redattrice il bilancio d'esercizio. Si ricorda, come asserito nel paragrafo precedente, che i modelli di gestione (c.d. *business models*) introdotti dal principio siano tre, menzionati di cui sotto:

- *Held to Collect* (HTC);
- *Held to Collect & Sell* (HTCS);
- *Other*.

È opportuno statuire come l'allegato B al principio contabile oggetto d'esame (nei paragrafi da B4.1.1. a B4.1.2B) definisca come il modello di business adottato dall'entità con riferimento ad un certo strumento finanziario dovrebbe essere determinato ad un livello di aggregazione tale da poter riflettere la modalità con cui degli insiemi di attività finanziarie sono amministrati

---

<sup>211</sup> Bocchino, U., Giovando, G., Ossola, G., & Venuti, F. (2014). Il bilancio delle banche. Torino: Giuffrè.

<sup>212</sup> Rutigliano, M. (2020); *op.cit.*, p. 43. IASB. (2014). IFRS 9 - "Strumenti Finanziari". [https://www.revisorionline.it/IAS\\_IFRS/ifrs9-p1.htm](https://www.revisorionline.it/IAS_IFRS/ifrs9-p1.htm)

in congiunto, in modo tale da rendere possibile il raggiungimento di un certo obiettivo aziendale; per converso, il modello di business non dovrebbe essere frutto dell'esame delle intenzioni di cui alla dirigenza aziendale rispetto ad un certo strumento finanziario. Detto ciò, il paragrafo B4.1.2. ipotizza il fatto che una singola entità redattrice il bilancio d'esercizio possa disporre di più modelli di business, con la necessità di accogliere lo scenario in cui l'entità sopracitata detenga più portafogli (ad esempio, di titoli e di crediti) che sono gestiti su basi e obiettivi diversi. Altro caso concerne la presenza di una categoria di attività finanziarie che può essere suddivisa in più gruppi di attività finanziarie, le quali è opportuno siano gestite secondo modelli di gestione differenti. A titolo esemplificativo, il medesimo paragrafo B4.1.2. cita la costituzione o l'acquisto di un portafoglio di prestiti ipotecari, in cui sono tuttavia presenti alcuni prestiti gestiti dalla banca ai fini di ritrarne i relativi flussi finanziari; per converso, alcuni prestiti facenti parte del portafoglio sono gestiti ai fini di una futura negoziazione. La valutazione del *business model* dovrà essere effettuata dividendo il portafoglio totale di attività finanziarie in più sotto-portafogli.

Il paragrafo B4.1.2A definisce come il modello di business di cui all'entità redattrice riguarda, in sunto, le modalità con cui la stessa gestisce gli strumenti finanziari da essa posseduti ai fini della produzione di flussi finanziari positivi. La valutazione, di conseguenza, non dovrebbe, secondo il medesimo paragrafo, avvenire secondo previsioni non destinate a verificarsi, come i cosiddetti scenari "*worst case*" o "*stress case*".

Proseguendo, il paragrafo B4.1.2B definisce come, ai fini della definizione del *business model* di cui all'entità redattrice sia necessario assumere come lo stesso debba costituire un "*dato di fatto*" e non una semplice affermazione, con la necessità di considerare tutte le informazioni di carattere "*rilevante*" e "*oggettivo*", con il risultato della valutazione che non potrà essere risultato di un singolo fattore determinante o attività. Piuttosto, l'entità dovrà considerare tutti i tipi di evidenza a sua disposizione alla data di valutazione, tra cui è possibile ravvisare:

- Le modalità con cui vengono valutate le prestazioni del *business model*, nonché come tali *performance* vengono comunicate ai *manager* insigniti di responsabilità di matrice strategica;
- I rischi che influenzano la *performance* del modello di business (e delle attività finanziarie detenute nell'ambito di tale modello di business). In particolare, si citano le modalità con cui i medesimi rischi sono oggetto di gestione e, per concludere;

- Le modalità con cui sono oggetto di ricompensa i gestori dell'attività. A titolo meramente esemplificativo, il paragrafo correntemente oggetto d'esame menziona un'ipotesi di remunerazione imperniata sul valore equo (*fair value*) delle attività finanziarie oggetto di amministrazione, nonché un'ulteriore casistica in cui la remunerazione si configura come dipesa dai flussi finanziari ritratti dall'organizzazione.

Si riconosce ulteriormente come, ai fini della selezione del *business model* di riferimento per un certo strumento finanziario (o gruppo di essi), le vendite siano fondamentali, con particolare attenzione al loro volume, nonché la frequenza e le tempistiche delle stesse. Più nello specifico, con riferimento alle vendite passate, vi sarà la necessità di considerare le ragioni giustificanti queste ultime, nonché eventuali aspettative formulate con riferimento a potenziali eventi di vendita futuri. Ciononostante, il paragrafo B4.1.2C, il quale è mirato a sottolineare l'importanza di tale aspetto della valutazione, evidenzia anche il fatto che le vendite non possano essere determinanti, di per sé, il modello di *business*, non potendo perciò essere considerate in maniera del tutto isolata. L'entità, da questo punto di vista, sempre secondo il medesimo paragrafo, dovrà, in virtù della ragione summenzionata, tenere in considerazione le informazioni presenti concernenti le vendite passate nel contesto che ha determinato tali smobilizzi pregressi stessi, così come le condizioni sussistenti in tale momento passato rispetto alla situazione attualmente rinvenibile.

Ciononostante, aprendo un ragionamento ulteriore rispetto al tenore letterale di cui all'IFRS 9, è anche possibile definire come l'analisi dovrebbe essere sempre e comunque condotta avendo a riferimento il contesto di cui all'informativa di bilancio: un modello di *business* volto a mantenere per un periodo esteso le attività finanziarie, ai fini di poterne raccogliere i relativi flussi, sarà maggiormente compatibile con il concetto di costo ammortizzato. Per converso, la valutazione al *fair value* si farà più appropriata nel momento in cui si faccia riferimento ad uno strumento finanziario detenuto con l'obiettivo della successiva rivendita.

#### 4.6. Il modello di gestione Held to Collect (*HTC*)

Il modello *Held to Collect* (o, in breve, *HTC*) va a contraddistinguere le attività finanziarie che, come descritto anche in occasioni precedenti, si presentano come mantenute da parte

dell'organizzazione al fine della sola realizzazione dei flussi finanziari contrattuali, mediante la loro erogazione di flussi di capitale e interessi, piuttosto nel tentativo di amministrare la redditività complessiva dello strumento, la quale si estrinseca sia attraverso i pagamenti summenzionati, che tramite il successivo smobilizzo dello stesso. Ciononostante, il principio, alla sua appendice B, paragrafi B4.1.3 e B4.1.3A, menziona come non sempre il successivo smobilizzo degli strumenti detenuti sia confliggente il modello di gestione trattato nel presente paragrafo. In particolare, il paragrafo B4.1.3A menziona le seguenti casistiche, aventi un tenore meramente esemplificativo:

- Il caso in cui l'entità smobilizzi strumenti finanziari in virtù del loro incrementato rischio di credito. Si pensi al cessato rispetto dei requisiti fissati dalla banca concernenti il merito creditizio di un determinato debitore. Anche in assenza di una "policy di investimento" di cui all'entità redattrice il bilancio (facendo soprattutto riferimento agli istituti bancari) vi sarà la possibilità di provare che la vendita abbia avuto luogo in virtù del rischio di credito, che dovrà tuttavia essere dimostrato da parte dell'entità facendo riferimento alle "informazioni ragionevoli e dimostrabili, anche prospettiche". Il medesimo paragrafo menziona anche che, a prescindere dalla frequenza e del valore, le vendite avute luogo in virtù di un aumento del rischio di credito non vadano a contrastare l'obiettivo di ritrazione dei flussi di cassa contrattuali. Ciò discende dalla circostanza per cui il merito creditizio sia giudicato un elemento rilevante alla determinazione della capacità dell'entità di ritrarre i flussi finanziari contrattuali;
- La circostanza in cui le vendite siano "non frequenti", seppur significative, o "non significative" (anche se frequenti);
- Le vendite hanno luogo in periodo vicino alla scadenza dell'attività, con il ricavo ritratto dalla vendita che risulta approssimabile al valore dei flussi contrattuali residuali.

L'IFRS 9 non specifica, da questo punto di vista, come definire se le vendite siano "non significative", individualmente e a livello aggregato, con l'entità che sarà chiamata alla definizione di metri di valutazione commisurati alle circostanze, definendo, ad esempio, la rilevanza dell'importo delle vendite raffrontando la parte alienata con la dimensione complessiva del portafoglio ricompreso nell'ambito dello specifico *business model*, piuttosto che attraverso il confronto dell'importo di cui allo smobilizzo degli strumenti finanziari rispetto

ad altre grandezze, quali il totale degli impieghi<sup>213</sup>. La dimensione del portafoglio complessivo può rappresentare, in tal senso, un riferimento oltremodo importante, in virtù del fatto che l'obiettivo sia costituito dalla misura in cui le attività costituenti il portafoglio siano vendute nel contesto della valutazione del modello di business del portafoglio stesso.

Inoltre, si riconosce come un aumento nella frequenza o nel valore di cui agli smobilizzi nell'alveo di una determinata finestra temporale non sia suscettibile di compromettere la compatibilità con l'obiettivo di cui al modello di *business* votato alla ritrazione dei flussi di cassa contrattuali; ciononostante, è necessario che in tale circostanza l'entità vada almeno a valutare l'opportunità di confermare l'adeguatezza dell'adozione del business model *Held to Collect*, con, in particolare, la valutazione delle ragioni sottostanti a tali alienazioni, dal loro canto potenzialmente passibili di innescare una rivalutazione del *business model* di riferimento per le attività finanziarie.

#### 4.7. Il modello di gestione *Held to Collect and Sell*

Altro *business model* con cui l'entità redattrice il bilancio d'esercizio può gestire le proprie attività finanziarie riguarda la circostanza in cui l'obiettivo di cui alla detenzione degli strumenti finanziari in oggetto, sin dall'identificazione dell'intento di *business*, coinvolga tanto la ritrazione dei flussi finanziari contrattuali, quanto la vendita dello strumento finanziario stesso. Il paragrafo B4.1.4 della sopracitata appendice B al principio contabile internazionale IFRS 9 chiarisce il fatto che, in tale caso, i dirigenti con responsabilità strategiche abbiano determinato che entrambi gli elementi summenzionati (ritrazione dei flussi finanziari – capitale e interessi – e la successiva alienazione dello strumento finanziario oggetto d'esame) rivestano una funzione di fondamentale rilevanza ai fini del raggiungimento degli obiettivi di cui al modello di *business*. Il medesimo paragrafo specifica che, rispetto ad un modello di

---

<sup>213</sup> Rutigliano, M. (2020); *op.cit.*, p. 45

*business HTC* (visto nel paragrafo precedente), la vendita degli strumenti finanziari oggetto di riferimento rappresenti un elemento qualificante delle attività finanziarie stesse, senza che la stessa vada a rappresentare un evento derivante da condizioni contingenti di difficoltà finanziaria, contraddistinte da un'immediata esigenza di disponibilità liquide. Inoltre, tali attività di smobilizzo si presentano come più "*frequenti e di maggior valore*", in virtù del fatto che, come appena menzionato, le stesse vadano a qualificarsi come una parte determinante ai fini del raggiungimento dell'obiettivo.

#### 4.8. Il modello di gestione "*Other business model*"

Il modello *Other business model* (anche abbreviato in *OBM*) va a definire una categoria residuale ricomprendente gli strumenti finanziari non riclassificabili nei *business models* definiti in precedenza, in quanto i presupposti per effettuare ciò non sono rispettati da tali strumenti finanziari. Le attività finanziarie così gestite, le quali assumono quindi una finalità diversa da quelle contraddistinguenti i modelli *HTC* e *HTCS*, vengono valutate dal FVTPL. In questa categoria rientrano, ad esempio, portafogli che:

- vengono gestiti con la finalità di ritrarre flussi di cassa per tramite delle vendite;
- vengono gestiti con le loro prestazioni che risultano essere oggetto di valutazione al *fair value*;
- integrano la definizione di strumenti finanziari detenuti ai fini della negoziazione.

Relativamente a tale ultimo aspetto, si concepisce come un'attività finanziaria si definisce "detenuta per la negoziazione" nel momento in cui essa sia:

- acquistata preminentemente con lo scopo di essere venduta nel breve termine;
- all'attimo della prima rilevazione faccia parte di un portafoglio di strumenti finanziari rispetto ai quali vi sia la definizione di un modello di business votato alla definizione di un profitto a breve termine;
- un derivato, nel momento in cui non si configuri come uno strumento di copertura.

Ai fini delle definizioni di cui sopra, è possibile statuire come per "negoziazione" si intenda la compravendita attiva e frequente di strumenti finanziari, con, generalmente, il perseguimento

del fine di ritrarre un profitto derivante dalle fluttuazioni a breve termine del prezzo o del margine. Altri indizi che possono suggerire che una certa attività finanziaria sia oggetto di detenzione ai fini della negoziazione, rientrando quindi nel modello di gestione “*Other*”, possono essere costituiti da risultati di attività di *trading*, i quali possono essere espunti dal periodo medio di mantenimento delle attività finanziarie sopracitate in portafoglio.

#### 4.9. I flussi di cassa contrattuali (il test *SPPI*)

Il secondo *driver* definito dall’IFRS 9 ai fini della classificazione delle attività finanziarie nelle categorie già ricordate concerne le caratteristiche contrattuali dell’attività finanziaria, rispetto alle quali è oggetto di esecuzione il test *SPPI* (*Solely Payments of Principal and Interest*). La finalità perseguita tramite la sopracitata analisi risulta essere la valutazione della sussistenza di eventuali clausole contrattuali che permettano allo strumento di configurarsi come concettualmente lontano dal concetto di *basic lending arrangement*, riducendo la possibilità di ritenere congrua una valutazione al costo ammortizzato. Ai fini della determinazione dell’opportunità di valutare un’attività finanziaria al costo ammortizzato o al FVOCI, l’entità dovrà definire se i flussi finanziari ritratti dall’attività finanziaria stessa vadano a rappresentare esclusivamente il pagamento di capitale (il cosiddetto *principal*)<sup>214</sup> e degli interessi sul capitale residuo (anche denominato il c.d. capitale *outstanding*) a scadenze predeterminate (*interest*). La verifica delle condizioni contrattuali permette di valutare se, e in che misura, le stesse determinino, nell’ambito del ciclo di vita dello strumento finanziario, variazioni nella tempistica o nell’entità dei flussi di cassa.

---

<sup>214</sup> Il paragrafo BC4 dell’IFRS 9 definisce: “*Principal is the fair value of the financial asset at initial recognition. The IASB believes that this meaning reflects the economics of the financial asset from the perspective of the current holder; in other words, the entity would assess the contractual cash flow characteristics by comparing the contractual cash flows to the amount that is actually invested. However, the IASB acknowledged that the principal amount may change over the life of the financial asset (for example, if there are repayments of principal)*”.



Si può affermare, riprendendo anche la figura di cui al paragrafo 4.4. del presente capitolo, il fatto che, nel momento in cui un'attività finanziaria non vada ad integrare il criterio di cui al test *SPPI*, la stessa dovrà essere necessariamente valutata al *FVTPL*, tranne nel caso in cui la stessa si presenti come uno strumento rappresentativo di capitale per cui viene esercitata la cosiddetta *OCI option*. Come ricordato sopra, i flussi finanziari contrattuali che vanno ad integrare i criteri di cui al *SPPI* sono quelli che vanno a definire un "*basic lending arrangement*"<sup>215</sup>, ossia un contratto di finanziamento non complesso.

Il principio definisce in maniera circostanziata i concetti di capitale (o *Principal*) e di interesse (*Interest*).

Il capitale, o *Principal*, è definibile come il *fair value* dell'attività finanziaria nel momento della sua rilevazione iniziale. Tuttavia, tale ammontare potrà modificarsi nel tempo: si pensi all'effetto di eventuali rimborsi. Inoltre, è fondamentale ricordare che il capitale potrebbe configurarsi come più alto o più basso rispetto al valore nominale dello strumento, poiché, come definito poco sopra, il capitale va a configurarsi come *fair value* dello strumento al momento della rilevazione iniziale. Si pensi, a titolo esemplificativo, all'acquisto di un'obbligazione sotto la pari<sup>216</sup>.

Il concetto d'interesse, d'altro canto, afferisce alla ricompensa, oltre che per il c.d. "valore temporale del denaro", per il rischio di credito riconducibile al capitale residuo, nonché a tutti gli altri rischi contraddistinguenti un contratto di finanziamento semplice, ivi compresi i costi, quali quelli amministrativi, così come per una percentuale di guadagno coerente con un cosiddetto *basic loan*. Nel momento in cui nel contratto di finanziamento siano ricomprese clausole contrattuali che determinino la vulnerabilità a rischi o, in ogni caso, un'aleatorietà dei flussi contrattuali non propri di un "*basic lending arrangement*", ecco che non vi sarà la soddisfazione dei criteri dello *SPPI* da parte dei medesimi flussi di cassa contrattuali. Si pensi,

---

<sup>215</sup> Dabbene, F., & Roberti Vittory, M. (2017). Gli impatti dell'IFRS 9 sulle banche italiane e sul credito. *Bancaria*, 7, 2-17.

<sup>216</sup> Menicucci, E., & Paoloni, N. (2020). *IFRS 9 e le banche: impatti contabili e gestionali*. Torino: Giappichelli.

ad esempio, ad eventuali clausole di leva finanziaria, come la definizione di un tasso d'interesse multiplo dell'Euribor<sup>217</sup>.

Si specifica come il valore temporale del denaro sopra menzionato risulti essere la componente del tasso d'interesse che va a fornire una ricompensa in virtù del solo passaggio del tempo, e non per altri rischi e costi riconducibili allo strumento finanziario in oggetto. Per definire se un tasso d'interesse ricomprenda in suo seno una componente volta alla remunerazione del trascorrere del tempo vi sarà la necessità, da parte dell'entità, di tenere in considerazione fattori quali la divisa in cui è espressa l'attività finanziaria, nonché la periodicità di determinazione del tasso d'interesse.

L'IFRS 9 definisce anche il concetto di "*Modified time value of money*", ossia le eventuali modifiche al valore temporale del denaro, con l'ammissione che il valore del denaro a fronte del fluire del tempo possa mutare, con la conseguente imperfezione tra il passare del tempo e l'entità del tasso d'interesse. Il principio, da questo punto di vista, va a definire degli esempi volti a chiarificare quest'eventualità:

- *“Il tasso di interesse dell'attività è oggetto di rideterminazione a livello periodico (il cosiddetto reset del tasso); tuttavia, la periodicità di quest'avvenimento non corrisponde alla periodicità del tasso d'interesse. Si pensi, ad esempio, ad un tasso d'interesse semestrale che viene rideterminato a livello mensile;*
- *Il tasso d'interesse afferente l'attività è oggetto di ridefinizione a livello periodico, sulla base della media di un pool di tassi d'interesse, a breve e a lungo termine”.*

Il principio, poi, richiede anche l'esecuzione di un cosiddetto "*benchmark test*", votato a determinare la significatività del valore temporale del denaro, in modo da definire se il criterio *Solely Payment of Principal and Interest* risulti essere oggetto d'integrazione da parte dello strumento finanziario in analisi. L'obiettivo di tale *benchmark test* risulta essere quello di definire a quanto ammontino i flussi finanziari contrattuali non scontati di cui allo strumento nel momento in cui non vi fosse la modifica del valore temporale del denaro (si parla, in questo caso, di un cosiddetto "*strumento benchmark*"). Nel caso in cui sussistesse uno scostamento significativo tra flussi finanziari modificati e non, allora non vi sarebbe la soddisfazione del

---

<sup>217</sup> Rutigliano, M. (2020); *op.cit.*, p. 48

criterio *Solely Payment of Principal and Interest*. Si precisa come l'organizzazione redattrice il bilancio d'esercizio sarà tenuta a considerare l'effetto dell'alterazione del valore temporale del denaro in tutti i periodi di *reporting* di riferimento, con la cumolazione dei relativi effetti.

In virtù delle fattezze di tale metodologia di analisi, si comprende come lo strumento finanziario stesso potrebbe superare o meno il *benchmark test* in virtù del mutamento delle condizioni di mercato del periodo di conduzione, nonché di quelle verosimilmente attese relativamente agli esercizi successivi. Il principio contabile stesso osserva, giustamente, che in alcuni ordinamenti giuridici la definizione dei tassi d'interesse sia appannaggio di un ente di regolamentazione, se non addirittura del governo, in modo da coadiuvare alcune decisioni di politica economica. In certi di tali casi, infatti, l'obiettivo di cui al tasso d'interesse non risulta essere soltanto quello di ricompensare il trascorrere del tempo. Ciononostante, un tasso regolamentato si configura come una *proxy* del valore temporale del denaro nel momento in cui:

- *“La remunerazione insita nello stesso si presenta come coerente con il fluire del tempo;*
- *Non definisce l'esposizione a rischi o ad aleatorietà nei flussi di cassa che non si presentino coerenti con il concetto di basic lending arrangement”<sup>218</sup>.*

C'è da aggiungere che sussiste l'opportunità di osservare delle modifiche dei flussi di cassa nel corso del trascorrere del ciclo di vita di un'attività finanziaria. Si pensi, banalmente, alla presenza di un tasso di interesse variabile. In questo caso, ai fini della conduzione del test *SPPI* sarà necessario l'espletamento di un'analisi dell'evento che determina la mutazione dei flussi di cassa contrattuali delle attività finanziarie, in modo da valutare se tali flussi di cassa vadano a soddisfare o meno il criterio *SPPI*.

---

<sup>218</sup> IASB. IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione. (Paragrafo 1).  
<https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaInS/matdid/matdid834811.pdf>

## 4.10. Investimenti in titoli di capitale

Lo IAS 32, che definisce il concetto di strumento di capitale, prevede anche a fornire informazioni rispetto agli altri strumenti che dovranno essere classificati come titoli di capitale. Il possessore dovrà quindi valutare se lo strumento finanziario considerato sia soddisfacente del concetto di strumento di capitale, secondo una prospettiva di cui all'emittente. Gli stessi sono sempre oggetto di valutazione al FVTPL, salvo che, nel momento in cui si non faccia riferimento ad uno strumento di capitale detenuto soltanto ai fini della negoziazione, non si faccia ricorso alla cosiddetta "*OCI option*" che, si ricordi, dovrà essere esercitata irrevocabilmente e, nel momento in cui lo si desideri, ritenendo tale scelta necessaria ai fini del corretto trattamento degli strumenti, addirittura strumento per strumento. La cosiddetta "*OCI option*" fa riferimento, perciò, si badi bene, solamente agli strumenti rappresentativi di capitale come circoscritti dallo IAS 32. Caso peculiare, da questo punto di vista, concerne gli investimenti afferenti a quote in fondi comuni di investimento, tanto aperti quanto chiusi, considerati, per l'appunto, strumenti rappresentativi del capitale, in conformità con i disposti di cui allo IAS 32. Secondo l'IFRS 9, tali strumenti, nonostante siano qualificabili come strumenti rappresentativi di capitale da parte dell'emittente, sono, per loro vocazione, sempre nella prospettiva dell'emittente, delle passività finanziarie, per le quali non potrà andarsi ad applicare la possibilità di classificazione al FVOCI. Tale misurazione al FVOCI non risulterà essere un'opzione nemmeno nel momento in cui si faccia riferimento ai c.d. strumenti finanziari composti, poiché gli stessi vanno a configurarsi come somma di diverse componenti, tra cui si può annoverare una passività ed una componente azionaria dell'emittente. Si pensi, *in primis*, alle obbligazioni convertibili, le quale, tuttavia, ricomprende anche il pagamento di interessi. Tale precisazione risulta essere di primaria importanza, dato che, nel momento in cui lo strumento esaminato prevedesse il pagamento di interessi e lo stesso, nella sua integrità, rispetti la definizione di strumento rappresentativo di capitale, allora vi sarà la possibilità di esercitare la cosiddetta "*OCI option*" più volte menzionata.

## 4.11. Riclassificazioni di attività finanziarie

La riclassifica di un'attività finanziaria secondo lo IFRS 9 non è consentita, se non nel momento in cui si delinea la necessità di rivedere il *business model*. In tal caso, la riclassifica dell'attività finanziaria risulta essere obbligatoria, con il principio che, tuttavia, statuisce il fatto che tali modifiche dovrebbero essere eseguite di rado, in virtù di una variazione dei fattori interni od esterni all'organizzazione che redige il bilancio d'esercizio. In particolare, il principio menziona il fatto che tali modifiche dovrebbero presentarsi anche come significative e, soprattutto, dimostrabili anche nei confronti di entità esterne.

Il principio IFRS 9 chiarisce l'aspetto appena esposto attraverso la proposizione di alcune esemplificazioni, di seguito esposte:

- *“L'entità possiede un portafoglio di crediti commerciali ai fini di una futura rivendita ma, in un periodo successivo, acquisisce un'ulteriore entità, i cui crediti commerciali sono posseduti ai fini di percepirne i flussi di cassa contrattuali. Il risultato di tale operazione straordinaria consiste nel trasferimento dei crediti originariamente posseduti dall'entità ai fini della vendita a favore dell'entità acquisita, ai fini di percezione dei flussi finanziari contrattuali;*
- *L'entità redattrice del bilancio d'esercizio decide di interrompere un suo business, a favore del quale, ovviamente, non vanno più a confluire nuove attività. A fronte di ciò, l'entità persegue l'impegno di vendere le attività afferenti alla linea di business che ha deciso di cessare”.*

Il principio, in contrapposizione a quanto appena affermato, definisce anche delle casistiche in cui non si ravvisa, per converso, una modificazione del modello di business:

- *“Una modificazione degli obiettivi concernenti la gestione di particolari attività finanziarie, anche considerando eventuali significative mutazioni delle condizioni di mercato;*
- *La scomparsa temporanea di un certo mercato di attività finanziarie;*
- *Il trasferimento di attività finanziarie tra diverse partizioni di una singola entità, caratterizzate da differenti modelli di business”.*

La classificazione delle attività finanziarie è dipesa dalla modalità in cui sono amministrare in seno ad un certo *business model*, non unicamente sulla base dell'obiettivo di cui al *business model* stesso. Ciò comporta che i cambiamenti nelle modalità di trattamento delle attività finanziarie non comporteranno la riconfigurazione della classificazione delle attività esistenti, ma potrebbero definire che le nuove attività acquisite debbano essere categorizzate in modo differente<sup>219</sup>.

Nel momento in cui un'entità ravvisi un cambiamento significativo del modello di *business*, le attività coinvolte nel cambiamento dovranno essere oggetto di riclassificazione dal primo giorno del periodo di *reporting* successivo, con il *business model* che dovrà essere oggetto di modificazione precedentemente alla data di riclassificazione. A ciò consegue l'impossibilità di perseguire attività coerenti con il *business model* precedentemente adottato in seguito alla data di modificazione dello stesso. Ciononostante, è opportuno ricordare che i periodi precedenti non vengano rideterminati.

## 4.12. La misurazione delle attività finanziarie

### 4.12.A. La misurazione al momento della rilevazione iniziale

Le attività finanziarie dovranno essere oggetto di rilevazione iniziale nel momento in cui si verifichi la condizione per cui l'entità diventa parte delle condizioni contrattuali di cui allo strumento finanziario. Le medesime attività finanziarie, inoltre, dovranno essere valutate al *fair value*, ricomprensive i relativi costi di transazione nel momento in cui si faccia riferimento a valutazioni di strumenti finanziari non al *FVTPL*. Tale *fair value* si presenta come oggetto di quantificazione secondo i parametri specificati dall'IFRS 13 "*Fair Value Measurement*", il quale statuisce che il *fair value* si presenti come "*il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione*". D'altro canto, i costi di transazione si presentano come gli oneri che sono univocamente riconducibili

---

<sup>219</sup> Rutigliano, M. (2020); *op.cit.*, p. 59.

all'acquisto o all'emissione di un'attività finanziaria. Ciò definisce una situazione per cui tali oneri non sarebbero emersi nel momento in cui non vi fosse mai stata l'emissione o l'erogazione dello strumento finanziario in oggetto. Si pensi, ad esempio, a commissioni, imposte e tasse, nonché oneri di registrazione. Tuttavia, si precisa come i costi di transazione non ricomprendano gli oneri legati al concepimento di un certo strumento finanziario<sup>220</sup>.

Si afferma come l'IFRS 9 statuisca quanto precedentemente affermato dallo IAS 39, con riferimento alle seguenti circostanze:

- 1) *“Il fair value riconducibile alla rilevazione iniziale è normalmente costituito dal prezzo della transazione, con particolare riferimento al fair value dell'importo monetario corrisposto o ricevuto per quanto riguarda lo strumento finanziario;*
- 2) *Nel momento in cui vi sia una discrepanza tra il fair value rilevato al momento della contabilizzazione iniziale e il prezzo della transazione:*
  - a) *Nel momento in cui la stima del fair value sfrutti solamente dati discendenti da mercati osservabili, la differenza sarà oggetto di rilevazione a conto economico;*
  - b) *Nei casi ulteriori, invece, la differenza sarà “spalmata” nel corso del dispiegarsi del ciclo di vita dello strumento finanziario, con la stessa che andrà a rettifica del valore contabile dello stesso”<sup>221</sup>.*

#### 4.12.B. Le misurazioni successive

Conseguentemente alla sua rilevazione iniziale, un'attività finanziaria sarà successivamente oggetto di contabilizzazione al costo ammortizzato, nonché, eventualmente, al *fair value* con rilevazione a conto economico (*FVTPL*) o con rilevazione tra le altre componenti di conto economico complessivo (*FVOCI*), a seconda della precedentemente menzionata operazione di classificazione.

È da notare come l'IFRS 9 abbia rimosso la possibilità eccezionale, consentita dallo IAS 39, che permetteva la misurazione delle partecipazioni non quotate al costo. L'IFRS 9 richiede, dal suo canto, infatti, che gli strumenti di partecipazione non di controllo o di collegamento, nonché i

---

<sup>220</sup> Rutigliano, M. (2020); *op.cit.*, p. 62.

<sup>221</sup> IASB. (2014). IFRS 9 - "Strumenti Finanziari". [https://www.revisorionline.it/IAS\\_IFRS/ifrs9-p1.htm](https://www.revisorionline.it/IAS_IFRS/ifrs9-p1.htm)

derivati ad essi correlati, siano misurati successivamente al *fair value*, con l'introduzione, tuttavia, di alcune circostanze eccezionali nell'ambito delle quali il costo si presenti come un'appropriata approssimazione del *fair value*, che però non si applicano con riferimento alla partecipazioni mantenute in capo ad enti quali le istituzioni finanziarie, nonché i fondi comuni di investimento:

- Le informazioni più recentemente disponibili non si presentano come sufficienti ai fini della misurazione del *fair value*;
- Il costo rappresenta la miglior stima del valore nell'alveo di un intervallo rappresentato da una rosa di possibili stime di *fair value*<sup>222</sup>.

#### 4.13. La nuova procedura di *impairment* di crediti e titoli di debito secondo l'IFRS 9

##### 4.13.A Considerazioni introduttive

La seconda fase del processo con il quale lo IASB ha rimpiazzato lo IAS 39 consiste nel riconoscimento dell'inadeguatezza di cui al modello di rilevazione delle svalutazioni sui crediti come architettato dallo IAS 39 (con particolare riferimento ad un metodo di tipo *incurred*, con cui le riduzioni di valore sono computate nel bilancio d'esercizio soltanto al verificarsi di un c.d. *trigger event*), il quale generava una certa sistematicità nella definizione di rettifiche ritenute dai più tardive e non sufficienti (come testimoniato dalla locuzione, proveniente dal mondo contabile anglosassone, "*too little, too late*"). In particolare, l'impegno profuso dal *board* si è concentrato sulla risoluzione delle problematiche concernenti le interazioni tra le pecche del summenzionato modello *incurred* e l'andamento del ciclo economico<sup>223</sup>.

---

<sup>222</sup> IASB. (2014). IFRS 9 - "Strumenti Finanziari". [https://www.revisorionline.it/IAS\\_IFRS/ifrs9-p1.htm](https://www.revisorionline.it/IAS_IFRS/ifrs9-p1.htm)

<sup>223</sup> Vergari, D., & Macellari, M. (2016). IFRS 9, sfide e soluzioni: dalla metodologia alla messa a terra. CRIF.



Le principali novità fatte esordire dall'IFRS 9 consistono nella sostituzione del precedentemente menzionato modello di *impairment*, basato sulla "maturazione" delle perdite, con un nuovo criterio, l'*expected loss approach*, imperniato, invece, sulla rilevazione delle perdite anche se solamente attese, in modo da ridurre la pro-ciclicità del modello di *impairment*. Il presente modello di *impairment* adottato dall'IFRS 9 abbraccia una logica *forward-looking*, così da "permettere di ridurre l'impatto con cui hanno avuto manifestazione le perdite e [...] appostare in anticipo le rettifiche su crediti in modo proporzionale all'aumentare dei rischi, evitando di sovraccaricare i conti economici al manifestarsi degli eventi di perdita e riducendo l'effetto pro-ciclico<sup>224</sup>".

In estrema sintesi, il modello proposto dal nuovo principio, il c.d. *Expected Credit Loss approach* (definito anche, nella sua versione di applicazione generale, come *General approach*), è noto per definire la riclassificazione degli strumenti finanziari in tre categorie, denominate stadi o *stages*, a cui sono associate definite modalità di individuazione e misurazione di eventuali rettifiche di valore. Non a caso, il modello viene anche denominato dagli addetti ai lavori come *three-bucket model*, facendo un esplicito richiamo alla riclassificazione degli strumenti finanziari in tre *stages*, sulla base del peggioramento del merito creditizio successivamente alla rilevazione iniziale.

In termini generali, si anticipa, ad esempio, il fatto che, nel momento in cui uno strumento finanziario è generato, nonché acquisito, e fino al momento in cui non abbia subito un rilevante aumento del rischio di credito, o nel momento in cui, pur essendo avvenuto un significativo incremento del rischio di credito, quest'ultimo sia in ogni caso considerabile basso (Stage 1), le rettifiche di valore verranno computate sulla base delle perdite attese che si presentano possibili sulla base di eventi di *default* potenzialmente emergenti entro 12 mesi dalla data di conclusione dell'esercizio (il cosiddetto *12-month Expected Loss*, o ECL12). Gli interessi attivi, d'altro canto, dovranno essere oggetto di rilevazione secondo il tasso d'interesse effettivo originario applicato al valore contabile lordo (*gross carrying amount*), coincidente al costo ammortizzato, previamente alla rettifica per perdite di valore.

Per converso, nel momento in cui lo strumento finanziario presenti, al momento di conduzione della procedura di *impairment*, un significativo deterioramento della qualità del

---

<sup>224</sup> Ariante, P., De Rosa, C., & Sica, C. (2016), *op. cit.*

credito rispetto al momento di prima rilevazione, congiuntamente con la possibilità di ritenere tale rischio di credito non trascurabile, ovvero vi sia l'impossibilità di ritenere lo strumento assimilabile, nei suoi profili di rischio, ad un'esposizione *investment grade* (Stage 2), le eventuali rettifiche di valore dovranno essere determinate con attenzione a tutte le perdite che potrebbero risultare da eventi di *default* potenzialmente emergenti lungo la vita dell'attività finanziaria nella sua totalità (il c.d. modello *LEL – Lifetime Expected Loss*). Ulteriormente, è possibile affermare come gli interessi attivi continueranno ad essere rilevati sulla base del tasso d'interesse effettivo originario, che sarà applicato, anche in questo caso, al valore contabile lordo.

Al verificarsi di un evento di perdita, l'attività dovrà poi essere trasferita al terzo stadio (Stage 3), in cui si continua a prevedere la rilevazione delle perdite attese lungo l'intera vita residua dell'attività finanziaria. Tuttavia, gli interessi attivi, a differenza dei due precedenti stadi, dovranno essere oggetto di rilevazione al tasso d'interesse effettivo originario, applicato al costo ammortizzato, che altro non è che il valore contabile lordo espunto delle perdite attese su crediti già contabilizzate presso il bilancio d'esercizio<sup>225</sup>.

In sostanza, è possibile scorgere, in questa prima analisi del modello di *impairment* tipico dell'IFRS 9, le intenzioni componenti lo spirito di riforma di cui allo *standard setter*, già in realtà menzionate: anticipare la ricognizione delle perdite rispetto all'evento di *default*, congiungendo l'emersione delle perdite stesse all'avvenuto incremento del rischio.

Per definire l'incombenza o meno di un aumento rilevante del rischio di credito, il quale si presenta come il principale elemento volto a definire la necessità o meno di attivare la procedura di *impairment*, con la conseguente ed eventuale svalutazione (tramite le perdite attese nei successivi 12 mesi, piuttosto che quelle attese lungo l'interezza della vita utile dello strumento finanziario oggetto d'analisi), è necessario che gli istituti finanziari paragonino la probabilità di *default* risalente alla data di iscrizione iniziale con quella di cui alla data di valutazione. Il principio contabile oggetto d'analisi, da questo punto di vista, mette a disposizione diverse metodologie funzionali alla determinazione della sussistenza o meno di un incremento rilevante del rischio di credito, proponendo, tra le altre (si veda a margine e

---

<sup>225</sup> Marcon, C. (2020). Gli strumenti finanziari in bilancio secondo l'IFRS 9. Franco Angeli.

*infra*) a titolo di “presunzione relativa”<sup>226</sup>, al paragrafo 5.5.11, una scadenza dei pagamenti dovuti per un periodo di almeno 30 giorni. L’entità, tuttavia, potrà confutare la presunzione (che, appunto, si dice “relativa”), nel momento in cui essa abbia a disposizione informazioni “ragionevoli e dimostrabili”, nonché disponibili senza eccessivi sforzi e costi, che provano il mancato incremento significativo del rischio di credito, nonostante la scadenza dei pagamenti contrattuali da oltre 30 giorni. Il principio, inoltre, definisce come la verifica del deterioramento dell’affidabilità creditizia dovrebbe essere effettuata strumento per strumento, nel momento in cui non vi siano gruppi di strumenti finanziari la cui alterazione del rischio di credito possa essere agevolmente misurata su base aggregata, in virtù della presenza di caratteristiche condivise tra gli stessi.

Successivamente, sarà necessario definire l’entità delle perdite attese, le quali sono qualificate dallo *standard* contabile stesso come pari alla media ponderata delle perdite che la banca potrebbe accusare in caso del verificarsi nel concreto di un evento di *default*; tali perdite, come anticipato, sono oggetto di ponderazione assumendo come pesi la probabilità del verificarsi degli eventi di *default* stessi in diversi scenari.

È opportuno menzionare come il Principio, in sé, non determini la necessità di considerazione dei dati provenienti dal passato, nonché quelli presenti e futuri. Tuttavia, data la sua ottica di valutazione *forward-looking*, lo stesso fa presupporre in maniera abbastanza cristallina il fatto che una maggiore rilevanza dovrebbe essere conferita alle circostanze correnti, nonché a favore delle aspettative concernenti i tempi futuri. In virtù di ciò, è ragionevole assumere che tale modello di *impairment* di matrice *expected* dovrebbe, almeno a livello teorico, definire un’incrementata regolarizzazione negli accantonamenti, riducendo la pro-ciclicità riconducibile al modello *incurred*, che, si ricordi, va a rilevare le riduzioni di valore in modo relativamente tardivo, in virtù della mancata ricognizione dei deterioramenti di merito creditizio, se non nel momento in cui emerga il verificarsi di un c.d. “*trigger event*” (anche denominato evento di perdita, nonché evento di *default*). Ciò andava a determinare il cosiddetto “*cliff effect*” (o, in italiano, “effetto scogliera”), in virtù del fatto che la svalutazione contabile, frutto dell’attività di *impairment*, ingloba anche le perdite su crediti che erano in

---

<sup>226</sup> Rutigliano, M. (2020); *op.cit.*, p. 77.

realtà previste sin dalla prima rilevazione, ma che non erano mai state rilevate, in virtù dell'assenza del verificarsi di un *evento di innesco*.

È poi da notare come il principio non definisca indicazioni relativamente alla conformazione del modello volto alla stima delle perdite attese da adottare. Infatti, è necessario citare come i diversi intermediari finanziari abbiano adottato delle soluzioni a dir poco eterogenee, con alcuni istituti bancari che hanno optato per la reiterazione di processi derivanti da modelli già collaudati e, soprattutto, avallati da parte dei *regulators*; altri attori, d'altro canto, hanno optato per l'astrazione di modelli concepiti in maniera apposita.

Nel corso dei successivi sottoparagrafi il modello di *impairment* di cui al nuovo standard contabile IFRS 9 sarà analizzato in maniera ulteriore rispetto a queste prime considerazioni di ordine generale. *In primis*, sarà necessario circoscrivere il perimetro applicativo dello stesso, con la necessità di specificare gli strumenti finanziari assoggettati al summenzionato modello di *impairment*. Inoltre, verrà esaminato il modello di stima delle perdite attese "generale".

#### 4.13.B L'ambito applicativo del modello di *impairment* di cui all'IFRS 9

Il perimetro applicativo del modello di *impairment* come previsto dall'IFRS 9 si configura essere come più ampio rispetto a quello previsto per quanto concerne il modello di *impairment* di cui allo IAS 39. Segnatamente, nell'ambito del primo sono ricomprese:

- *“Le attività finanziarie amministrate in ottemperanza ad un business model di tipo Held to Collect (HTC), che sono, perciò, misurate attraverso il metodo del costo ammortizzato.*
- *Gli strumenti di debito valutati al fair value, aventi a titolo di contropartita il patrimonio netto, i quali risultano inseriti in un business model Held to Collect and Sell (HTCS);*
- *I contratti di leasing gestiti secondo i dettami di cui all'IFRS 16;*
- *I crediti commerciali che derivano da ricavi inseriti in bilancio secondo l'IFRS 15;*

- *Le garanzie finanziarie e gli impegni creditizi (i c.d. loan commitments) che hanno la caratteristica dell'irrevocabilità, ad eccezione di quelli che risultano votati alla valutazione al fair value e di quelli assimilabili agli strumenti finanziari derivati*<sup>227</sup>.

Operando un confronto tra l'ambito applicativo appena astratto per quanto riguarda l'IFRS 9 e quello che caratterizzava, invece, lo IAS 39, è possibile evidenziare due ordini di differenze. In primo luogo, è possibile definire come ad ispirare la conformazione del perimetro applicativo del modello di *impairment* ex IFRS 9 vi sia la volontà di definire una conformità per quanto concerne il modello di valutazione utilizzato relativamente alle attività finanziarie valutate al costo ammortizzato, poiché amministrato da parte dell'entità secondo un modello di tipo *HTC*, e per quelle, d'altro canto, valutate al *FVOCI*, poiché gestite in ottemperanza all'applicazione di un *business model* di tipo *HTCS*. Un secondo ordine di difformità concerne l'applicazione del modello dell'*expected loss* per la valutazione delle garanzie finanziarie e gli impegni creditizi, i quali, all'epoca dell'applicazione dello IAS 39, risultavano essere trattati in ottemperanza ai dettami dello IAS 37<sup>228</sup>.

Da quanto appena affermato è possibile, per converso, esaminare quali strumenti finanziari siano espunti dalla loro inclusione nell'ambito applicativo di cui al modello di *impairment* di cui all'IFRS 9. In particolare, risultano essere esclusi gli strumenti di *equity* che, nonostante ciò, sono ricompresi nel perimetro di cui all'applicazione generale dell'IFRS 9. Ciò perché tali strumenti sono valutati al *fair value*, con l'iscrizione delle relative variazioni nell'ambito del conto economico, oppure al *fair value*, con relativa contropartita iscritta in patrimonio netto, a seguito di scelta irrevocabile posta in essere dall'istituto bancario in sede di *First Time Adoption*, nonché al momento dell'iscrizione iniziale dello strumento finanziario stesso.

---

<sup>227</sup> IASB. (2014). IFRS 9 - "Strumenti Finanziari". [https://www.revisoronline.it/IAS\\_IFRS/ifrs9-p1.htm](https://www.revisoronline.it/IAS_IFRS/ifrs9-p1.htm)

<sup>228</sup> Rutigliano, M. (2020); *op.cit.*, p.85.

#### 4.13.C Il modello generale di stima delle perdite attese (*expected credit losses*)

Come ricordato nei paragrafi precedenti, il modello generale dell'IFRS 9 ha la caratteristica di essere un modello di tipo *expected*, per cui non si presenta più la necessità (al contrario del "regime" affermato dallo IAS 39) di *ravvisare* la presenza di un *trigger event* ai fini della rilevazione di eventuali riduzione di valore di attività finanziarie ricomprese in seno al perimetro applicativo di cui al modello di *impairment* oggetto d'analisi, esaminato nell'ambito del precedente sottoparagrafo. Sostanzialmente, è possibile statuire come tutte le attività finanziarie rientranti nel campo d'applicazione del modello siano assoggettate ad *impairment* al momento della loro rilevazione iniziale.

Le perdite attese, come già parzialmente definito nell'ambito del paragrafo introduttivo, sono pari alla media ponderata delle perdite che la banca potrebbe accusare nel momento in cui si verifichi un evento di perdita (o evento di *default*), con riferimento ad una moltitudine di scenari.

Secondo il modello generale di stima delle perdite (il c.d. *General model*) la banca dovrà procedere, nell'ambito di ciascuna data di riferimento ai fini della produzione della rendicontazione economico-finanziaria, alla valutazione, individuale o aggregata, dell'eventuale emersione di un aumento significativo del rischio di credito, avendo riferimento, ai fini della comparazione, al rischio di credito emerso nell'ambito della data di rilevazione iniziale (nella prassi si denomina tale passaggio con l'acronimo *SICR*, ossia *Significant Increase in Credit Risk*). Inoltre, vi sarà la necessità di certificare la conformità del fondo svalutazione crediti e di contabilizzare le eventuali rettifiche di valore, che non saranno altro che pari alle perdite attese lungo la vita dello strumento finanziario nella sua interezza.

Si ricordi che due sono le modalità di misurazione dell'*impairment*: una prima modalità è quella riconducibile al modello *Expected Credit Loss* a 12 mesi, mentre la seconda computa tutte le perdite attese lungo la vita dello strumento finanziario nella sua interezza (il cosiddetto modello *ECL Lifetime*).

La significatività del deterioramento del merito creditizio sarà oggetto di determinazione tenendo conto delle variazioni del rischio di insolvenza (chiamato, a livello bancario,

*Probability of Default, PD*) concernenti l'interezza della vita residua dell'attività finanziaria oggetto di analisi.

Come menzionato nell'ambito del paragrafo introduttivo, le attività finanziarie dovranno essere quindi ricondotte a tre stadi, che indicano un progressivo deterioramento della qualità del credito oggetto d'analisi:

- 1) Allo Stadio 1 viene ricondotta una misurazione della perdita attesa (comunemente denominata, nel gergo degli addetti ai lavori, anche nella sua trasposizione anglosassone, ossia *EL- Expected Loss*) sulla base della considerazione di un intervallo temporale pari a 12 mesi. Nell'ambito del primo stadio vengono fatte confluire due ordini di attività finanziarie. *In primis*, vengono ricondotte a tale "bucket" tutte le attività finanziarie nell'ambito della loro rilevazione iniziale (con l'eccezione dei cosiddetti *POCI, Purchased or Originated Credit Impaired Assets* ossia le attività finanziarie acquistate o originate come deteriorate), nonché gli strumenti che, nel periodo intercorrente tra la data di prima iscrizione e la redazione del bilancio d'esercizio, non hanno scontato un aumento rilevante del rischio di credito. Inoltre, il Principio prevede una cosiddetta *low credit risk exemption* per quanto riguarda le attività finanziarie che presentino, alla data di *reporting*, un coefficiente di rischio di credito particolarmente basso, per cui l'IFRS 9 permette l'inclusione nell'ambito del presente stadio senza la necessità di provare la sussistenza del più volte menzionato significativo incremento del rischio di credito. Il principio, in particolare, definisce come il concetto di *low credit risk* possa essere integrato da eventuali esposizioni provviste di un rating *investment grade*, senza tuttavia la necessità che il medesimo strumento sia valutato tramite un giudizio di *rating esterno*, con la conseguente legittimazione dell'utilizzo di procedure interne all'istituto bancario redattore del bilancio, ai fini dell'individuazione delle attività finanziarie che integrino i presupposti della *low credit risk exemption*<sup>229</sup>.

---

<sup>229</sup> Crossen, C., & Wang, Y. (2016, Giugno). IFRS 9 Impairment Regulations: Implementation Challenges and Potential Solutions. Tratto da Moody's Analytics: <https://www.moodyanalytics.com/risk-perspectives-magazine/risk-finance-accounting-converge-ifrs9/spotlight-ifrs-9/ifrs-9-impairment-regulations>

- 2) Lo Stadio 2, come già ricordato in precedenza, prevede che la definizione della perdita attesa avvenga su un orizzonte *lifetime*, considerando quindi, come già menzionato, l'interezza della vita dello strumento finanziario. In codesta categoria andranno riclassificate le attività finanziarie che abbiano dimostrato un incremento significativo del rischio di credito in relazione a quello emerso nell'ambito della fase di rilevazione iniziale. Pertanto, è impossibile definire tali strumenti finanziari come provvisti di un grado non elevato di rischio di credito;
- 3) Lo Stadio 3, dal suo canto, prevede ancora una volta un'astrazione della perdita attesa secondo un orizzonte temporale *lifetime*. Al presente stadio saranno annoverate tutte le attività finanziarie che abbiano dimostrato, oltre ad un significativo nocumento alla relativa qualità del credito, anche delle oggettive perdite di valore. L'IFRS 9 definisce il deterioramento di un'attività finanziaria corrispondente all'emersione di eventi che vanno a definire dei risvolti di carattere negativo relativamente ai flussi di cassa futuri relativi alla stessa, portando alla loro ridefinizione al ribasso. In particolare, i seguenti eventi, posti come esemplificazione da parte del Principio, portano alla definizione di dati costituenti evidenza oggettiva del sopracitato deterioramento:
- (a) *“Difficoltà finanziarie significative presenti in capo all'emittente o al debitore;*
  - (b) *Un inadempimento delle clausole contrattuali. Si pensi al mancato rispetto di un termine;*
  - (c) *L'estensione di una concessione che il creditore altrimenti non avrebbe preso in considerazione, in virtù di ragioni economiche o contrattuali concernenti le difficoltà finanziarie del debitore;*
  - (d) *La probabilità che il debitore dichiari il fallimento, nonché altre procedure di ristrutturazione finanziaria;*
  - (e) *La scomparsa di un mercato attivo dell'attività finanziaria oggetto d'analisi, in virtù di difficoltà finanziarie;*
  - (f) *L'acquisto o la generazione di attività finanziarie con grossi sconti, che testimoniano le perdite su crediti accusate dall'entità”.*

Come già ricordato, rientrano nel presente stadio anche i cosiddetti *POCI*, costituiti da tutti gli strumenti finanziari che, nel momento del loro acquisto o generazione si presentano già come deteriorati. Per tali tipologie di strumenti finanziari è, quindi, sempre necessario procedere ad



una definizione della perdita attesa secondo l'approccio *lifetime*, con l'ulteriore necessità di mantenere gli stessi nell'alveo dello *Stage 3*, con l'opportunità, tuttavia, di riclassificarli presso lo *Stage 2* nel momento in cui vengano meno i caratteri che qualificano tali attività come *impaired*.

Da questo punto di vista, è infatti possibile affermare come le transizioni delle attività finanziarie da uno stadio all'altro seguano un andamento di carattere simmetrico<sup>230</sup>, per il fatto che, oltre alla possibilità di "declassare" un'attività finanziaria nel momento in cui si certifi il suo deterioramento, vi sarà la possibilità di riclassificare un'attività finanziaria presso lo Stadio 1 nel momento in cui si certifi un certo ripristino della sua qualità creditizia. Ovviamente, il ripristino del merito creditizio sarà oggetto di valutazione da parte dell'istituto bancario attraverso le medesime variabili osservate dalle stesse ai fini della definizione degli eventuali deterioramenti.

Altro aspetto che aggiunge complessità all'applicazione del modello di *impairment* concerne la necessità di esaminare l'eventuale significativo incremento del rischio di credito con riferimento ad ogni singola attività finanziaria relativa a ciascun debitore (con un approccio cosiddetto "per transazione", volto all'esame di ciascuna singola esposizione debitoria facente parte alla controparte), piuttosto che analizzare la figura del debitore nella sua interezza (il cosiddetto approccio "per controparte").

#### 4.13.D I driver che determinano l'incremento significativo del rischio di credito

Come già affermato nei precedenti paragrafi, un significativo incremento del rischio di credito emerso successivamente al momento della rilevazione iniziale andrà a determinare una transizione dell'attività finanziaria oggetto d'analisi dallo *Stage 1* allo *Stage 2*, con la possibilità di ulteriormente osservare un adeguamento del fondo svalutazione crediti, il quale, secondo le regole caratterizzanti gli strumenti finanziari ricompresi nell'ambito dello *Stage 2*, verrà determinato con l'approccio *lifetime*, anch'esso introdotto nell'ambito dei precedenti paragrafi. Si comprende, perciò, come sia necessario determinare, nell'ambito della data di

---

<sup>230</sup> Rutigliano, M. (2020); *op.cit.*, p.83.

chiusura del bilancio d'esercizio, se il rischio di credito di cui allo strumento finanziario oggetto d'esame abbia subito un aumento significativo in relazione alla sua iniziale rilevazione. Da questo punto di vista, sarà opportuno osservare eventuali cambiamenti riferibili al rischio di *default*, nonché rispetto all'importo delle perdite su crediti attese nel momento in cui tale *default* andasse a verificarsi. Osservando quanto dettato dal Principio al paragrafo B.5.5.17 è possibile apprendere come l'analisi del rischio di credito presenti due caratteristiche fondamentali: la stessa, infatti, si presenta come multifattoriale e olistica, in virtù del fatto che la rilevanza di un determinato fattore risulti essere nella stragrande maggioranza dei casi dipesa dalla tipologia di strumento finanziario in esame, nonché dalle sue caratteristiche, dalla controparte coinvolta e dalla sua relativa localizzazione geografica<sup>231</sup>.

Come già ricordato in nota, l'IFRS 9 va a definire un elenco, avente mero carattere esemplificativo, di fattori che potrebbero configurarsi come potenzialmente rilevanti nella determinazione di un'eventuale variazione del rischio di credito, tra cui si ricordano i successivi:

- *“Variazioni rilevanti degli indicatori di prezzo interni di un certo strumento finanziario. Si pensi, ad esempio, allo spread creditizio che si determinerebbe nel mercato esterno se il medesimo strumento finanziario, coinvolgente le medesime controparti, fosse emesso o creato alla data di riferimento del bilancio d'esercizio;*
- *Altre variazioni dei connotati dello strumento finanziario a livello contrattuale, nel momento in cui le stesse si presenterebbero come sostanzialmente differenti nel caso in cui lo strumento finanziario in esame fosse oggetto di definizione o emissione alla data di riferimento del bilancio d'esercizio. Si pensi, ad esempio, a garanzie personali o reali più severe, in virtù di una variazione del rischio di credito di cui allo strumento finanziario successivo alla rilevazione iniziale;*
- *Una variazione significativa, effettiva o attesa, del rating esterno, nonché un eventuale declassamento, effettivo o atteso, del rating interno del mutuatario, nonché dell'eventuale punteggio comportamentale assegnatogli a livello interno ai fini della relativa valutazione del merito di credito.*

---

<sup>231</sup> Rutigliano, M. (2020); *op.cit.*, p. 86.

- *Variazioni significative, effettive o attese, delle condizioni economiche che si ritiene possano determinare un mutamento significativo della capacità di cui al mutuatario di onorare i propri debiti. Si ricorda un aumento significativo del tasso di interesse, effettivo o atteso, nonché un aumento, effettivo o atteso, dei tassi di disoccupazione;*
- *Una variazione significativa e sfavorevole, esistente o prevista, dei risultati operativi totalizzati dal mutuatario, con la possibilità di citare, ad esempio, il calo dei ricavi e dei margini, effettivi o attesi, nonché l'aumento di rischi operativi, la carenza di capitale circolante, la diminuzione della qualità delle attività, una maggiore leva finanziaria, problemi gestionali, nonché cambiamenti concernenti l'ambito dell'attività commerciale e della struttura organizzativa (come la cessazione di un settore dell'attività commerciale) che comportano una variazione significativa della capacità del mutuatario di onorare i suoi debiti;*
- *Una variazione significativa sfavorevole, effettiva o attesa, del contesto regolamentare, economico o tecnologico del mutuatario che comporti una significativa della capacità del mutuatario che comporti una mutazione significativa della capacità riconosciuta al mutuatario di far fronte ai propri debiti, come il calo della domanda del prodotto commercializzato dal mutuatario a causa di un'evoluzione tecnologica.*
- *Una variazione significativa sfavorevole del valore delle garanzie reali che sostengono il debito, nonché della qualità di eventuali garanzie di terzi o di ulteriori strumenti di mitigazione del rischio di credito, i quali dovrebbero ridurre l'incentivo economico, per il mutuatario, ad effettuare pagamenti contrattuali regolari o, in alternativa, avere effetti sulla probabilità di inadempimento. Ad esempio, nell'ambito di alcuni sistemi giudiziari i mutuatari saranno maggiormente stimolati a non procedere al rimborso del mutuo nel momento in cui il valore della garanzia reale si riduca, in virtù della riduzione dei prezzi delle abitazioni.*
- *Variazioni significative, come la riduzione del sostegno finanziario da parte dell'entità capogruppo o di altre affiliate, o una variazione significativa, effettiva o attesa, della qualità dello strumento di attenuazione del rischio di credito, che potrebbero ridurre l'incentivo economico, per il mutuatario, ad effettuare pagamenti contrattuali regolari.*
- *Variazioni significative del comportamento del mutuatario, come, ad esempio, un aumento del numero atteso o nell'entità prevista dei ritardi nei pagamenti contrattuali,*

*nonché eventuali aumenti significativi nel numero previsto di beneficiari di carte di credito che si prevede raggiungano o superino il loro limite massimo di credito;*

- *Variazioni nell'approccio di gestione del credito da parte dell'azienda in relazione allo strumento finanziario; in altri termini, in base a indicatori emergenti di variazioni del rischio di credito dello strumento finanziario, le prassi di gestione del rischio di credito dell'entità dovrebbero diventare più attive, in particolare con un controllo o un monitoraggio più intensi dello strumento o un intervento specifico dell'entità presso il mutuatario.*
- *Informazioni sul livello dello scaduto (con particolare riferimento alla presunzione relativa di cui al paragrafo 5.5.11)<sup>232</sup>".*

Come già sottolineato in più occasioni, il principale *driver* oggetto di ricorso da parte delle banche ai fini della ricognizione gli strumenti finanziari caratterizzata da un incremento rilevante del relativo rischio di credito relativamente al momento di prima rilevazione è la probabilità di inadempimento, PD. Tale circostanza è connaturata alle specificazioni del principio, che definisce, al paragrafo 5.5.9, la necessità di osservare il ricorso alle variazioni del rischio di insolvenza nell'ambito della vita attesa dell'attività finanziaria, rispetto, in alternativa, alla variazione dell'ammontare delle potenziali perdite su crediti.

Pertanto, ai fini della valutazione della PD, la banca sarà chiamata a raffrontare il rischio di inadempimento concernente lo strumento finanziario alla data di riferimento del bilancio d'esercizio (la cosiddetta PD alla data di *reporting*) con il relativo rischio di insolvenza di cui alla data di prima rilevazione. Tale approccio integra e rappresenta i convincimenti dello IASB che definisce il fatto che: *"Generalmente vi sarà un aumento significativo del rischio di credito prima che l'attività finanziaria si deteriori o che si verifichi un'effettiva situazione di inadempimento<sup>233</sup>".* Ciò determina una sostanziale coerenza con le finalità del nuovo modello

---

<sup>232</sup> IASB. IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione. (Paragrafo 1).

<https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid834811.pdf>

<sup>233</sup> IASB. IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione. (Paragrafo 1).

<https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid834811.pdf>

espresse in precedenza, ossia la ricognizione presso i documenti di bilancio di eventuali sofferenze a livello creditizio prima che le stesse si palesino effettivamente.

Un'ulteriore dimensione a cui fare riferimento nell'ambito dello svolgimento delle analisi concernenti l'eventuale incremento del rischio di credito di cui agli strumenti finanziari è la possibile presenza, considerata dal Principio, di correlazioni tra la *maturity* e la classificazione dello strumento finanziario. Infatti, il Principio asserisce il fatto che, a parità di rischio di credito, il rischio di inadempimento relativo a degli strumenti finanziari risulti essere tanto più incrementato quanto più è estesa la vita attesa dello strumento finanziario stesso. In tal senso, la certificazione di un ammontare di PD *lifetime* nel momento in cui sia trascorsa la maggior parte della vita attesa dello strumento finanziario oggetto d'analisi potrebbe essere rappresentativa di un coefficiente di rischio elevato, in virtù della presunzione per cui, *ceteris paribus*, la possibilità di inadempimento di uno strumento finanziario *in bonis* si ridimensioni con il suo avvicinarsi alla relativa scadenza<sup>234</sup>.

Da un punto di vista prettamente operativo, gli istituti bancari dovranno perciò, ad ogni data di *reporting*, misurare l'ammontare del valore della PD *lifetime*, per poi confrontarlo con la PD *lifetime* di cui al momento di prima rilevazione, in modo da valutare le modalità di applicazione del modello di *impairment* precedentemente descritto. Maggiormente nello specifico, vi sarà la necessità di determinare la variazione di PD *lifetime* di cui al periodo di riferimento, con il confronto tra la variazione della PD, misurata nel periodo intercorrente tra la data di prima rilevazione e la data di valutazione, e la PD definita nell'ambito della data di *origination*, la quale dovrà essere tuttavia modulata ai fini della considerazione della vita residua dell'operazione alla data di valutazione.

La variazione "relativa" della *Probability of Default* così misurata andrà a definire l'indice dell'aumento o della diminuzione del rischio di credito riconducibile al periodo di riferimento. Ai fini della valutazione se tale ipotetico incremento del rischio di credito sia significativo, come richiesto dai dettami dell'IFRS 9, a cui consegue il "declassamento" dello strumento finanziario in esame allo *Stage 2*, è opportuno definire delle soglie, entro le quali gli aumenti di PD non risultano essere significativi, non comportando, perciò, alcun cambiamento di

---

<sup>234</sup> Menicucci, E., & Paoloni, N. (2020). *Op.cit.*

stadio. Da questo punto di vista, sono rilevanti gli sforzi implementativi di cui alle banche, le quali, successivamente al momento di *FTA* dello standard si sono impegnate a rendere i modelli di *staging* più conformi ai precetti regolamentari del principio recentemente introdotti.

#### 4.13.E La definizione di *default* ai fini della riclassificazione allo stadio 3

Il principio contabile internazionale IFRS 9, da questo punto di vista, non fornisce un'indicazione utile all'individuazione di un'attività finanziaria deteriorata, dato che non risulta essere specificata una definizione di *default* da parte dello stesso. Nonostante ciò, il Principio sembra alludere alla possibilità di fare riferimento alle regole per l'individuazione degli NPL entrate in vigore al 1° gennaio 2021, che hanno integrato, rendendo la stessa più stringente, la definizione di *default* di cui al Regolamento n. 575/2013 (*Capital Requirements Regulation – CRR*). Anche in questo caso, tuttavia, risulta essere presente una presunzione relativa, per cui la situazione di inadempimento si presume presente nel momento in cui l'attività finanziaria sia scaduta da almeno 90 giorni, a meno che vi sia la presenza di informazioni funzionali alla giustificazione dell'adozione di un criterio più tardivo. Inoltre, la definizione di inadempimento a cui l'entità fa ricorso dovrà essere applicata alla totalità degli strumenti finanziari, nel momento in cui non si renda giustificabile l'applicazione di criteri diversificati, in virtù della sussistenza di particolari tipologie di attività.

#### 4.13.F Le esposizioni *forborne* e la relativa classificazione

L'espressione *forbearance* denota, in gergo bancario, un'esposizione rispetto alla quale è stata erogata una concessione e per la quale emerge una possibilità di ricontrattazione, in virtù dell'indigenza finanziaria riconducibile alla parte debitrice. Anche in questo caso è necessario riconoscere come il principio contabile internazionale IFRS 9 non vada a qualificare il concetto di esposizione *forborne*, nonostante lo stesso sia stato implicitamente considerato nell'ambito della definizione delle procedure concernenti la ricognizione dell'eventuale significativo deterioramento del merito di credito riconducibile alla parte debitrice.

In ragione della considerazione implicita da parte dello IFRS 9 di tali misure di *forbearance*, le imprese bancarie vanno a concepire l'eventuale erogazione di concessioni a favore di controparti in conclamata o potenziale difficoltà finanziaria come una *proxy* di un potenziale aumento significativo del rischio di credito di cui alla controparte beneficiaria di tali misure, con il potenziale declassamento dello strumento finanziario relativo, dallo Stage 1, che si ricordi, va ad annoverare soltanto le esposizioni in *bonis*, allo Stage 2 (salvo che non superino ulteriori fattori tali da richiedere un declassamento allo Stage 3).

Alla sostanziale uniformità di pensiero (con il conseguente consolidarsi di una prassi a livello operativo) per cui la concessione di una misura di *forbearance* risulti essere compatibile con il concetto di incremento significativo del rischio di credito della controparte, è necessario contrapporre, per converso, l'eterogeneità interpretativa rispetto alla casistica inversa, ossia quella afferente al caso in cui vi sia la considerazione di un potenziale ritorno allo Stage 1 nel momento in cui una concessione abbia ridimensionato la probabilità di insolvenza della controparte debitrice. Talune banche ritengono di poter riportare nello Stage 1 le esposizioni di tale tipo, comunemente denominate "*forborne performing*", anche durante il *probation period*, definito nella misura di <<un periodo minimo di due anni dalla data alla quale l'esposizione oggetto di misure di tolleranze è stata considerata in bonis (<<periodo di prova>>)>><sup>235</sup>. Tuttavia, le prassi operative di tali banche prescrivono sia comunque trascorso un "periodo di sorveglianza", seppur non esteso fino ai 24 mesi.

#### 4.15. La valutazione delle perdite attese

Successivamente alla distribuzione delle attività finanziarie nell'ambito dei tre Stadi di rischio descritti dal principio ed esaminati nei sottoparagrafi precedenti sarà necessario definire le relative perdite di valore. Da questo punto di vista, sarà necessario fare riferimento al paragrafo 5.5.17 dell'IFRS 9, per cui l'entità dovrà valutare le perdite attese concernenti gli strumenti finanziari ricompresi nel perimetro applicativo dell'IFRS 9 in modo che si riflettano i seguenti tre elementi:

---

<sup>235</sup> Allegato V al Regolamento (EU) 680/2014, Paragrafo 18, "*Forborne Exposures*", n. 256.

- *“Un importo obiettivo e ponderato in base alle probabilità, determinando una gamma di possibili risultati;*
- *Il valore temporale del denaro;*
- *Informazioni ragionevoli e dimostrabili che sono disponibili senza eccessivi costi o sforzi alla data di riferimento del bilancio su eventi passati, condizioni attuali e previsioni delle condizioni economiche future (chiara forma di ottemperanza ai dettami del c.d. approccio forward looking)”<sup>236</sup>.*

In sostanza, le perdite attese su crediti saranno oggetto di determinazione sulla base di una stima delle perdite su crediti, la quale sarà ponderata in base alla probabilità che le stesse si verifichino nell’ambito della vita dello strumento finanziario. Tali perdite su crediti potranno essere intese come mancati incassi (in inglese *cash shortfall*), i quali si configurano come GLI scarti sussistenti tra i flussi di cassa riconducibili alle condizioni contrattuali e quelli che, d’altro canto, ci si aspetta di ricevere nel concreto.

Gli elementi di cui al precedente elenco puntato saranno oggetto di analisi, in virtù della necessità di avere contezza dei fattori che concorrono alla formazione delle perdite attese.

Il primo punto concerne la necessità di considerare, ai fini della determinazione della perdita attesa, *“un importo obiettivo e ponderato in base alle probabilità, determinato valutando una gamma di possibili risultati”*. Il Principio, sulla base dei suoi dettati, non contempla la possibilità che un istituto bancario possa pervenire ad un’astrazione della perdita attesa attraverso la considerazione di un solo scenario di perdita. È necessario precisare, infatti, che lo scopo della definizione delle perdite attese sui crediti non sia né la definizione delle perdite sotto uno scenario *worst-case*, né sotto una situazione ipotetica *best-case*<sup>237</sup>. Inoltre, il paragrafo B.5.5.41 del Principio specifica, rispetto all’argomento, il fatto che la stima delle perdite attese dovrà sempre scontare la possibilità che si definisca una perdita su crediti, nonché la possibilità che la stessa, per converso, non accada, anche nel momento in cui l’emersione di una perdita su crediti nulla risulti essere lo scenario più probabile. Non sarà, perciò, procedere alla definizione delle potenziali perdite su crediti sulla base di metodi che valorizzino semplicemente lo scenario più verosimile, tipo la moda statistica. Per converso, la

---

<sup>236</sup> IASB. (2014). IFRS 9 - "Strumenti Finanziari". [https://www.revisorionline.it/IAS\\_IFRS/ifrs9-p1.htm](https://www.revisorionline.it/IAS_IFRS/ifrs9-p1.htm)

<sup>237</sup> Marcon, C. (2020). Gli strumenti finanziari in bilancio secondo l'IFRS 9. Franco Angeli, pag. 72



definizione di molteplici scenari, che poi saranno oggetto di ponderazione, si presenta come un elemento di difficoltà a livello operativo. Prima di tutto, vi sarà un coefficiente di complessità discendente dalla necessità di individuare scenari ulteriori rispetto a quello più probabile (lo scenario cosiddetto *baseline*), con la necessità di considerazione dei potenziali fattori di *stress* o di *relief* applicabili ai parametri componenti lo scenario atteso. Inoltre, tali parametri possono interferire tra loro nell'ambito del dispiegamento dei loro effetti. Un ulteriore fattore di difficoltà risulta imputabile alla definizione di una probabilità corretta del verificarsi degli scenari oggetto di individuazione.

In secondo luogo, l'IFRS 9 prescrive la necessità di fare ricorso in via esclusiva al metodo del tasso d'interesse effettivo ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa attesi, con l'obiettivo di definire le perdite attese sugli strumenti finanziari posseduti. Il Principio, sempre con riferimento a tale aspetto, prescrive la necessità di pervenire ad un valore attuale delle perdite attese attraverso un'operazione di sconto condotta avendo a riferimento la data di *reporting*, piuttosto che la data dell'insolvenza presunta, nonché attraverso l'utilizzo di un tasso di sconto che si configura quale il tasso d'interesse effettivo definito al momento della rilevazione iniziale o, eventualmente, un'approssimazione dello stesso, in particolare nel momento in cui lo strumento finanziario in oggetto sia caratterizzato dalla previsione di un tasso d'interesse variabile. A tale regola fanno eccezione tre casistiche.

La prima eccezione è costituita dai *POCI*, rispetto ai quali, dal momento della prima rilevazione, è necessario, come già ricordato, effettuare una rilevazione di tipo *ECL lifetime*. In questo caso il tasso di sconto da utilizzare sarà il tasso d'interesse effettivo determinato al momento della rilevazione iniziale, il quale dovrà essere, tuttavia, corretto per il rischio di credito (*credit adjusted effective interest rate*). Altra eccezione risulta costituita dagli impegni all'erogazione di finanziamenti, il cui relativo tasso di interesse effettivo è applicato al momento della prima rilevazione della relativa attività finanziaria. Terza e ultima casistica particolare concerne le garanzie finanziarie, le cui perdite attese sono oggetto di sconto considerando un tasso di sconto che è frutto delle valutazioni correnti di mercato del valore temporale del denaro, nonché dei rischi specifici di cui ai flussi finanziari.

Altro aspetto d'interesse, come ricordato dall'elenco puntato presente all'inizio del paragrafo, risulta costituito dal fatto che il Principio richieda esplicitamente la necessità di fare riferimento a informazioni "ragionevoli e supportabili". Con tali locuzioni si va ad intendere

informazioni la cui disponibilità al momento della redazione del bilancio è possibile senza sostenere costi o sforzi in misura eccessiva (i cosiddetti *undue costs and efforts*), con riferimento a situazioni passate e presenti, nonché rispetto ad eventuali ulteriori contingenze economiche future.

Ovviamente, l'IFRS 9 considera l'ampiezza del periodo di previsione, alla cui crescita corrisponderà un decremento della precisione delle informazioni disponibili, nonché un aumento della discrezionalità nella stima delle perdite su crediti previste. Addirittura, il Principio stesso non pretende la produzione di stime dettagliate *ad-hoc* concernenti il medio-lungo termine, bensì la possibilità di proiettare al medio-lungo termine eventuali informazioni dettagliate disponibili per quanto riguarda gli orizzonti di breve. Il Principio, inoltre, richiede la necessità di analizzare, tra le altre informazioni ragionevoli e dimostrabili, disponibili senza eccessivi costi o sforzi e che risultano rilevanti ai fini della stima delle perdite attese su crediti, ivi compreso l'effetto di eventuali pagamenti anticipati previsti (c.d. *prepayments*)<sup>238</sup>.

Inoltre, proseguendo nella disamina delle informazioni utili ai fini della stima delle *Expected Credit Losses*, vi sarà la necessità di considerare le condizioni peculiari della controparte, nonché eventuali contingenze economiche aventi portata generale, correnti e future.

Per quanto riguarda la fase di determinazione dell'*Expected Credit Loss*, è importante sottolineare come l'IFRS 9 sia da questo punto di vista laconico, dato che il Principio non specifica alcuna tecnica di determinazione. In aggiunta, lo stesso non va a fare riferimento ad alcuna metodologia di determinazione riconosciuta dai regolamenti di vigilanza presenti a livello bancario. Lo Standard esaminato, purtuttavia, evoca il concetto di *Probability of Default* (d'ora in poi semplicemente *PD*) di cui agli Accordi di Basilea. Ciò ha permesso agli istituti bancari di fare riferimento alle modalità di determinazione delle perdite attese su crediti emergenti dalle fonti regolamentari in ambito bancario, ritenute sufficientemente compatibili con il concetto di *Expected Credit Loss*.

La formula "elementare"<sup>239</sup> ai fini del calcolo dell'*Expected Credit Loss (ECL)* nella loro concezione *Lifetime* è come di seguito definibile:

---

<sup>238</sup> IASB. (2014). IFRS 9 - "Strumenti Finanziari". [https://www.revisorionline.it/IAS\\_IFRS/ifrs9-p1.htm](https://www.revisorionline.it/IAS_IFRS/ifrs9-p1.htm)

<sup>239</sup> Rutigliano, M. (2020); *op.cit.*, p. 105

Equazione 52

$$\text{Expected Credit Losses (Lifetime)} = \sum_{t=1}^n PD_t \times LGD_t \times EAD_t \times D_t$$

In cui:

*(Probability of Default)*: quantifica la probabilità di passaggio da uno stadio indicativo di un'esposizione *in bonis* ad un credito deteriorato, nell'ambito di un periodo temporale di entità annuale. Ai fini della comprensione del processo di adattamento del concetto di *PD* ai pilastri teorici dell'IFRS 9, è necessario definire come il Principio richieda implicitamente la definizione di una *PD* "point in time" piuttosto che "through the cycle", come richiesta dagli Accordi di Basilea. La principale differenza insita nei due sistemi di calcolo risulta essere costituita dal fatto che l'approccio "point in time" (o *PiT*) si basa sulla considerazione delle circostanze economiche correnti, generali e specifiche dell'impresa in considerazione, nonché su una previsione delle condizioni economiche future, con riferimento ad un orizzonte temporale tendenzialmente di breve periodo. Tale approccio va a definire una probabilità di default maggiormente sensibile alle variazioni macroeconomiche di cui al breve periodo, generando una maggiore pro-ciclicità dell'indicatore. Tuttavia, la *PD* "PiT" ha il vantaggio di presentarsi come "unstressed" e di tenere conto della totalità delle informazioni, cicliche o meno, sistematiche e idiosincratiche. Ciò determina una misura di *PD* ciclica e *forward-looking*. Per converso, un approccio "through the cycle" (o *TtC*) determina una *PD* che presenta una correlazione scarsa, se non nulla, con l'andamento dell'economia, in virtù della considerazione, da parte di tale metodologia, del fatto che le condizioni correnti a livello economico potrebbero essere una mera contingenza, con l'impossibilità conseguente di anticipare i cambiamenti futuri. Da ciò deriva una *PD* tendenzialmente più stabile nel tempo. In generale, si concepisce come il rating *PiT* sia più adeguato ai fini del pricing delle operazioni creditizie, nonché, in virtù delle sue caratteristiche, che lo portano ad essere *forward-looking*, più adeguato ai fini dell'ottemperanza dei dogmi di cui all'IFRS 9. Ulteriormente, l'IFRS 9, nei suoi dettami di carattere teorico, presuppone implicitamente la definizione di una *PD* avente carattere *lifetime*, in modo da agevolare la determinazione dell'*Expected Loss* lungo l'interezza

---

della vita residua dello strumento finanziario nel momento in cui sopraggiunga il declassamento dallo *Stage 1* allo *Stage 2*.

$LGD_t$  (*Loss Given Default*): va a definire la percentuale di perdita stimata nel momento in cui si verifichi un evento di *default*. In questo caso, il parametro viene adeguato ai fini della coerenza con i precetti dell'IFRS 9 tramite la mancata considerazione dei costi attesi concernenti il recupero crediti, nonché attraverso, anche in questo caso, la definizione di una *LGD Lifetime*, calcolata attraverso la considerazione di un intervallo temporale *multi-periodale*. Inoltre, la *LGD* calcolata secondo lo IFRS 9 viene definita attraverso l'eliminazione di tutti gli elementi che, nell'ambito dei dettami degli Accordi di Basilea, definiscono una stima dell'indicatore di tipo prudenziale-conservativo;

$EAD_t$  (*Exposure At Default*): consiste nell'ammontare dell'esposizione nel momento in cui sopraggiunge l'inadempimento. In questo caso l'indicatore viene adattato alle finalità e ai connotati dell'IFRS 9 attraverso una stima di carattere multi-periodale, nonché tramite la conclusione dei cosiddetti *pre-payment*. Per ultimo, la stima del ricorso da parte dei debitori delle linee di credito avviene tramite adeguati fattori di *CCF* (*Credit Conversion Factors*);

$D_t$  (*Discount Rate*): va a definire il tasso di sconto, consistente, segnatamente, nel tasso di interesse effettivo afferente allo strumento finanziario oggetto d'*impairment*.

L'*ECL lifetime*, come suggerito dall'equazione 52 di cui sopra, si configura perciò come corrispondente alla sommatoria delle *ECL* afferenti a ciascun periodo intercorrente tra la data di prima iscrizione e la data di scadenza dello strumento finanziario. Ciascuna *ECL* periodale risulterà essere oggetto di sconto tramite il sopra definito  $D_t$ .

Per quanto riguarda i crediti deteriorati, ricompresi quindi nell'ambito dello *Stage 3*, l'*Expected Loss* si configura come la differenza tra il valore di libro e i flussi di cassa attesi scontati al tasso d'interesse effettivo, in maniera interamente compatibile alla definizione di *incurred loss* afferente al principio contabile internazionale IAS 39. Ciononostante, l'IFRS 9 si differenzia dal suo antesignano attraverso l'ammissione al recupero dei flussi di cassa attesi sugli *NPL* attraverso la dismissione dello strumento finanziario, esperita in alternativa a procedure "interne" volte al recupero del credito, quale l'escussione delle garanzie eventualmente poste a disposizione dell'istituto di credito attraverso delle azioni esecutive (e,

in generale, il ricorso a tutte le attività di *work-out* poste in essere da parte delle unità organizzative afferenti l'istituto bancario.

#### 4.16. Le cancellazioni per perdite di valore (o *write-offs*)

La cancellazione, o *write-off*, determina una cancellazione, totale o parziale, dell'attività finanziaria da un punto di vista contabile, in virtù della cessata speranza dell'istituto bancario che redige il bilancio d'esercizio di recuperarne i relativi flussi di cassa. Ciò discende dalla circostanza per cui l'attività finanziaria si rilevi essere deteriorata (e, quindi, inclusa nell'ambito dello *Stadio 3*). L'IFRS 9, da tale punto di vista, esplicita proprio quest'ultimo requisito, fondamentale ai fini della cancellazione, al suo paragrafo 5.4.4, in contrapposizione con il suo antesignano, lo IAS 39, il quale non ricomprendeva informazioni in tema di *write-off*.

Le prescrizioni dell'IFRS 9, per cui l'entità redattrice il bilancio d'esercizio debba procedere con il *write-off* nel momento in cui le somme di cui ad un'attività finanziaria siano ritenute irrecuperabili, sono ribadite anche dal documento "Linee guida per le banche sui crediti deteriorati<sup>240</sup>". Ulteriormente, l'EBA (*European Banking Authority*) ha pubblicato, in data 31 ottobre 2018, la versione ultimata delle Linee guida sulla gestione delle esposizioni deteriorate o soggette a *forbearance*<sup>241</sup>, le quali sono votate a fornire alle banche un *framework* operativo deputato alla corretta ed efficace gestione degli *NPE (Non-Performing Exposures)*, con la definizione del cosiddetto *NPL ratio*, costituito dal 5% del rapporto tra i crediti deteriorati e gli impieghi, con lo sfioramento del quale la banca coinvolta viene obbligata ad adottare delle

---

<sup>240</sup> ECB. (2017). *Guidance to banks on Non-Performing Loans*.

<sup>241</sup> EBA. (2018). *Final Guidelines on Management of Non-Performing and Forborne Exposures*.

contromisure volte al ridimensionamento degli *NPL*, tra cui è possibile annoverare il *write-off*/cancellazione.

Si precisa che il *write-off*, ossia lo stralcio del credito a livello contabile, con la conseguente registrazione di una perdita su crediti, avviene nel momento in cui sussistano delle oggettive evidenze concernenti la recuperabilità del credito, quale, ad esempio, la nullatenenza del debitore e la prescrizione del credito, nonché il mancato successo di procedure di recupero o di escussione delle garanzie eventualmente poste a disposizione dell'istituto bancario.

Ultima precisazione concerne gli eventuali incassi successivi alla cancellazione di un'attività finanziaria secondo i canoni dell'IFRS 9. Da questo punto di vista, la Circolare 262 di Banca d'Italia definisce la necessità di iscrivere il relativo provento a conto economico, segnatamente tra le riprese di valore delle attività finanziarie.

#### 4.17. I *Purchased or Originated Credit Impaired Assets*

Il Principio oggetto d'esame connota i *POCI* (*Purchased or Originated Credit Impaired Assets*) come gli strumenti creditizi che possono definirsi deteriorate alla data di acquisto o di originazione. Le esposizioni in oggetto, avendo a riferimento la circolare n. 262 di Banca d'Italia, dovranno essere qualificate similmente alle altre attività finanziarie, in coerenza con il modello di business con il quale le medesime sono gestite. Con riferimento alle medesime esposizioni, il Principio definisce, in primis, la necessità di determinare le *expected credit losses* tramite la valutazione delle perdite attese nell'ambito della vita dello strumento finanziario acquistato o originato come deteriorato nella sua interezza, senza la possibilità di passaggio alla metodologia di stima della perdita attesa a 12 mesi in caso di un significativo miglioramento del rischio di credito di cui all'esposizione. D'altro canto, gli interessi saranno contabilizzati tramite l'applicazione del c.d. *Credit adjusted effective interest rate*, il quale si presenta come il tasso che, al momento della quantificazione del costo ammortizzato, sconta tutti gli introiti futuri derivanti dall'attività finanziaria, a cui vanno detratte le perdite su crediti attese.

Come già definito a livello introduttivo, i *POCI* sono inquadrati nell'ambito dello Stadio 3 al momento della loro prima iscrizione, con possibilità di riclassificazione presso lo *Stage 2* nel momento in cui emergano evidenze di miglioramento del merito di credito, tale da presupporre il ritorno *in bonis* dell'attività finanziaria. Purtroppo, le stesse attività non potranno mai essere inquadrare nello Stadio 1, poiché la loro perdita attesa dovrà sempre essere oggetto di calcolo attraverso il ricorso ad un approccio *Lifetime*.

#### 4.18. La rilevazione degli interessi secondo l'IFRS 9 – effetti congiunti con il nuovo modello di *impairment*

L'IFRS 9 determinò, in congiunto con l'emersione di tutte le novità enunciate nell'ambito dei paragrafi precedenti, significative novità concernenti la rappresentazione nel bilancio d'esercizio degli interessi attivi: gli stessi sono determinati con riferimento all'ammontare dell'esposizione "lorda" per quanto riguarda gli strumenti finanziari classificati allo *Stage 1* e allo *Stage 2*; per converso, gli stessi sono definiti con riferimento all'esposizione netta nel momento in cui la stessa sia ricompresa nell'ambito dello *Stage 3*.

Secondo il principio contabile internazionale IFRS 9 gli interessi attivi dovranno essere definiti, nel momento in cui si faccia riferimento ad un'esposizione *in bonis*, attraverso l'applicazione del tasso d'interesse effettivo all'ammontare del valore contabile lordo di cui all'attività finanziaria. Fanno eccezione, come menzionato di cui sopra, tutte le esposizioni classificate, poiché deteriorate, presso lo *Stage 3*; tale categoria, si ricordi, ricomprende sia le attività finanziarie inizialmente rilevate *in bonis* e poi deteriorate, nonché i *POCI*, come ricordato nel paragrafo precedente, per cui vi sarà il ricorso ad un tasso d'interesse effettivo scontato per il credito.





## CAPITOLO 5. LA *VALUE RELEVANCE* DELLO STANDARD CONTABILE IAS 39 A CONFRONTO CON L'IFRS 9. EVIDENZE EMPIRICHE

### 5.1. Introduzione

Come affermato nell'ambito dei precedenti capitoli, lo IASB completò nell'anno 2014 il processo, da esso promosso, volto all'ottenimento di una radicale riforma di cui al trattamento contabile degli strumenti finanziari. Tale procedimento ha avuto sfogo nella definizione del nuovo standard contabile IFRS 9 "*Financial Instruments*", la cui obbligatorietà in luogo del suo antesignano, il principio contabile internazionale IAS 39, è stata definita come decorrente dal primo gennaio 2018.

Ancorché già ricordato, si ricorda dal primo capitolo come, senza pretese di esaustività a questo punto dell'opera, la *value relevance* di una posta contabile risulti essere mirata a definire l'entità della correlazione sussistente tra detta posta contabile e una misura del valore aziendale, spesso riconducibile al corso azionario. Contestualizzando tale considerazione di portata generale, l'obiettivo della presente ricerca è costituito dalla valutazione se il nuovo principio contabile IFRS 9 sia definibile come uno standard maggiormente utile alle decisioni degli investitori rispetto al suo predecessore IAS 39. Ai fini di portare a termine tale analisi, si sfrutterà, come anticipato più volte nel corso dei precedenti capitoli, il modello di Ohlson<sup>242</sup>, un c.d. *price model*, riprendendo la terminologia utilizzata dagli studiosi ai fini della categorizzazione dei modelli rivolti alla misurazione della *value relevance*, poiché coinvolgente, a titolo di variabile risposta approssimante il valore aziendale, il corso azionario – si veda il capitolo 2, con particolare attenzione a quanto riportato dal paragrafo 2, per ulteriori informazioni.

---

<sup>242</sup> Ohlson, J. (1995). Op. Cit.

Il sopracitato modello di Ohlson sarà oggetto di applicazione cogliendo l'opportunità di effettuare il raffronto tra standard contabili – IFRS 9 e il suo predecessore, IAS 39 – nell'ambito dell'anno di First-Time Adoption (FTA) dell'IFRS 9 nell'Unione Europea: il vantaggio derivante da questo accorgimento è costituito dal fatto che i due standard siano stati utilizzati, in virtù della transizione da una prassi contabile all'altra, in c.d. *parallel running*, con l'elaborazione di dati contabili concernenti i medesimi strumenti finanziari sia tramite lo sfruttamento del principio contabile internazionale "uscente", IAS 39, che quello "entrante" IFRS 9.

L'analisi a seguire partirà da una serie di implicazioni, che saranno definite di cui di seguito.

In primis, come già affermato di cui sopra, una maggiore *value relevance* imputabile al principio contabile internazionale IFRS 9 rispetto al suo antesignano IAS 39 andrebbe a definire una sua maggiore capacità di integrare il set informativo disponibile all'investitore rispetto al titolo azionario di volta in volta oggetto di esame, a cui è correlabile, perciò, una maggiore possibilità in seno all'informazione contabile resa disponibile agli investitori di esplicitare informazioni rispetto al valore economico dell'impresa oggetto di valutazione da parte degli stessi.

In secondo luogo, la *value relevance* delle poste contabili, definita e misurata prendendo a riferimento le prescrizioni caratterizzanti i due standard contabili aventi ad oggetto gli strumenti finanziari, definisce un'importante informazione rispetto alla qualità dello *standard setting* a livello contabile. Avendo asserito ciò, risulta possibile statuire che, nel momento in cui gli sforzi profusi dallo IASB abbiano definito un principio contabile, segnatamente l'IFRS 9 "*Financial Instruments*", maggiormente *value relevant* rispetto al suo predecessore, vi sarà la possibilità di suffragare con convinzione la possibilità, da questo punto di vista, di riconoscere lo IASB come un organismo definitorio di un *benchmark* nei confronti degli altri *standard setters*. Inoltre, alcuni autori definiscono la possibilità di qualificare queste analisi come un'opportunità di promozione della convergenza negli standard contabili adottati a livello globale, con particolare riferimento all'implementazione degli standard IAS/IFRS<sup>243</sup>.

---

<sup>243</sup> Krishnan, G. V., & Zhang, J. (2019). Does Mandatory Adoption of IFRS Enhance Earnings Quality? Evidence from Closer to Home. *The International Journal of Accounting*, Vol. 54, No. 1, 1-42.

Un'ulteriore valida considerazione si presenta valutando il fatto che i risultati di cui all'analisi in seguito, nel momento in cui dovessero confermare il fatto che l'IFRS 9 sia maggiormente *value relevant* per le platee di investitori rispetto al corrispondente IAS 39, andrebbero a supportare la ragione principale per cui lo IASB rispose alla necessità di rimpiazzare il vecchio standard con il nuovo IFRS 9.

Dopo questa breve introduzione, il paragrafo successivo provvede a definire una revisione della letteratura presente rispetto all'argomento; ciò in modo da poter definire le ipotesi dell'analisi che verrà condotta di seguito. Saranno poi descritte le metodologie di ricerca, il campione cui è stato fatto ricorso, esposte le statistiche descrittive e, infine, i risultati di cui all'analisi condotta.

## 5.2. Literature review

Relativamente alla tematica oggetto di disamina, pochi articoli hanno proposto un'analisi della *value relevance* dei sopracitati standard contabili, né hanno promosso un'operazione di confronto sul piano empirico dell'utilità dell'informazione da loro generata rispetto ai processi di definizione delle decisioni di investimento in capo agli investitori.

Relativamente alla comparazione della *value relevance* imputabile agli standard contabili IAS 39 e IFRS 9, posti a confronto, l'analisi della letteratura concernente gli IAS/IFRS consente di ipotizzare come entrambi i principi contabili summenzionati possano essere considerati, per definizione *value relevant*<sup>244</sup>, per due ordini di ragioni, esposti nei successivi due capoversi.

In primis, con riferimento alla qualità degli standard contabili oggetto d'analisi, citando il lavoro di Jacob e Madu, è possibile definire come gli IAS/IFRS vadano a rappresentare un insieme di principi contabili di alta qualità, nonché accettati su scala globale, i quali presentano la capacità di migliorare in maniera sostanziale la comparabilità dei bilanci afferenti ad aziende

---

<sup>244</sup> Mechelli, A., Sforza, V., & Cimini, R. (2020). Is IFRS 9 better than IAS 39 for investors' decisions? Evidence from the European context at the beginning of the transition year. *Financial Reporting*, Vol. 1, 125-148. Villano, L.C. (2019). *Op. Cit.*

collocate in stati differenti. Ciò andrebbe a definire, sempre secondo gli Autori, un impulso al miglioramento delle decisioni di investimento e una tendenza al miglioramento delle capacità allocative delle risorse disponibili in capo all'investitore, con un effetto di matrice positiva che si riverbererebbe, in maniera generalizzata, addirittura in favore dell'economia globale<sup>245</sup>.

Altra considerazione a favore della possibilità di definire, senza la necessità di condurre un test ad-hoc, i principi contabili IAS 39 e IFRS 9 come *value relevant* deriva dal fatto che gli stessi ammettano l'utilizzo del *fair value*, la quale è riconosciuta, quasi universalmente, come una politica di valutazione a livello contabile considerabile come benefica nei confronti dell'alimentazione dei processi decisionali degli investitori e, perciò, definibile in senso lato come "*value relevant*". Relativamente a ciò, si rammenta il fatto che diversi autori abbiano definito la *value relevance* degli strumenti finanziari nel momento in cui gli stessi siano oggetto di negoziazione in un *mercato attivo*. In particolare, si ricordano gli studi di Ahmed e Takeda, i quali, nel 1995, provarono, smentendo precedenti studi condotti rispetto all'argomento, che la valutazione al *fair value* degli strumenti finanziari, esaminata avendo a riferimento un campione di banche quotate nei mercati borsistici statunitensi, determinasse un effetto positivo nel *market value* dell'equity<sup>246</sup>. Altro contributo rilevante degno di citazione risulta essere quello di Barth, Beaver e Landsman, i quali, nel 1996, esaminarono la valutazione al *fair*

---

<sup>245</sup> Rudy, J. A., & Madu, C. N. (2009). International financial reporting standards: an indicator of high quality? . *International Journal of Quality & Reliability Management*; Vol. 29, No. 7, 712-722.

<sup>246</sup> Ahmed, S., & Takeda, C. (1995). Stock market valuation of gains and losses on commercial banks' investment securities. An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, 207-225. Chambers, D., Linsmeier, T., Shakespeare, C., & Sougiannis, T. (2007). An evaluation of SFAS No. 130 comprehensive income. . *Review of Accounting Studies*, Vol. 12, No. 4, 557-593. Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, 77-104. Hamdi, B., Elabidi, H. (2009). *L'Information Comptable En Juste Valeur*. Fiechter, P., & Novotny-Farkas, Z. (2017). *The Impact of the Institutional Environment on the Value Relevance of Fair Values*. *Review of Accounting Studies*, Vol. 22, No. 1. Rossi, B. (2018). *GLI EFFETTI DELLA ROTATION DELLA SOCIETA' DI REVISIONE E DEL PARTNER SULLA VALUE RELEVANCE DEL REDDITO E DEL PATRIMONIO NETTO: IL PANORAMA ITALIANO*. Roma: LUISS.

*value* delle attività finanziarie di un campione di banche statunitensi, eseguita in ottemperanza all'allora in vigore principio contabile SFAS No. 107. I risultati dell'analisi portarono a valutare il fatto che l'applicazione del metodo di valutazione del *fair value* andasse a definire un coefficiente informativo di gran lunga superiore rispetto alla valutazione secondo il *book value* dei medesimi strumenti finanziari<sup>247</sup>. Ulteriori contributi, simili a quelli citati nel giustificare la relazione sussistente tra *value relevance* e il metodo di valutazione al *fair value*, provengono dagli studi di Eccher, Ramesh e Thiagarajan<sup>248</sup> e Nelson<sup>249</sup>. Gli ultimi lavori, in particolare, vanno a definire dei risultati confliggenti nel momento in cui sussista l'inesistenza di prezzi ricavabili tramite il supporto da parte di un *mercato attivo*. Nonostante tali riserve, è possibile definire come, generalmente, la *value relevance* è un attributo associabile con una prassi valutativa coinvolgente il *fair value*<sup>250</sup>.

---

<sup>247</sup> Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (1996). Value Relevance of Banks' Fair Value Disclosures under SFAS No. 107. *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 4, 513-537.

<sup>248</sup> Eccher, E., Ramesh, K., & Thiagarajan, S. (1996). Fair Value Disclosures by Bank Holding Companies. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, 79-117. Hamdi, B., Elabidi, H. (2009). L'Information Comptable En Juste Valeur. *Fiechter, P., & Novotny-Farkas, Z. (2017). The Impact of the Institutional Environment on the Value Relevance of Fair Values. Review of Accounting Studies*, Vol. 22, No. 1. Rossi, B. (2018). *GLI EFFETTI DELLA ROTATION DELLA SOCIETA' DI REVISIONE E DEL PARTNER SULLA VALUE RELEVANCE DEL REDDITO E DEL PATRIMONIO NETTO: IL PANORAMA ITALIANO*. Roma: LUISS.

<sup>249</sup> Nelson, K. (1996). Fair Value Accounting for Commercial Banks: An Empirical Analysis of SFAS No. 107. *The Accounting Review*, No. 71, 161-182. Chambers, D., Linsmeier, T., Shakespeare, C., & Sougiannis, T. (2007). *Op. Cit. Gonçalves, C.; Andraz, G., Guerreiro, J. (2018). A Utilidade Do Resultado integral: caso Euronext Lisbon. Inovar*, Vol. 28, No. 69, 25-39. Horno-Bueno, M. P., Licerán-Gutiérrez, A., & Bautista-Mesa, R. (2022). *Mercados de capitales y modelos de valoración de inversiones inmobiliarias. Un análisis pre y post-crisis: Capital markets and valuation models of investment properties. A pre and post crisis analysis. Revista de Contabilidad - Spanish Accounting Review*, 25(2), 233–243. <https://doi.org/10.6018/rccsar.431411>

<sup>250</sup> Si segnalano ulteriori opere che si sono occupate di esaminare, con riferimento a diversi contesti e set di *accounting standards*, la relazione tra *fair value* e *value relevance* delle poste contabili valutate

Relativamente al principio contabile internazionale IAS 39, il quale è stato di prassi per ben 15 anni, fino alla *first-time-adoption* del suo successore, l'IFRS 9, è possibile definire come la familiarità incrementale degli investitori con le prescrizioni del relativo standard contabile dovrebbe aver incrementato la *value relevance* delle poste di bilancio valutate secondo lo stesso. Ciò è suffragato dagli studi di Mala e Chand, i quali considerano la "familiarità" che gli investitori instaurano nel tempo con un principio contabile una "*knowledge-based-variable*", la quale andrebbe ad instillare, nella costanza dell'utilizzo del medesimo standard, una migliore fiducia rispetto ai valori esposti nei documenti di informativa economico-finanziaria, così definendo un miglioramento della qualità decisionale in capo agli investitori<sup>251</sup>. Partendo da ciò, è possibile incardinare questo ragionamento in tema di misurazione della *value relevance*, con Sami e Zhou che hanno definito, nel 2004, come la *value relevance* delle poste contabili subisca un – seppur modesto – incremento, nel momento in cui gli investitori

---

secondo tale criterio. Si veda, quindi, in ordine di pubblicazione, Barth, M. (1994). Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks. *The Accounting Review*, Vol. 69, No. 1, 1-25, Carroli, T., Linsmeier, T., & Petroni, K. (2003). The Reliability of Fair Value versus Historical Cost Information: Evidence from Closed-End Mutual Funds. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 18, No. 1, 1-24, Bischof, J. (2009). The Effect of IFRS 7 Adoption on Bank Disclosure in Europe. *Accounting in Europe*, Vol. 6, No. 2, 167-194, Bosch, P. (2012). Value Relevance of the Fair Value Hierarchy of IFRS 7 in Europe - How reliable are mark-to-model Fair Values? Working Papers SES 439, Faculty of Economics and Social Sciences, University of Freiburg. Bagna, E., & Di Martino, G. (2013). La value relevance della fair value hierarchy nel settore bancario europeo. *Finanza, Marketing e Produzione*, Vol. XXXI, N.4, 88-121. Si vedano anche i soliti . Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, 77-104, Natale, E. (2015). La value relevance: aspetti teorici e verifiche empiriche nel settore bancario europeo. Milano: Università degli Studi di Milano Bicocca. . Fiechter, P., & Novotny-Farkas, Z. (2017). *Op. Cit.* Hamdi, B., Elabidi, H. (2009). *Op. Cit.* Hamdi, B., Mejri, T. (2017). *Op. Cit.*

<sup>251</sup> Mala, R., & Chand, P. (2015). Judgment and Decision- Making Research in Auditing and Accounting: Future Research Implications of Person Task and Environment Perspective. *Accounting Perspectives*, Vol. 14, No. 1.

acquisiscono familiarità con le modalità tramite le quali la posta contabile oggetto d'analisi viene determinata<sup>252</sup>.

A livello di letteratura nazionale, è opportuno menzionare i lavori di Sforza e Cimini, che, nel 2015, si sono occupati specificamente degli effetti della crescente abitudine e familiarità in capo agli investitori rispetto all'utilizzo dello IAS 39 "*Financial Instruments*". I risultati della ricerca provengono dall'analisi di un *pool* di 55 intermediari finanziari, quotati presso 12 stati membri dell'Unione Europea nell'arco del periodo intercorrente tra gli anni 2010 e 2013. I risultati del lavoro dei due autori hanno portato a confermare che tutte le categorie di strumenti finanziari trattate secondo i dettami dello IAS 39 siano *value relevant* rispetto alle decisioni di investimento, soprattutto al crescere della capacità da parte dell'investitore di meglio comprendere le prescrizioni dei principi contabili, nonostante, come menzionato in precedenza, l'IAS 39 in particolare sia sempre stato considerato un principio contabile di difficile applicazione, interpretazione e comprensione<sup>253</sup>.

---

<sup>252</sup> Sami, H., & Zhou, H. (2004). A comparison of value relevance of accounting information in different segments of the Chinese stock market. *The International Journal of Accounting*, Vol. 39, No. 4, 403-427. Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, 77-104. Si vedano anche Alali, F., & Foote, P. (2012). The Value Relevance of International Financial Reporting Standards: Empirical Evidence in an Emerging Market. *The International Journal of Accounting*, Vol. 47, 85-108, Fiechter, P., & Novotny-Farkas, Z. (2017). The Impact of the Institutional Environment on the Value Relevance of Fair Values. *Review of Accounting Studies*, Vol. 22, No. 1 e Vázquez, R.D., Valdès, A.L. e Herrera, H.V. (2006). Value Relevance of the Ohlson Model with Mexican Data. *Contaduría y Administración*, No. 223, 33-52. Rossi, B. (2018). *Op. Cit.*

<sup>253</sup> Sforza, V., & Cimini, R. (2015). The relevance and the reliability of IAS 39 financial instruments categories. *Italian Journal of Accounting and Economia Aziendale*, Vol. 10, 26-39.

In maniera pressoché corrispondente, Liu e Liu, nel 2007, hanno statuito che la *value relevance* dell'informativa contabile predisposta in ottemperanza agli standard contabili IFRS si modifichi in base alla crescente familiarità degli investitori rispetto al rapportarsi con tali prassi contabili, con un'analisi rivolta al mercato azionario cinese, con particolare riferimento a tre particolari categorie di azioni, nominate A-Shares (denominate solamente in renminbi), B-Shares (denominate anche in valuta straniera, e quindi più appetibili all'investitore estero) e H-Shares (quotate alla borsa di Hong Kong)<sup>254</sup>. I risultati sono stati confermati, cinque anni successivamente, anche da Alali e Foote, con riferimento, in generale, all'implementazione degli IAS/IFRS nell'ambito dei mercati finanziari emergenti, con particolare attenzione all'Abu Dhabi Stock Exchange (ADX)<sup>255</sup>.

Relativamente, per converso, al principio contabile internazionale IFRS 9, è possibile introdurre un ragionamento rispetto al fatto che il suo travagliato processo di introduzione, culminato con la sua entrata in vigore soltanto cinque anni dopo la sua pubblicazione, andò a definire una preventiva possibilità di familiarizzazione, in capo agli utilizzatori, addetti ai lavori

---

<sup>254</sup> Liu, J., & Liu, C. (2007). Value Relevance of Accounting Information in Different Stock Market Segments: The Case of Chinese A-,B-, and H-Shares. *Journal of International Accounting Research*, Vol. 6, No. 2, 55-81. Sami, H., & Zhou, H. (2004). A comparison of value relevance of accounting information in different segments of the Chinese stock market. *The International Journal of Accounting*, Vol. 39, No. 4, 403-427. Alali, F., & Foote, P. (2012). The Value Relevance of International Financial Reporting Standards: Empirical Evidence in an Emerging Market. *The International Journal of Accounting*, Vol. 47, 85-108.

<sup>255</sup> Alali, F., & Foote, P. (2012). The Value Relevance of International Financial Reporting Standards: Empirical Evidence in an Emerging Market. *The International Journal of Accounting*, Vol. 47, 85-108. Ulteriori informazioni possono essere tratte da Chebaane, S., & Othman, B. H. (2014). The Impact of IFRS Adoption on Value Relevance of Earnings and Book Value of Equity: The Case of Emerging Markets in African and Asian Regions. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Vol. 145, 70-80 ed Elshandidy, T. (2014). Value Relevance of Accounting Information: Evidence from an Emerging Market. *Advances in Accounting*, Vol. 30, No. 1, 176-189. Jaffar, N.; Nor, A.S.N, Selamat, Z. (2019). *Integrated Report Content Elements Affecting Value Relevance of Publicly Listed Companies in Malaysia. International Journal of Innovation, Creativity and Change. Vol. 8, No. 6.*



e fruitori dell'informativa economico-finanziaria, con le relative prescrizioni in ivi contenute<sup>256</sup>.

Ciò è dimostrato, ad esempio, da Gan, Chong e Ahmad, con riferimento ai mercati finanziari malesiani. La Malesia ha, infatti, introdotto tramite i suoi *standard setters* l'obbligatorietà degli standard IFRS, sotto, tuttavia, nomi diversi. Ad esempio, lo standard malesiano concernente gli strumenti finanziari è denominato FRS139 piuttosto che IFRS 9. La comunità accademica locale non si risparmia dal considerare il nuovo principio contabile come decisamente complicato, nonché impegnativo per il redattore di bilancio in termini di cambiamenti e accorgimenti da apportare a livello di sistemi, processi, documentazione e comunicazione dei risultati<sup>257</sup>. Ciononostante, gli autori dello studio sono stati portati a definire una maggiore *value relevance* delle poste contabili coinvolte dal nuovo principio nei periodi successivi alla sua introduzione, rispetto ai periodi ad essa precedenti. Ciò andrebbe a disegnare, secondo gli Autori, evidenza sufficiente a dimostrare che, a latere di altri fattori, il differimento dell'introduzione di un principio contabile potrebbe risultare spiegante di un incremento della *value relevance* dello stesso, nel momento in cui tale dilazione abbia portato ad un incremento della familiarità del ceto degli investitori e degli addetti ai lavori con summenzionato *accounting standard*.

Un ulteriore elemento di attenzione che risulterebbe essere, secondo la comunità accademica, rilevante alla giustificazione dell'assunzione che il nuovo principio contabile internazionale possa essere considerato *value relevant* a favore dell'investitore, si presenta essere la sostituzione del metodo dell'*incurred loss* con il nuovo *standard* dell'*expected-loss-model*. La possibilità di definire tale metodo di valutazione come *value relevant* ai fini dell'alimentazione del processo decisionale dell'investitore si rinviene nella considerazione di

---

<sup>256</sup> Mechelli, A., Sforza, V., & Cimini, R. (2020). Op. Cit., pag. 128

<sup>257</sup> Gan, C.-Y., Chong, L.-L., & Ahmad, Z. (2016). Impact of FRS139 adoption on value relevance of financial reporting in Malaysia. *Managerial Finance*, Vol. 42, No. 7, 706-721. Hassan, M.S., Saleh-Mohd, N. (2010). *The Value Relevance of Financial Instruments Disclosure in Malaysian Firms in the Main Board of Bursa Malaysia*.

una maggiore capacità dell'*expected loss* di riflettere il valore economico dell'esposizione finanziaria<sup>258</sup>.

### 5.3. Hypotheses development

Le valutazioni effettuate in precedenza permettono di definire le seguenti due ipotesi, che concernono la *value relevance* degli standard contabili oggetto di approfondita analisi nel corso dell'intero documento. In primis, nonostante questo aspetto sia stato già diffusamente trattato nell'ambito del precedente paragrafo, con l'esposizione di diversi riferimenti a opere che hanno certificato tale ipotesi, si andrà a testare se, anche con l'analisi di seguito condotta, i principi contabili IAS 39 e IFRS 9 possano essere definiti *value relevant* per le decisioni poste in essere dagli investitori. Questo primo obiettivo è condensato nell'ipotesi di ricerca  $H_1$ , esposta di seguito nella sua formulazione:

***H<sub>1</sub>: le poste contabili definite secondo le prescrizioni degli standard contabili IAS 39 e IFRS 9 sono definibili come value relevant rispetto alle decisioni poste in essere dagli investitori.***

Si ritiene opportuno, a questo punto dell'opera, ai fini del confronto della *value relevance* dei due standard proposti dallo IASB con riferimento agli strumenti finanziari, proporre un veloce condensato delle innovazioni più significative dell'IFRS 9 rispetto al predecessore IAS 39, in modo da riassumere quanto statuito nell'ambito dei precedenti capitoli 3 e 4, che, dal loro canto, hanno proposto un'analisi approfondita dei principi contabili oggetto d'analisi.

*In primis*, si definisce come, in virtù di studi già condotti da altri autori, le nuove regole di *hedge accounting* per quanto concerne gli strumenti finanziari derivati (non a caso non esaminate nell'ambito dei capitoli precedenti) non dovrebbero, almeno per quanto riguarda il periodo temporale in cui l'analisi della *value relevance* verrà condotta, aver definito una variazione

---

<sup>258</sup> Novotny-Farkas, Z. (2016). The Interaction of the IFRS 9 Expected Loss Approach with Supervisory Rules and Implications For Financial Stability. *Accounting in Europe*, Vol. 13, No. 2, 197-227. Ciprietti, E. (2018) *IFRS 9. Valutazione degli impatti sul bilancio e sui sistemi IT delle banche*. Università degli Studi di Padova. Casta, J.F., Lejard, C., Paget-Blanc. C. (2019). *The implementation of the IFRS 9 in Banking Industry. EUFIN 19: The 15<sup>TH</sup> Workshop on European Financial Reporting. Vienne, Austria.*

significativa della *value relevance*. Ciò per un motivo ben specifico: nonostante – è risaputo – l’IFRS 9 abbia introdotto una nuova disciplina concernente la contabilizzazione e valutazione degli strumenti finanziari derivati, la stessa era stata rinviata, nella sua entrata in vigore, con l’opportunità di continuare a fare riferimento alle prescrizioni di cui allo IAS 39. Da questo punto di vista, si può confermare come studi empirici abbiano confermato che quasi tutte le istituzioni finanziarie europee si siano avvalse dell’opportunità di cui sopra, dilazionando ulteriormente l’entrata in vigore della disciplina dell’*hedge accounting* in ottemperanza all’IFRS 9<sup>259</sup>.

Relativamente alle prescrizioni concernenti la valutazione, classificazione e misurazione degli strumenti finanziari, è possibile, secondo gli studiosi, affermare come l’introduzione dell’IFRS 9 abbia definito una minore influenza della discrezionalità nell’ambito di tali operazioni. Ciò risulta essere imputabile, secondo gli accademici, al fatto che il “*management intent*” oggetto di ricorso nello IAS 39 ai fini della classificazione degli strumenti finanziari sia stato rimpiazzato da criteri tendenzialmente considerabili come più oggettivi, quali l’analisi congiunta del modello di business dell’intermediario finanziario e delle caratteristiche intrinseche a livello contrattuale dello strumento finanziario oggetto di classificazione. Relativamente a ciò, è possibile definire come, ovviamente, l’arbitrarietà a livello classificatorio possa essere qualificabile come una proprietà avversa allo sviluppo di un buon livello di *value relevance*<sup>260</sup>:

---

<sup>259</sup> Cimini, R. (2019). Il sistema di bilancio degli enti creditizi e finanziari. Schemi, principi contabili e obblighi segnaletici. Padova: CEDAM.

<sup>260</sup> Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, 77-104. Chambers, D., Linsmeier, T., Shakespeare, C., & Sougiannis, T. (2007). *Op. Cit.* Si veda anche Ahmad, H.I. (2011). *Association between stock returns and accounting returns in emerging markets*. Université du Droit et de la Santé – Lille II. Si veda anche Djaballah, A., Zongning F. (2022). La pertinence du résultat global en contexte africain. *Gestion 2000*, Vol. 39, No. 2, 41-60 e Fiechter, P., & Novotny-Farkas, Z. (2017). The Impact of the Institutional Environment on the Value Relevance of Fair Values. *Review of Accounting Studies*, Vol. 22, No. 1, nonché Gonçalves, C.; Andraz, G., Guerreiro, J. (2018). A Utilidade Do Resultado integral: caso Euronext Lisbon. *Inovar*, Vol. 28, No. 69, 25-39 e Hamdi, B., Mejri, T. (2017). La pertinence de l’information comptable en juste valeur dans le contexte de la crise

pertanto, si può ipotizzare come, relativamente a tale fattore, l'IFRS 9 dovrebbe rivelarsi essere un principio contabile maggiormente funzionale al supporto del processo decisionale degli investitori. Si tenga conto, ad esempio, del fatto che il nuovo standard previene la possibilità che i manager sfruttino l'arbitrarietà a livello di classificazione per incasellare lo strumento finanziario di volta in volta oggetto di valutazione in una categoria che si presti a promuovere le politiche di bilancio dell'organizzazione<sup>261</sup>.

Si definisce, quindi, una contrapposizione tra il c.d. "*management intent*", innegabilmente considerabile come maggiormente discrezionale e vago, e il modello di classificazione di cui al nuovo principio contabile IFRS 9, definibile come maggiormente formalizzato e, per converso, meno arbitrario<sup>262</sup>.

Come si è già affermato nell'ambito del capitolo precedente, la novità più rilevante nell'ambito della transizione dal vecchio al nuovo principio contabile è costituita dalle innovazioni

---

financière : le cas de l'industrie bancaire européenne. Comptabilité Contrôle Audit 2017/3 (Tome 23), 29-62.

<sup>261</sup> Anandarajan, A., Hasan, I., & McCarthy, C. (2007). Use of loan loss provisions for capital, earnings management and signalling by Australian banks. *Accounting and Finance*, Vol. 47, 357-379. Elnahass, M., Izzeldin, M., & Steele, G. (2018). Capital and Earnings Management: Evidence from Alternative Banking Business Models. *International Journal of Accounting*, Vol. 53, 20-32. Wezel, T., Chan-Lau, J., & Francesc, C. (2012). Dynamic loan loss provisioning: simulations on effectiveness and guide to implementation. Working chapter, Washington: IMF (International Monetary Fund). Si veda anche Barbagallo, D. (2015). *Banks Loan Loss Provisions, New IFRS 9 and Basel III Framework: Profiles of Convergence, Empirical Evidence and Possible Impacts on the System*. Milano: Università degli Studi di Milano-Bicocca e Mincioni, S. (2009). *L'uso delle loan loss provisions in banca: un'analisi empirica*. LUISS Guido Carli.

<sup>262</sup> Knežević, G., Pavlović, V., & Vukadinović, P. (2015). IFRS 9 and Implications of "Business Model VS Management Intent" Criteria on the Quality of Accounting Information. Singidunum University International Scientific Conference FINIZ 2015 . Belgrado-Serbia. Si veda anche Bellandi, F. (2021). IFRS 9 Single Impairment Model: Semantics and Circularity? A Study in the Airline Industry. *International Journal of Business and Management*, Vol. 16, No. 12, 41.

concernenti il processo di *impairment*, anche per ammissione dello stesso ex-*Chairman* dello IASB, Hans Hoogervorst<sup>263</sup>. Tramite l'analisi della letteratura già presente, non è agevole ottenere una previsione dell'impatto del nuovo modello di *impairment* sulla *value relevance* delle poste contabili, con una diatriba tutt'oggi ancora aperta tra gli autori rispetto alla capacità dei due modelli di *impairment* di fornire un output informativo utile all'investitore.

In primo luogo, vi è un'opinione, riconducibile ai già menzionati Gebhardt e Novotny-Farkas, per cui il modello dell'*expected loss* sia in grado di produrre un miglior *output* informativo rispetto al suo predecessore, il modello dell'*incurred loss*. Ai fini dell'esplicitazione delle virtù del nuovo modello di *impairment*, gli Autori hanno astratto il valore economico di un'esposizione creditoria tramite l'utilizzo della valutazione al *fair value*, eletto a valore *benchmark* di utilità informativa per l'investitore. Secondo tale regime di valutazione, sia la mutazione della *Probability of Default (PD)* e della *Loss Given Default (LGD)*, ma anche degli utili e delle perdite riconducibili alla mutazione del tasso d'interesse di mercato, sono riconosciuti come componente di reddito. Relativamente a questo *standard*, il modello dell'*expected credit loss* incontra soltanto parzialmente tale "metodo di *impairment benchmark*", andando a riconoscere solamente le mutazioni di *PD* e *LGD* come componente di reddito. Il modello dell'*incurred loss* si discosta dal metodo di *impairment* ideale in maniera ancora più decisa, andando a conferire rilevanza solamente ai c.d. già menzionati *trigger events* (eventi di perdita) che si siano già verificati alla data di riferimento del bilancio d'esercizio. È perciò possibile definire che, nonostante entrambi i metodi si discostino dal *benchmark* eletto dagli studiosi, il modello dell'*expected loss* si avvicini maggiormente allo stesso, dato che promuove una maggiore vicinanza al valore economico dell'esposizione creditoria, soprattutto se confrontato con il corrispondente *incurred loss model*, in virtù della capacità del primo di riconoscere in maniera più fedele l'*economic value* dell'esposizione creditizia. Sempre relativamente a ciò, si cita, ancora una volta, un lavoro di Barth e Landsman, i quali affermano che l'implementazione di un principio contabile basato sull'*expected loss model* possa andare a mitigare gli effetti del differimento nel riconoscimento delle perdite,

---

<sup>263</sup> Mechelli, A., Sforza, V., & Cimini, R. (2020). Op. Cit., pag. 130. Gornjak, M. (2018). Comparison of IAS 39 and IFRS 9: The Analysis of Replacement. *International Journal of Management*, Vol. 6, No. 1, 115-130. Sultanoglu, B. (2018). Expected Credit Loss Model by IFRS 9 and Its Possible Early Impact on European and Turkish Banking Sector. *The World of Accounting Science*, Vol. 20, No. 3, 476-506.

riconosciuto come pressoché sistematico nell'*incurred loss model*, necessitando quest'ultimo, come ricordato poco fa, di un *trigger event*, o di un "evento di perdita ". Tale dilazione nella ricognizione delle perdite andava a determinare, sempre secondo i summenzionati autori, una privazione di informazioni utili alla conduzione di decisioni oculate di investimento in capo al mercato<sup>264</sup>. Della medesima opinione si presentano essere i precedentemente menzionati Gebhardt e Novotny-Farkas, che definiscono il fatto che il metodo dell'*incurred loss* sia correlabile ad una puntualità scarsa nella ricognizione delle perdite, con, conseguentemente, un riconoscimento differito delle perdite future attese<sup>265</sup>.

Un ulteriore contributo, maggiormente recente, proviene dall'esperienza di Kim e Yoon<sup>266</sup>, i quali, analizzando un campione di banche coreane, hanno definito che l'utilizzo di un modello basato sull'*incurred loss* non sia adeguatamente *value relevant*; inoltre, sempre nell'ambito della medesima opera, i due Autori hanno definito il fatto che, ulteriormente, l'utilizzo del modello di *impairment* basato sull'*incurred loss*, come richiesto dallo IAS 39, andasse a definire un'incompatibilità di fondo con il modello, riconducibile all'*expected loss*, utilizzato per il calcolo dei CAR (*CAPITAL ADEQUACY RATIOS*) per le banche sottostanti agli standard del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. Ciò era evidente in maniera ancora più cristallina con riferimento alle istituzioni finanziarie europee, allora assoggettate allo IAS 39, poiché non è mai stata prevista una maschera di riconciliazione tra le perdite su crediti registrate secondo l'applicazione dei principi contabili internazionali e quelle derivanti dall'applicazione delle disposizioni di vigilanza a livello bancario. Secondo Mechelli, Cimini e Sforza, l'introduzione dell'IFRS 9 ha generato, da questo punto di vista, un appianamento delle discrepanze tra le disposizioni concernenti la determinazione delle perdite su crediti secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS e quelle derivanti dall'applicazione degli standard di vigilanza

---

<sup>264</sup> Barth, M., & Landsman, W. (2010). How did Financial Reporting Contribute to the Financial Crisis? *European Accounting Review*, Vol. 19, No. 3, 399-423. Djaballah, A., Zongning F. (2022). La pertinence du résultat global en contexte africain. *Gestion 2000*, Vol. 39, No. 2, 41-60.

<sup>265</sup> Gebhardt, G., & Novotny-Farkas, Z. (2011). Op. Cit.

<sup>266</sup> Kim, H. J., & Yoon, S. Y. (2019). Value-relevance of the regulatory non-GAAP adjustments in the Korean banking industry. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, Vol. 26, No. 1-2, 160-171.

sull'adeguatezza del capitale bancario. Ciò determinerebbe, sempre secondo gli Autori, una maggiore utilità delle poste contabili riportate nei documenti di informativa economico-finanziaria ai fini della definizione di strategie di investimento. Tale effetto sarebbe generato grazie alla maggiore assicurazione in capo all'investitore rispetto alla possibilità di vedere una maggiore vicinanza tra l'entità delle perdite su crediti calcolate in ottemperanza dell'applicazione dei due *framework*<sup>267</sup>.

Ciononostante, sussistono alcune opinioni di autorevoli Autori che imputano all'IFRS 9 una *value relevance* inferiore rispetto a quella ottenibile tramite l'applicazione dello IAS 39, in primis in virtù della spiccata complessità del nuovo modello di *impairment* rispetto a quello proposto dal predecessore. Infatti, con riferimento a quest'ultimo, si riscontra la presenza di frange di studiosi che evidenziano un elevato margine di opportunismo riconducibile all'applicazione del nuovo regime di *impairment*, con un conseguente nocumento riscontrabile a livello di relativa *value relevance*<sup>268</sup>. Si pensi, ad esempio, alla sussistenza di un vantaggio da parte del management rispetto alla limitazione di operazioni di riclassificazione di attività finanziarie presso il *second-stage*, così da scongiurare il rischio di dover stimare le perdite con riferimento all'intera vita dell'esposizione, ritenendo "meno sanguinoso" il computo delle perdite su crediti nell'ambito di un orizzonte temporale di 12 mesi, caratteristica tipica delle esposizioni creditizie classificate come facenti parte del *first-stage*<sup>269</sup>.

In particolare, si sostiene come la complessità in senso lato vada a costituire, soprattutto in un regime contabile *principle-based*, come quello architettato dagli IAS/IFRS, un serio pregiudizio alle capacità dell'investitore di comprendere le informazioni economico-finanziarie cui è portato a confrontarsi, a causa della sua impossibilità di ripercorrere i

---

<sup>267</sup> Mechelli, A., Sforza, V., & Cimini, R. (2020). Op. Cit., pag. 131.

<sup>268</sup> Gebhardt, G. (2016). Impairments of Greek government bonds under IAS 39 and IFRS 9: A Case Study. European Parliament. Hamdi, B., Mejri, T. (2017). La pertinence de l'information comptable en juste valeur dans le contexte de la crise financière : le cas de l'industrie bancaire européenne. Comptabilité Contrôle Audit 2017/3 (Tome 23), 29-62.

<sup>269</sup> Mechelli, A., Sforza, V., & Cimini, R. (2020). Op. Cit., pag. 131.

ragionamenti fatti in sede di valutazione da parte del redattore del bilancio<sup>270</sup>. A tal riguardo, è possibile definire come tale incremento di complessità sia stato rilevato da parte di diversi Autori, come Morais, che ha definito come, utilizzando diversi *proxies* espressivi della complessità di un principio contabile oggetto d'analisi, si stia assistendo, generalmente, ad un progressivo incremento di difficoltà applicativa<sup>271</sup>. È possibile individuare, oltre a quelli citati, una collana di studi, concentrati sui due principi contabili oggetto d'interesse, che attribuiscono una particolare complessità in capo a questi ultimi, prevalentemente in virtù della mancanza di linee guida perfettamente chiare e circostanziate concernenti la stima delle perdite su crediti attese<sup>272</sup>.

Le riflessioni di cui sopra consentono di formulare una seconda ipotesi, la quale successivamente oggetto di verifica, secondo la quale le poste valutate secondo IFRS 9 siano maggiormente *value relevant* rispetto a quelle calcolate secondo IAS 39:

***H<sub>2</sub>: le poste contabili definite secondo le prescrizioni dello standard contabile IFRS 9 sono maggiormente value relevant rispetto a quelle calcolate secondo le prescrizioni di cui all'IAS 39.***

---

<sup>270</sup> Bonner, S., & Walker, P. (1994). The Effect of Instruction and Experience on the Acquisition of Auditing Knowledge. *Accounting Review*, Vol. 69, 157-178.

<sup>271</sup> Morais, A. I. (2020). Are changes in international accounting standards making them more complex? *Accounting Forum*, Vol. 44, No. 1, 35-63. Si consultino anche le seguenti ricerche per ulteriori riferimenti: Mergenthaler, R. (2012). Principles-based versus rules-based standards and accounting irregularities. Working paper. Baudot, L., Demek, K., & Huang, Z. (2018). The accounting profession's engagement with accounting standards. Conceptualizing accounting complexity through Big 4 comment letters. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*. Vol. 37, No. 2, 175-196.

<sup>272</sup> Gumb, B., Dupuy, P., Baker, C., & Blum, V. (2018). The Impact of Accounting Standards on Hedging Decisions. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 31, No. 1, 193-213.



## 5.4. Research design

La verifica delle ipotesi è stata effettuata tramite l'utilizzo di una versione modificata del *price model* di Ohlson, il quale è stato oggetto di adeguamento per fare riferimento alla natura dell'indagine, che, riprendendo i canoni classificatori del primo capitolo, si qualifica come *relative association study*. I *relative association studies*, si ricordi, vanno a definire delle ricerche volte ad operare delle comparazioni tra valori contabili, in modo tale da definire quale degli stessi presenti la relazione più stretta con i prezzi (o i rendimenti, nel caso in cui si fosse fatto ricorso ad un *return-model*) delle azioni. Relativamente al modello di Ohlson utilizzato nell'analisi, si abbia a mente il fatto che, nella sua formulazione originaria, lo stesso definisce come il valore del capitale economico aziendale possa essere concepito come uguale al valore di libro dell'*equity*, aggiustato per i c.d. "redditi anormali" (*abnormal returns* - si faccia riferimento al capitolo 2, paragrafo 2.2., per ulteriori informazioni). Gli studiosi, piuttosto che questa forma, fanno spesso riferimento, come già ricordato, ad una versione manipolata della stessa, in cui vi è la definizione di un'associazione tra una variabile "di mercato", segnatamente il prezzo per azione, considerabile dalla letteratura una misura *proxy* del capitale economico per azione dell'azienda. Tale misura di mercato è associata con delle misure di matrice contabile, come il patrimonio netto e il risultato economico aziendale, consolidando una pratica già utilizzata da diversi Autori<sup>273</sup>.

I modelli di regressione utilizzati ai fini della risposta alle ipotesi di ricerca astratte nell'ambito del paragrafo precedente sono i seguenti (*test 1*):

*Equazione 53*

$$P_i = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{IAS39i} + \alpha_2 NI_i + \varepsilon$$

---

<sup>273</sup>Lo, K., & Lys, T. (2000). The Ohlson Model: Contribution to Valuation Theory, Limitations and Empirical Applications. Sauder School of Business Working Paper, 1-48. Si veda anche Mechelli, A. (2013). *Op. Cit.* e Dang, N.H., Tran, M.D., Nguyen, T.L.A. (2018). Investigation of the impact of financial information on stock prices. The case of Vietnam. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*. Vol. 22, No. 2.

Equazione 54

$$P_i = \beta_0 + \beta_1 BV_{IFRS9i} + \beta_2 NI_i + \varepsilon$$

In cui:

1.  $P_i$  è il prezzo di chiusura di un'azione della banca  $i$  alla fine del mese di marzo 2018. Lo scarto temporale rispetto al 1° gennaio 2018 è previsto ai fini di poter assorbire tutte le informazioni riconducibili alla formazione del patrimonio netto delle banche oggetto di campionamento;
2.  $BV_{IAS39i}$  si presenta come il valore di libro per azione, calcolato con riferimento alla banca  $i$  alla data del 1° gennaio 2018, facendo riferimento al set regolatorio dello IAS 39;
3.  $BV_{IFRS9i}$  si presenta come il valore di libro per azione, calcolato con riferimento alla banca  $i$  alla data del 1° gennaio 2018, facendo riferimento al set regolatorio dello IFRS 9;
4.  $NI_i$  è il risultato economico dell'esercizio per azione, computato alla fine dell'esercizio 2017.

$\varepsilon$  è il termine d'errore.

Il *test 2*, volto a corredare i risultati di cui al *test 1*, si presenta mirato a definire se e quanto gli azionisti prezzino la differenza tra il patrimonio netto determinato secondo l'IFRS 9 e lo stesso patrimonio netto definito secondo il suo predecessore.

Equazione 55

$$P_i = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{IAS39i} + \alpha_2 NI_i + \alpha_3 \Delta BV_i + \varepsilon$$

Sia per quanto concerne *test 1*, che per quanto riguarda *test 2*, le variabili, come anticipato nella descrizione delle stesse, sono state oggetto di deflazionamento, tramite la divisione dei valori per il numero di azioni emesse da ciascuna banca campionata<sup>274</sup>.

---

<sup>274</sup> Barth, M., & Clinch, G. (2009). Scale Effects in Capital Markets-based Research. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 36, No. 3-4, 253-288. Djaballah, A., Zongning F. (2022). La pertinence du résultat global en contexte africain. *Gestion 2000*, Vol. 39, No. 2, 41-60. Hamdi, B., Mejri, T. (2017). La

Ulteriormente, si prevede la possibilità di proporre una leggera alterazione del modello di cui al *test 1*. Tale modifica propone l'isolamento dei prestiti e anticipazioni verso la clientela rispetto alle altre voci impattate da parte dell'introduzione dell'IFRS 9, come esposto nell'ambito del modello di cui di seguito (*test 3*):

Equazione 56

$$P_i = \alpha_0 + \alpha_1 LAC_{IAS39i} + \alpha_3 NI_i + \varepsilon$$

Equazione 57

$$P_i = \beta_0 + \beta_1 LAC_{IFRS9i} + \beta_3 NI_i + \varepsilon$$

Dove le variabili già presenti nelle equazioni 53 e 54 hanno il medesimo significato, mentre:

1.  $LAC_{IAS39i}$  si presenta come il valore dei prestiti e degli anticipi verso clienti, deflazionato, come le altre variabili, dividendolo per il numero totale di azioni, nonché calcolato facendo riferimento alle disposizioni dello IAS 39;
2.  $LAC_{IFRS9i}$  si presenta come il valore dei prestiti e degli anticipi verso clienti, deflazionato, anche in questo caso, dividendolo per il numero totale di azioni, nonché calcolato facendo riferimento alle disposizioni dello IFRS 9;

Ultimo *test* condotto risulta essere il seguente (*test 4*), il quale si presenta come una variazione del *test 2*, evidenziando, in luogo della differenza tra patrimoni netti calcolati secondo i due standard contabili oggetto d'indagine, lo scostamento sussistente tra l'ammontare dei prestiti e anticipazioni nei confronti dei clienti come definito secondo l'IFRS 9 e la sua controparte determinata ottemperando alle prescrizioni di cui allo IAS 39.

Equazione 58

$$P_i = \alpha_0 + \alpha_1 LAC_{IAS39i} + \alpha_3 NI_i + \alpha_4 \Delta LAC_i + \varepsilon$$

---

pertinence de l'information comptable en juste valeur dans le contexte de la crise financière : le cas de l'industrie bancaire européenne. Comptabilité Contrôle Audit 2017/3 (Tome 23), 29-62.

## 5.5. Controlli

Ai fini del *testing* della robustezza dei risultati, saranno, successivamente all'espletamento dei test sopra descritti, condotti tre ordini di controlli.

In primis, le equazioni proposte saranno modificate in modo da controllare gli effetti riconducibili alla conformazione del campione oggetto d'utilizzo, composto da banche con azioni quotate nei mercati regolamentati europei. A tal fine si propone la definizione di un sotto-campione, formato solamente da banche quotate in mercati regolamentati afferenti ai soli paesi che appartengono al c.d. EU-15<sup>275</sup>. Le ragioni economico-finanziarie sottostanti a tale discriminazione sono riconducibili ad alcuni studi, che hanno rivelato che gli investitori ripongono mediamente un minor grado di fiducia nei confronti delle banche non-EU-15, con ciò che comporta un maggior grado di scetticismo rispetto ai *fair values* da loro proposti<sup>276</sup>.

Un secondo ordine di controlli risulta ispirato dalla suddivisione dei paesi europei tra paesi "ad *equity* debole"<sup>277</sup> (i cui sistemi economico-finanziari sono caratterizzati da un certo grado di dirigismo da parte delle amministrazioni centrali e, soprattutto, da una spiccata incidenza del sistema di tassazione) da quelli "ad *equity* forte"<sup>278</sup> (in cui il mercato è maggiormente libero e

---

<sup>275</sup> Per EU-15 si intendono gli stati dell'Unione Europea facenti parte della stessa prima del 2004: Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna, Svezia, Regno Unito.

<sup>276</sup> Fiechter, P., & Novotny-Farkas, Z. (2017). The Impact of the Institutional Environment on the Value Relevance of Fair Values. *Review of Accounting Studies*, Vol. 22, No. 1.

<sup>277</sup> Si ricordino, dei paesi analizzati nell'ambito del presente lavoro, Austria, Belgio, Bulgaria, Repubblica Ceca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Ungheria, Italia, Polonia, Portogallo, Romania, Spagna, Svezia.

<sup>278</sup> Si ricordino, dei paesi analizzati nell'ambito del presente lavoro, Danimarca, Regno Unito, Irlanda, Malta, Paesi Bassi.

preminentemente condizionato da logiche di carattere commerciale)<sup>279</sup>. Vi sarà, quindi, l'individuazione di un sub-campione composto soltanto da istituti bancari riconducibili a paesi considerati dalla miglior letteratura come "ad equity forte".

Terzo e ultimo strumento di controllo utilizzato dalla migliore letteratura presente rispetto alle ricerche sulla *value relevance* è rappresentato dalla possibilità di rideterminazione delle equazioni di cui sopra tramite l'utilizzo del reddito complessivo in luogo del profitto/perdita netti dell'esercizio. Ciò risulta essere coerente con le assunzioni di cui al *price model* di Ohlson<sup>280</sup>, le quali ricomprendono la c.d. *clean surplus relation*, di cui si è diffusamente parlato nell'ambito del secondo capitolo<sup>281</sup>.

## 5.6. Selezione del campione

Come già più volte menzionato nel corso dell'opera, l'analisi di cui di seguito si configura come focalizzata al mondo bancario, essendo quest'ultimo composto generalmente da entità aziendali caratterizzate, nell'ambito della relativa composizione di attività e passività

---

<sup>279</sup> Nobes, C. (2008). Accounting Classification in the IFRS Era. *Australian Accounting Review*, Vol. 18, No. 3, 191-198.

<sup>280</sup> Ohlson, J. (1989). Accounting Earnings, Book Value and Dividends: The Theory of the Clean Surplus Equation, Working Paper. Columbia University. Si veda anche Cahan, S.F., Courtenay, M.C., Gronewoller, P.L., Upton, D.R. (2000). Value Relevance of Mandated Comprehensive Income Disclosures. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 27, No. 9 & 10. 1273-1298, Hamdi, B., Mejri, T. (2017). La pertinence de l'information comptable en juste valeur dans le contexte de la crise financière : le cas de l'industrie bancaire européenne. *Comptabilité Contrôle Audit 2017/3 (Tome 23)*, 29-62, Gonçalves, C.; Andraz, G., Guerreiro, J. (2018). A Utilidade Do Resultado integral: caso Euronext Lisbon. *Inovar*, Vol. 28, No. 69, 25-39.

<sup>281</sup> Gonçalves, C.; Andraz, G., Guerreiro, J. (2018). A Utilidade Do Resultado integral: caso Euronext Lisbon. *Inovar*, Vol. 28, No. 69, 25-39. Si veda anche Djaballah, A., Zongning F. (2022). La pertinence du résultat global en contexte africain. *Gestion 2000*, Vol. 39, No. 2, 41-60.

patrimoniali, da un certo livello di preminenza di strumenti finanziari attivi e passivi. Ulteriormente, è possibile stabilire come si siano considerati soltanto istituti bancari i cui titoli azionari sono quotati in mercati finanziari regolamentati afferenti all'Unione Europea. Ai fini del *testing* delle ipotesi, i dati di bilancio componenti il *dataset* in uso ai fini del presente lavoro sono stati rilevati a mano, attraverso la consultazione dei singoli bilanci consolidati di cui alle banche campionate, con la possibilità di sfruttare il fatto che alcuni istituti bancari si siano impegnati a redigere degli appositi documenti di resoconto rispetto alla *First-Time-Adoption* del principio contabile IFRS 9 in luogo del suo predecessore IAS 39. Il corso azionario, invece, è rilevato, come menzionato nel paragrafo 3 del presente capitolo, alla fine del mese di marzo 2018, ed è stato prelevato dalla piattaforma Bloomberg. Nella selezione delle istituzioni finanziarie da includere nel campione sono state scartate 16 unità campionarie, in virtù della presenza di dati mancanti. Il campione, nella sua versione revisionata, ricomprende, in tutto, 144 entità finanziarie europee, suddivise tra i diversi stati UE come da *tabella 1*, di cui alla pagina successiva, recante una distribuzione di frequenza secondo lo stato UE di provenienza delle banche oggetto di campionamento.

Tabella 1: distribuzione di frequenza avente ad oggetto lo stato di provenienza delle banche campionate

| <b>Stato UE</b> | <b>Numero di banche campionate</b> |
|-----------------|------------------------------------|
| Austria         | 7                                  |
| Belgio          | 1                                  |
| Bulgaria        | 4                                  |
| Cipro           | 1                                  |
| Croazia         | 7                                  |
| Danimarca       | 22                                 |
| Estonia         | 1                                  |
| Finlandia       | 4                                  |
| Francia         | 4                                  |
| Germania        | 12                                 |
| Grecia          | 6                                  |
| Irlanda         | 3                                  |
| Italia          | 16                                 |
| Lituania        | 1                                  |
| Malta           | 4                                  |
| Paesi Bassi     | 6                                  |
| Polonia         | 11                                 |
| Portogallo      | 1                                  |
| Repubblica Ceca | 2                                  |
| Regno Unito     | 11                                 |
| Romania         | 3                                  |
| Spagna          | 7                                  |
| Svezia          | 7                                  |
| Ungheria        | 3                                  |
| <b>Totale</b>   | <b>144</b>                         |

Si consulti l'allegato A alla presente opera per avere un dettaglio delle singole banche oggetto di campionamento.

## 5.7. Analisi esplorativa<sup>282</sup>

### 5.7.1. Statistiche descrittive, *correlation heatmap* e trasformazioni

Si propone, nella tabella sottostante, una serie di statistiche descrittive relative alle variabili utilizzate nell'ambito delle analisi di cui di seguito. Si ricorda che le variabili (oltre al prezzo) sono state rapportate al numero di azioni afferenti a ciascun istituto bancario campionato. Viene mostrata anche la variabile *TCI*, corrispondente al reddito complessivo, che verrà utilizzata in luogo della variabile reddito ai fini di controllo dei risultati.

Tabella 2: scheda riassuntiva delle statistiche descrittive per variabile

|               | Minimo  | Primo quartile | Mediana | Media  | Terzo quartile | Massimo  |
|---------------|---------|----------------|---------|--------|----------------|----------|
| $P_i$         | 0,030   | 2,80           | 10,34   | 101,12 | 36,42          | 4011,18  |
| $BV_{IAS39}$  | 0,003   | 1,55           | 6,10    | 127,38 | 25,07          | 5301,65  |
| $BV_{IFRS9}$  | 0,007   | 1,49           | 5,71    | 122,98 | 24,29          | 5134,84  |
| <i>NI</i>     | -788,66 | 0,14           | 0,67    | 17,89  | 2,99           | 813,16   |
| <i>TCI</i>    | -789,48 | 0,16           | 0,63    | 22,49  | 2,95           | 866,62   |
| $LAC_{IAS39}$ | 0,01    | 8,33           | 24,67   | 608,18 | 134,72         | 33935,92 |
| $LAC_{IFRS9}$ | 0,01    | 6,91           | 22,85   | 595,96 | 134,72         | 33935,92 |
| $\Delta BV$   | -166,81 | -0,69          | -0,10   | -4,41  | -0,01          | 6,67     |
| $\Delta LAC$  | -948,54 | -0,81          | -0,02   | -12,24 | 0,00           | 100,46   |

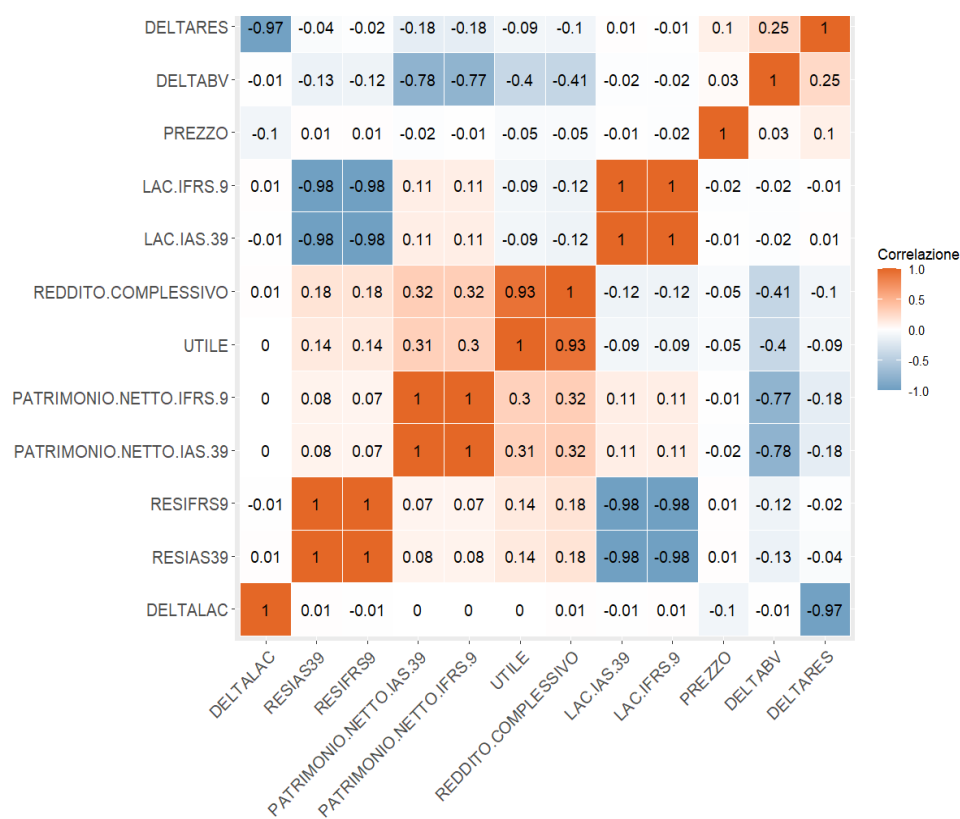
A titolo di breve commento con riferimento alle variabili esposte nella tabella di cui sopra, è possibile statuire come l'ammontare del patrimonio netto calcolato tramite l'utilizzo del principio contabile IFRS 9 si attesti ad un livello mediamente minore rispetto a quello calcolato con il suo predecessore. Ciò si ripete, senza sorprese in tal senso, anche con riferimento alla variabile *LAC*, la quale riassume il livello dei prestiti e le anticipazioni effettuate dalle banche

<sup>282</sup> Tutte le analisi di cui di seguito sono state condotte con ausilio del linguaggio di programmazione R e l'applicazione dello stesso nell'ambiente di sviluppo integrato RStudio.



nei confronti della clientela. Ciò spiega il motivo per cui  $\Delta BV$  si presenti come negativa fino al suo terzo quartile. Destino simile coinvolge la variabile  $\Delta LAC$ , che si configura come nulla anch'essa fino al suo terzo quartile. Si nota come la scelta di rapportare le modalità relative alle osservazioni secondo il numero di azioni emesse dalle banche, così come l'arrotondamento dei valori alla seconda cifra decimale, abbia reso una moltitudine di statistiche prossime o pari a zero. L'analisi dei documenti utilizzati ai fini del campionamento e della produzione dei rilievi di cui sopra può portare a concludere, come già anticipato da Mechelli, che i valori negativi di cui alle variabile  $\Delta BV$ , così come  $\Delta LAC$ , siano preminentemente imputabili alla transizione a favore di un modello di impairment basato sull'*expected loss*, in contrapposizione con il precedente approccio, basato sull'*incurred loss*, in virtù del fatto che segnatamente tale cambiamento avrebbe portato le banche a registrare un numero relativamente più ingente di perdite su crediti. Le novità di cui agli IFRS 9 relative alla classificazione e alla misurazione delle attività finanziarie non avrebbero, in termini relativi, portato a effetti di uguale portata. Ancora meno rilevante, da questo punto di vista, si rivela essere, secondo letteratura autorevole, l'effetto delle regole di *hedge accounting*, dato che diversi istituti bancari si sono avvalsi della facoltà di continuare nell'applicazione della disciplina di cui all'IFRS 9.

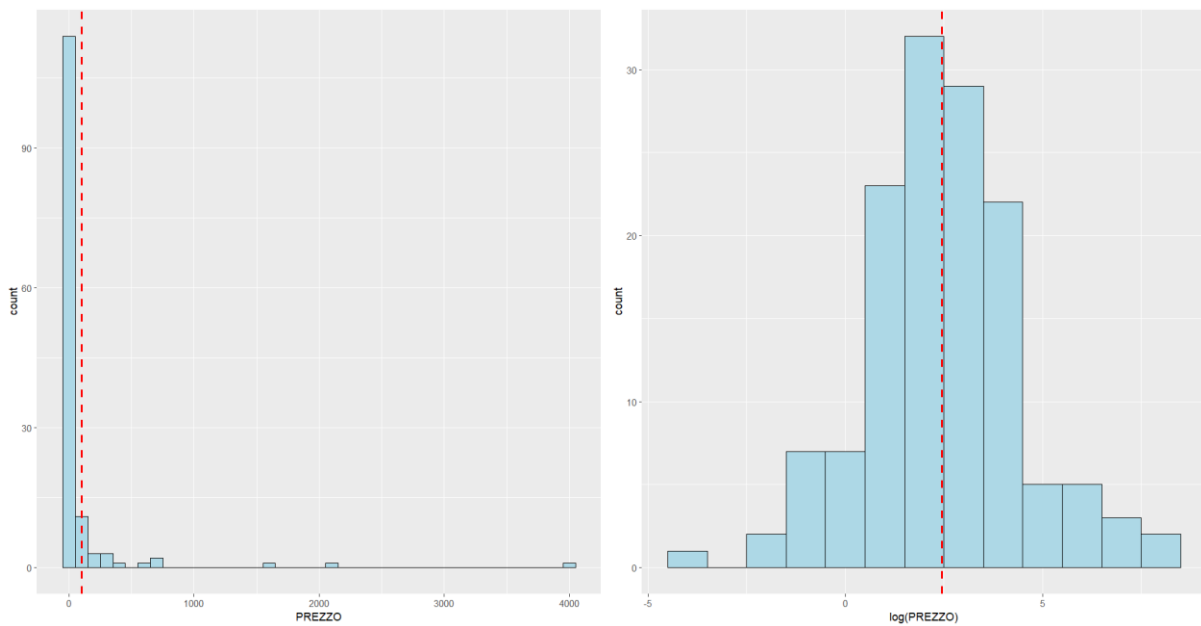
Figura 1: correlation heatmap delle variabili d'interesse



Ulteriormente, si ritiene sia d'interesse esplorare la correlazione tra le variabili coinvolte nei modelli. Per completezza, nella *heatmap* soprastante sono stati inserite, *a latere* delle variabili che saranno poi effettivamente sfruttate nei *test* descritti di cui di seguito, anche alcune variabili che si pongono, rispetto a queste ultime, in una relazione di complementarità. Tra le altre, infatti, sono state incluse le *variabili*  $RES_{IAS39}$ ,  $RES_{IFRS39}$ , e  $\Delta RES$ . In generale, le stesse vanno a proporre una misura del patrimonio netto residuo in seguito allo scorporo della variabile LAC (*loans and advances to customers*), rappresentativa dei prestiti e delle anticipazioni nei confronti dei clienti, misurata, rispettivamente, secondo lo standard IAS 39 e IFRS 9. Per  $\Delta RES$ , d'altro canto, si definisce la differenza tra  $RES_{IAS39}$  e  $RES_{IFRS39}$ . Proponendo una rapida analisi della summenzionata *correlation heatmap*, è possibile notare come, in primis, le variabili rappresentative dei prestiti e anticipazioni verso clienti (calcolati secondo i dettami di cui ai due principi contabili oggetto di dissertazione) e quelle espressive del patrimonio netto privato di questa componente (misurato, anch'esso, prima secondo lo IAS 39 e poi in ottemperanza alle prescrizioni dell'IFRS 9) siano, senza sorprese in tal senso, quasi perfettamente negativamente correlate. Ciò definisce un forte problema di collinearità tra dette variabili, tale da non permettere il loro utilizzo simultaneo nell'ambito di un eventuale modello di regressione. Altri aspetti notabili, pur essendo tutt'altro che inattesi, risultano essere la forte correlazione positiva sussistente tra reddito d'esercizio e reddito complessivo, nonché la perfetta linearità tra le variabili di patrimonio netto misurate secondo lo IAS 39 e quelle determinate ai sensi dell'IFRS 9. Tali ultimi aspetti, tuttavia, non vanno a costituire tratti di criticità ai fini dell'analisi, dato che tali variabili, nelle loro diverse configurazioni, sono state utilizzate in maniera alternativa: non sono, infatti, presenti *test* in cui siano stati sfruttati contemporaneamente il reddito netto dell'esercizio e il reddito complessivo, così come si è preferito non coinvolgere mai simultaneamente variabili che risentono della misurazione secondo lo IAS 39 e variabili che sono determinate secondo lo IFRS 9.

Di seguito si propongono, a conclusione del presente paragrafo, dedicato all'analisi esplorativa, alcuni istogrammi rappresentanti le distribuzioni di alcune delle variabili di interesse, al fine di valutare la possibilità di attuarne eventuali trasformazioni, in modo tale da meglio catturarne la relativa variabilità.

Figura 2: istogrammi della variabile prezzo



In primis, si propone quanto definito di cui sopra per la variabile prezzo.

Dall'osservazione della *figura 2*, nel suo diagramma di sinistra, è possibile osservare come la variabile risposta si presenti come decisamente concentrata intorno allo zero. Si ricorda, come asserito nel paragrafo precedente, che ciò risulta essere preminentemente dovuto alle operazioni di cui alla rimozione dell'effetto "scala" (che hanno coinvolto la divisione delle modalità assunte dalle variabili utilizzate per il numero di azioni ordinarie emesse da ciascuna banca oggetto di campionamento). Avendo ravvisato ciò, si è optato per una trasformazione logaritmica della stessa, in modo da far emergere una maggiore variabilità nella risposta, così da ottenere un maggiore adattamento dei modelli di seguito proposti. La variabile prezzo, trasformata, come appena definito, nel logaritmo naturale della stessa, risulta distribuita come nell'istogramma visibile nel lato destro della figura.

Lo stesso può dirsi della variabile patrimonio netto, la quale, sia nella sua configurazione data dalla misurazione secondo IAS 39, che tramite la sua ridefinizione per tramite dell'IFRS 9, presenta le medesime problematiche di cui alla variabile prezzo, ancora una volta auspicabilmente imputabili alle operazioni di eliminazione dello *scale-effect* dovuto alla diversa dimensione delle banche oggetto di campionamento. Le figure 3 e 4, nei loro istogrammi di sinistra definiscono, anche in questo caso, una spiccata concentrazione intorno al valore zero. Anche tali variabili, per i motivi appena esposti, sono state utilizzate nelle analisi

di cui di seguito calcolandone il relativo logaritmo neperiano. Ciò consente, come testimoniato da quanto esposto dai diagrammi sul lato destro della pagina, di recuperare un certo grado di variabilità.

Figura 3: istogrammi della variabile patrimonio netto - IAS 39

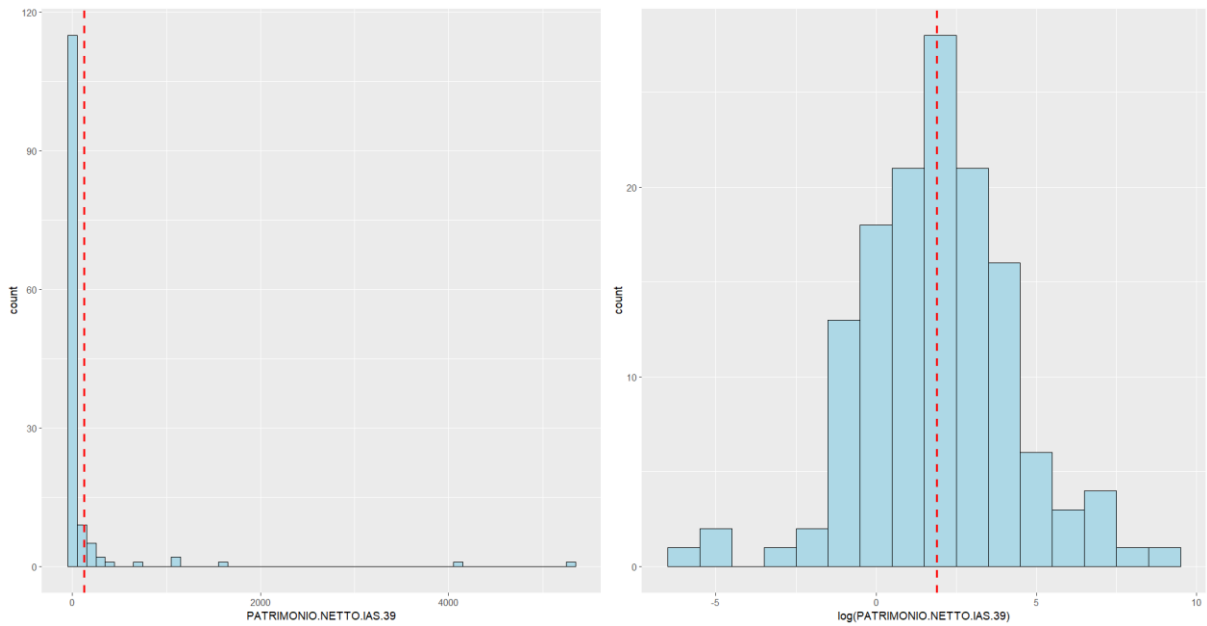
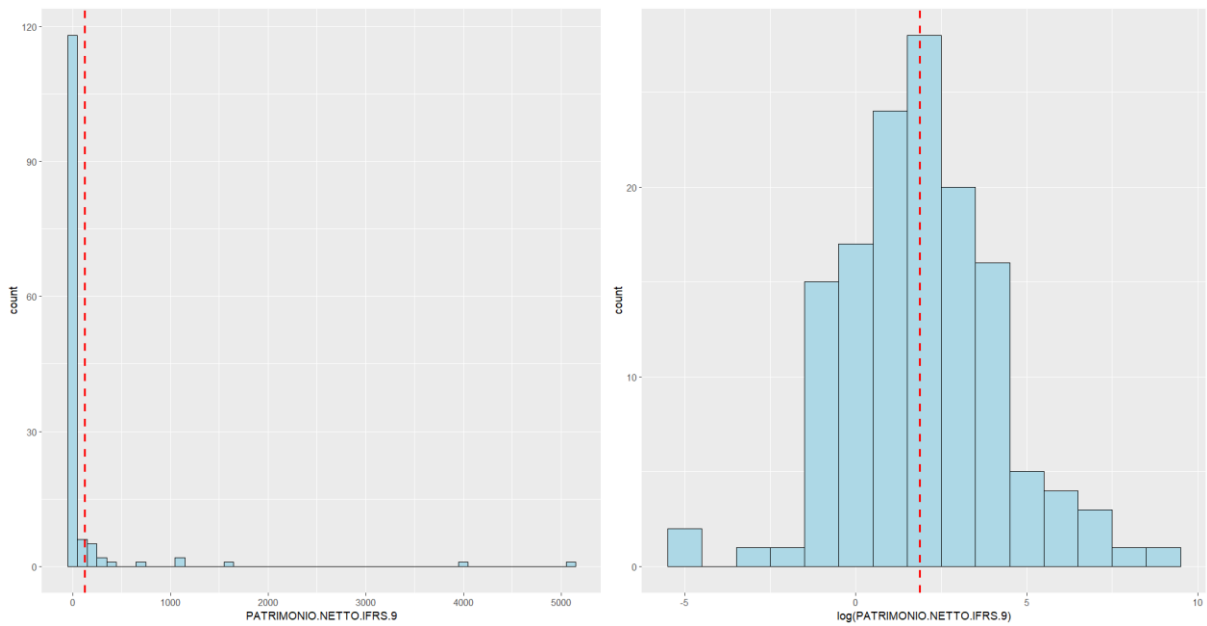


Figura 4: istogrammi della variabile patrimonio netto - IFRS 9



Ragionamento analogo, a conclusione di questa prima fase di analisi esplorativa, può essere effettuato con riferimento i prestiti e le anticipazioni verso clienti, misurati con ausilio dello IAS 39 e dell'IFRS 9. Si vedano figure 5 e 6 per apprezzare gli effetti della relativa trasformazione logaritmica.

Figura 5: istogrammi della variabile prestiti e anticipazioni verso clienti - IAS 39

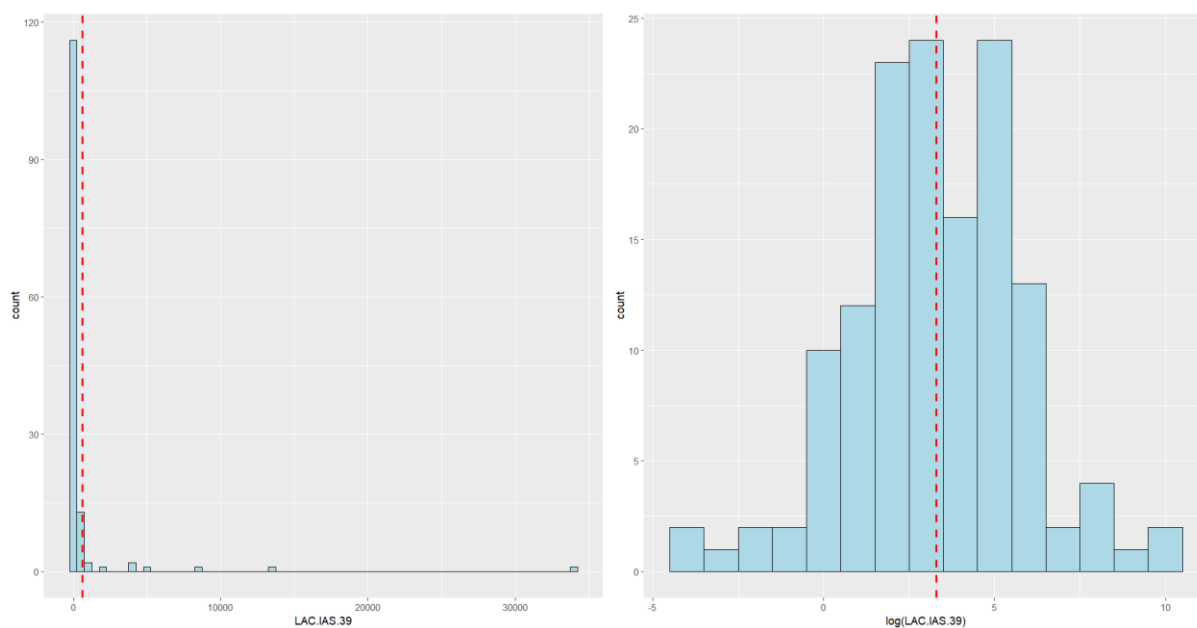
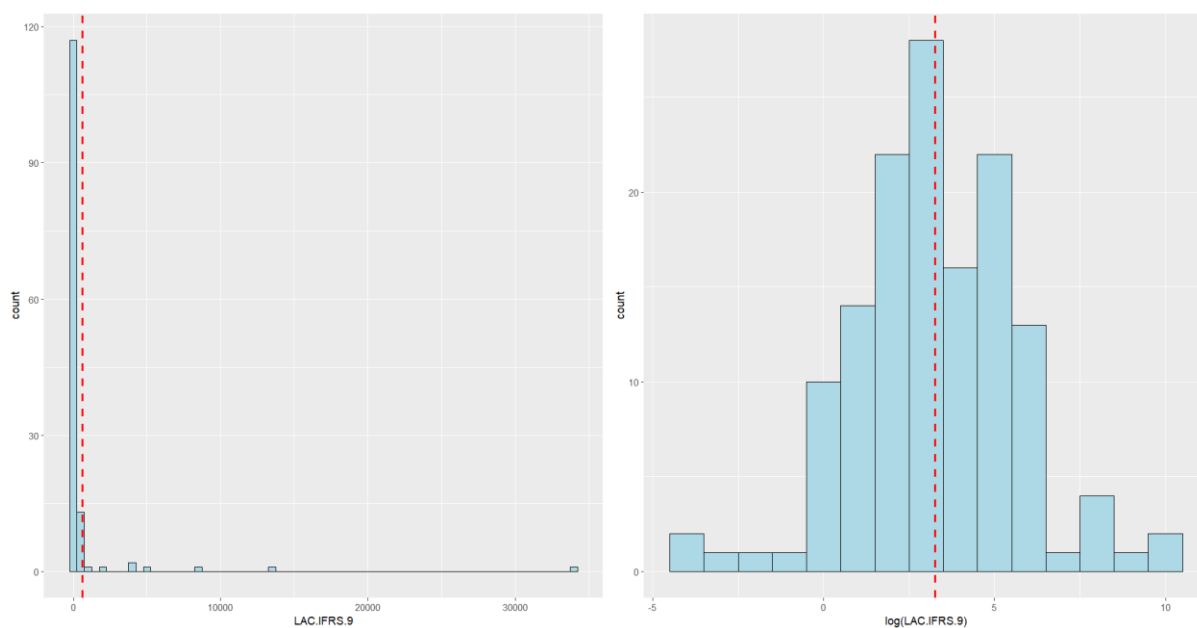


Figura 6: istogramma della variabile prestiti e anticipazioni verso clienti - IFRS 9



## 5.8. Esposizione dei risultati

### 5.8.1. Test 1<sup>283</sup>

Figura 7: test 1 – modello iniziale – patrimonio netto misurato secondo lo IAS 39

| IAS 39             | Coefficiente | Errore<br>standard | t-value | p-value  | Significatività |
|--------------------|--------------|--------------------|---------|----------|-----------------|
| Intercetta         | 1,916696     | 0,200305           | 9,569   | 2e-16    | ***             |
| $\log(BV_{IAS39})$ | 0,296243     | 0,065654           | 4,512   | 1,38e-05 | ***             |
| NI                 | -0,001460    | 0,001248           | -1,179  | 0,241    |                 |

Figura 8: test 1 - modello iniziale – patrimonio netto misurato secondo l'IFRS 9

| IFRS 9             | Coefficiente | Errore<br>standard | t-value | p-value  | Significatività |
|--------------------|--------------|--------------------|---------|----------|-----------------|
| Intercetta         | 1,901182     | 0,203426           | 9,346   | 2,55e-16 | ***             |
| $\log(BV_{IFRS9})$ | 0,306945     | 0,068751           | 4,465   | 1,68e-05 | ***             |
| NI                 | -0,001474    | 0,001250           | -1,179  | 0,241    |                 |

Si adatta il primo modello esposto di cui sopra utilizzando, come precedentemente anticipato, delle trasformazioni della variabile risposta e della covariata relativa al patrimonio netto, segnatamente la loro trasformazione logaritmica. L'utile, d'altro canto, non è stato passibile di trasformazione, comprendendo lo stesso anche valori negativi e non essendo stata possibile l'individuazione di una trasformazione alternativa della stessa che consentisse l'ottenimento di un maggior adattamento del modello. Ad ogni modo, come si evince dai risultati esposti di cui sopra, tale variabile non si presenta come significativa, anche in caso di suo utilizzo in seguito all'eliminazione delle sue modalità di segno negativo. Quanto appena scritto è suffragato anche dall'utilizzo di un modello *stepwise*, attuante una selezione *backward* delle variabili, basata sull'indice AIC.

<sup>283</sup> Si adatterà, nel presente test, così come nei seguenti, la seguente notazione, come da prassi.

“\*\*\*” = 0,001 – “\*\*” = 0,01 – “\*” = 0,05 – “.” = 0,1 – “ ” = 1

In statistica, la regressione *stepwise* si presenta come un metodo di adattamento iterativo dei modelli di regressione, in cui la selezione delle variabili predittive è effettuata attraverso una procedura automatizzata. Per ciascuno *step* di selezione la variabile che si presenta come meno significativa risulta estromessa, trattandosi di selezione *stepwise backward* (alternativa è la selezione *forward*, che aggiunge al modello, in base ad un criterio predefinito, una covariata per *step*, selezionata tra un pool di variabili), dal modello di riferimento sulla base di un criterio predefinito. In questo caso, si è optato per una selezione *backward* delle variabili per tramite dell'utilizzo dell'AIC (*Akaike information criterion*), ossia uno stimatore dell'errore di previsione di un modello statistico<sup>284</sup>. Tale indicatore, senza pretese di esaustività, può essere interpretato come una misura sintetica di qualità predittiva di un dato modello statistico, la quale risulta maggiore nel momento in cui l'indice vada a diminuire<sup>285</sup>.

Come anticipato sopra, detta analisi restituisce, sia con riguardo l'analisi IAS, che con riferimento all'analisi IFRS, la selezione del solo patrimonio netto come covariata.

Di seguito si riportano i risultati della sopra descritta analisi *stepwise backward*, effettuata, sia per il test effettuato avendo a riferimento il principio contabile IAS 39, che con riguardo al principio contabile IFRS 9, facendo riferimento all'AIC del modello come criterio di selezione.

Figura 9: test 1 - modello finale – patrimonio netto misurato secondo lo IAS 39

| IAS 39             | Coefficiente | Errore<br>standard | t-value | p-value  | Significatività |
|--------------------|--------------|--------------------|---------|----------|-----------------|
| Intercetta         | 1,90520      | 0,20033            | 9,510   | 2e-16    | ***             |
| $\log(BV_{IAS39})$ | 0,28853      | 0,06541            | 4,411   | 2,07e-05 | ***             |

Figura 10: test 1 - modello finale – patrimonio netto misurato secondo l'IFRS 9

| IFRS 9             | Coefficiente | Errore<br>standard | t-value | p-value  | Significatività |
|--------------------|--------------|--------------------|---------|----------|-----------------|
| Intercetta         | 1,89064      | 0,20352            | 9,29    | 3,34e-16 | ***             |
| $\log(BV_{IFRS9})$ | 0,29853      | 0,06848            | 4,36    | 2,55e-05 | ***             |

---

I coefficienti emergenti dai modelli finali, ricavati dalle analisi *stepwise backward* effettuate secondo l'AIC di cui sopra, permettono di verificare con certezza l'ipotesi  $H_1$ , ossia l'opportunità di riconoscere entrambi i principi contabili oggetto di disamina, rispettivamente IAS 39 e IFRS 9, come *value relevant* per i potenziali investitori in titoli azionari afferenti alle banche quotate in mercati finanziari dell'Unione Europea, in quanto è possibile rilevare come entrambe le variabili, segnatamente le configurazioni di patrimonio netto calcolato secondo IAS 39 e IFRS 9, siano caratterizzate da coefficienti ampiamente significativi e positivi, presentandosi gli stessi, rispettivamente, pari a 0,28853 e 0,29853.

Relativamente all'ipotesi  $H_2$ , la quale, si ricordi, risulta essere verificabile nel momento in cui il principio contabile internazionale IFRS 9 sia concepibile come maggiormente *value relevant*, e quindi maggiormente funzionale a prestare ausilio alle decisioni di investimento poste in essere dalla platea degli investitori in titoli bancari europei, rispetto al suo predecessore IAS 39, si definisce come la stessa, tramite il *test 1*, non si possa dire verificata. Tale affermazione è supportata dal fatto che l'indice  $R^2$  del modello nella sua declinazione IAS (che si attesta a 0,1252) si presenti come leggermente superiore rispetto a quello ottenuto dall'analisi del modello IFRS (ammontando l'indice  $R^2$  a 0,1226). Si nota come gli  $R^2$  delle due versioni del modello afferente al *test 1* si configurino, in valori assoluti, come discretamente bassi. Ciò, tuttavia, risulterebbe essere fisiologico in virtù delle caratteristiche intrinseche delle variabili coinvolte, nonché del basso numero di variabili incluse nel modello. Altro elemento di interesse da questo punto di vista potrebbe essere costituito dallo scarso numero di osservazioni disponibili ai fini dell'analisi. A livello interpretativo, è possibile statuire come il modello IAS permetta, pur tenendo in considerazione il fatto che vi sia la presenza di una differenza minima tra gli  $R^2$  delle due configurazioni del modello, un migliore adattamento dello stesso. Anche il calcolo dell'indice AIC del modello IAS e del modello IFRS porta a suffragare la summenzionata tesi, essendo lo stesso pari a 565,1627 per quanto riguarda il modello coinvolgente il patrimonio netto calcolato secondo lo IAS 39 e 565,5642 nel modello calcolato secondo l'IFRS 9, ricordando che l'*Akaike Information Criterion*, per definizione, dovrebbe essere oggetto di minimizzazione, presentandosi lo stesso come un indice deputato alla quantificazione dell'ammontare relativo di coefficiente informativo perso da un determinato modello di regressione.



### 5.8.2 Test 2

Il *test 2*, si ricordi dai paragrafi precedenti, presenta, come caratteristica peculiare, l'inclusione tra le covariate della variabile  $\Delta BV$ , la quale va a configurarsi come la differenza tra il patrimonio netto calcolato con l'ausilio del principio contabile internazionale IFRS 9 rispetto a quello calcolato con il suo predecessore IAS 39. Anche in questo caso, come precedentemente accennato nell'analisi esplorativa e nella conduzione del *test 1*, non risulta possibile effettuare una trasformazione di carattere logaritmico per quanto riguarda la variabile utile, essendo la stessa provvista di valori di segno negativo. Tale affermazione, tuttavia, risulta valida anche con riferimento alla variabile  $\Delta BV$ , essendo anch'essa caratterizzata dalla sussistenza di modalità di valore negativo.

Si adatta di seguito il modello, i cui risultati sono mostrati di seguito.

Figura 11: test 2 - modello iniziale

|                    | Coefficiente | Errore<br>standard | t-value | p-value  | Significatività |
|--------------------|--------------|--------------------|---------|----------|-----------------|
| Intercetta         | 1,8874160    | 0,2020686          | 9,340   | 2,78e-16 | ***             |
| $\log(BV_{IAS39})$ | 0,3289608    | 0,0724166          | 4,543   | 1,23e-05 | ***             |
| <i>NI</i>          | -0,0008837   | 0,0013588          | -0,650  | 0,517    |                 |
| $\Delta BV$        | 0,0097688    | 0,0091454          | 1,068   | 0,287    |                 |

Analizzando i risultati di cui all'analisi proposta emerge, anche in questo caso, come l'utile non si presenti come una variabile significativa ai fini della spiegazione del prezzo delle azioni. Quanto alla variabile  $\Delta BV$ , ci si aspetta che la stessa sia provvista di un coefficiente positivo e, soprattutto, significativo. Tali attese non sono completamente integrate dai risultati dell'analisi in oggetto, essendo  $\Delta BV$  decisamente non significativo, poiché provvista di un p-value pari a 0,287, indice di scarsa significatività statistica della variabile oggetto di dissertazione. Ai fini di promuovere un'analisi statisticamente più accurata, si procede, come più volte effettuato nel corso dell'opera, all'effettuazione di una *stepwise backward selection*, utilizzando come criterio di selezione *backward*, come usuale l'*Akaike Information Criterion*.

Di seguito i risultati dell'analisi promossa.

Figura 12 - test 2 - modello finale

|                    | <b>Coefficiente</b> | <b>Errore<br/>standard</b> | <b>t-value</b> | <b>p-value</b> | <b>Significatività</b> |
|--------------------|---------------------|----------------------------|----------------|----------------|------------------------|
| Intercetta         | 1,874477            | 0,200656                   | 9,342          | 2,62e-16       | ***                    |
| $\log(BV_{IAS39})$ | 0,332931            | 0,072004                   | 4,624          | 8,72e-05       | ***                    |
| $\Delta BV$        | 0,012129            | 0,008377                   | 1,448          | 0,15           |                        |

L'output dell'analisi *stepwise backward* restituisce un modello finale che mantiene soltanto le variabili  $BV_{IAS39}$ , nella sua versione trasformata logaritmica, e  $\Delta BV$ . La variabile afferente al risultato economico d'esercizio è stata invece estromessa, poiché considerata non informativa. Si rammenta come la selezione di cui sopra sia avvenuta secondo l'AIC, il quale, come già definito, si presenta come una quantificazione del coefficiente informativo perso da un determinato modello di regressione.

Da notare come la variabile  $\Delta BV$  non si presenti significativa, presentando un *p-value* pari a 0,15. Purtroppo, il processo automatico di selezione *backward step-wise* ha mantenuto la stessa, con ciò che contribuisce ad attribuire alla variabile oggetto di disamina una certa influenza sulla spiegazione del corso azionario di cui alle banche quotate nei mercati regolamentati europei. Si riconosce, in virtù di quanto appena statuito, un certo, seppur marginale, grado di significatività a detta variabile.

Ai fini di fornire un'interpretazione dei risultati dimostrati di cui sopra, si riassume l'output del presente *test* sottolineando come, passando dal *test 1* al *test 2*, vi sia uno scarso aumento di  $R^2$ , con l'indicazione che l'introduzione dell'IFRS 9 aggiunga un livello di informazione soltanto marginalmente più elevato rispetto al suo predecessore. Anche in questo caso, perciò, l'ipotesi 2 non risulta verificata.

### 5.8.3 Test 3

Il *test 3*, si ricordi, prevede, in virtù della facile reperibilità del loro ammontare rideterminato nell'ambito dei bilanci delle imprese bancarie campionate, di sostituire la totalità del patrimonio netto, calcolato secondo lo IAS 39 e l'IFRS 9, con i corrispondenti valori dei prestiti

e delle anticipazioni nei confronti dei clienti. Di seguito i risultati di cui alla regressione condotta sulla base di tale modello. Per quanto riguarda la trasformazione delle variabili esplicative coinvolte nel presente modello di regressione, vale quanto affermato nel corso dell'analisi esplorativa e nella conduzione dei precedenti test: l'ammontare dei prestiti e anticipazioni verso i clienti verrà coinvolto nel modello nella sua versione trasformata logaritmica, mentre ciò non è possibile con riguardo all'utile d'esercizio, essendo provvisto, come già ricordato, di modalità aventi segno negativo.

Figura 13: test 3 - modello iniziale - prestiti e anticipazioni verso clienti misurati secondo lo IAS 39

| <b>IAS 39</b>       | <b>Coefficiente</b> | <b>Errore standard</b> | <b>t-value</b> | <b>p-value</b> | <b>Significatività</b> |
|---------------------|---------------------|------------------------|----------------|----------------|------------------------|
| Intercetta          | 1,680936            | 0,265908               | 6,321          | 3,51e-16       | ***                    |
| $\log(LAC_{IAS39})$ | 0,240438            | 0,064383               | 3,734          | 0,000276       | ***                    |
| <i>NI</i>           | -0,001257           | 0,001272               | -0,989         | 0,324592       |                        |

Figura 14: test 3 - modello iniziale - prestiti e anticipazioni verso clienti misurati secondo l'IFRS 9

| <b>IFRS 9</b>       | <b>Coefficiente</b> | <b>Errore standard</b> | <b>t-value</b> | <b>p-value</b> | <b>Significatività</b> |
|---------------------|---------------------|------------------------|----------------|----------------|------------------------|
| Intercetta          | 1,828289            | 0,274034               | 6,672          | 5,97e-10       | ***                    |
| $\log(LAC_{IFRS9})$ | 0,198279            | 0,067775               | 2,926          | 0,00403        | **                     |
| <i>NI</i>           | -0,001199           | 0,001296               | -0,925         | 0,35664        |                        |

Dall'analisi di cui sopra emerge il fatto che, per entrambe le versioni del modello, la variabile *LAC*, nelle sue due declinazioni, si presenti significativa (con una maggiore significatività rinvenibile nel modello IAS) e caratterizzata da un coefficiente positivo. Si attua, ancora una volta, una selezione *stepwise backward* delle variabili coinvolte nel modello sulla base dell'usuale modalità di estromissione delle variabili meno informative sulla base dell'*AIC*. Di seguito i risultati di cui all'analisi iterativa di cui sopra.

Figura 15: test 3 - modello finale - prestiti e anticipazioni verso clienti misurati secondo lo IAS 39

| IAS 39              | Coefficiente | Errore<br>standard | t-value | p-value  | Significatività |
|---------------------|--------------|--------------------|---------|----------|-----------------|
| Intercetta          | 1,67451      | 0,26581            | 6,30    | 3,85e-09 | ***             |
| $\log(LAC_{IAS39})$ | 0,23557      | 0,06419            | 3,67    | 0,000347 | ***             |

Figura 16: test 3 - modello finale - prestiti e anticipazioni verso clienti misurati secondo l'IFRS 9

| IFRS 9              | Coefficiente | Errore<br>standard | t-value | p-value  | Significatività |
|---------------------|--------------|--------------------|---------|----------|-----------------|
| Intercetta          | 1,82323      | 0,27383            | 6,658   | 6,28e-10 | ***             |
| $\log(LAC_{IFRS9})$ | 0,19324      | 0,06752            | 2,862   | 0,00488  | **              |

Come usuale, la variabile afferente all'utile d'esercizio è, in virtù del procedimento iterativo di cui alla *stepwise selection*, oggetto di eliminazione. Passando all'analisi dei risultati, in primis, è opportuno sottolineare come l'indice  $R^2$  delle due versioni del modello in questione si presenti come oltremodo esiguo (rispettivamente 0,09 per il modello IAS e 0,05 per il modello IFRS). Ciò fa emergere una necessità di discreta cautela nell'interpretazione dell'output del presente modello, il cui scarso adattamento è verosimilmente riconducibile al fatto che i crediti e le anticipazioni nei confronti dei clienti vadano a costituire soltanto un frammento del patrimonio netto della banca, così che il loro potere spiegante, soprattutto rispetto al patrimonio netto precedentemente utilizzato, si presenterà inevitabilmente ridimensionato. A latere di ciò, con le dovute riserve appena menzionate, si nota come entrambi i coefficienti di cui alle due versioni del modello, IAS e IFRS, siano positivi e significativi, con una preminenza, tuttavia, di tali proprietà nella versione IAS. L'ipotesi  $H_1$ , per cui i due principi contabili si presentino come *value relevant* per gli investitori risulta, anche analizzando soltanto una porzione del patrimonio netto della banca, rappresentato dall'ammontare dei prestiti e anticipazioni nei confronti dei clienti, verificata. L'ipotesi  $H_2$ , per cui il principio contabile IFRS 9 si presenti, questa volta con riferimento mirato ai prestiti e anticipazioni verso clienti, come maggiormente *value relevant* rispetto al suo antesignano IAS 39, non appare, d'altro canto, verificabile: più precisamente, il modello nella sua versione "IFRS 9" va a definire un coefficiente di cui ai prestiti e anticipazioni più basso, nonché meno significativo.

Oltretutto, a conclusione dell'analisi del presente test, è necessario osservare come l'indice  $R^2$ , pur essendo in entrambi i casi estremamente esiguo, risulti essere ridimensionato a fronte del passaggio da IAS 39 a IFRS 9.

#### 5.8.4 Test 4

L'ultimo test oggetto di conduzione nel presente lavoro, il *test 4*, si concentra, come il *test 3*, su una particolare componente di patrimonio netto di interesse, ossia, ancora una volta, i prestiti e le anticipazioni nei confronti dei clienti. In questo caso, si cercherà, come fatto nel *test 2* con il patrimonio netto, di circoscrivere l'impatto sulla spiegazione del prezzo della differenza tra l'ammontare dei crediti e anticipazioni verso clienti calcolati secondo lo IAS 39 e la stessa grandezza, ricalcolata, tuttavia, secondo l'IFRS 9.

Come usuale, i crediti e anticipazioni verso clienti sono stati trasformati nel loro logaritmo naturale, mentre ciò non è stato possibile con riferimento all'utile e a  $\Delta LAC$ , essendo presenti modalità di segno negativo.

Il modello iniziale presenta i risultati di seguito esposti.

Figura 17: test 4 - modello iniziale

|                     | <b>Coefficiente</b> | <b>Errore<br/>standard</b> | <b>t-value</b> | <b>p-value</b> | <b>Significatività</b> |
|---------------------|---------------------|----------------------------|----------------|----------------|------------------------|
| Intercetta          | 1,717208            | 0,264516                   | 6,492          | 1,52e-09       | ***                    |
| $\log(LAC_{IAS39})$ | 0,216583            | 0,065226                   | 3,320          | 0,00116        | **                     |
| <i>NI</i>           | -0,001222           | 0,001262                   | -0,969         | 0,33446        |                        |
| $\Delta LAC$        | 0,003425            | 0,001907                   | -1,796         | 0,07477        | .                      |

L'unica variabile che non si presenta significativa è, come oramai già più volte registrato, il risultato economico d'esercizio. Partendo da questo modello iniziale, che vede le variabili  $LAC_{IAS39}$  e  $\Delta LAC$  come significative, è possibile attuare la già più volte effettuata selezione di carattere *stepwise* sulla base del criterio *AIC*.

Al modello finale, d'altro canto, risultano associati i risultati di cui di seguito.

Figura 18: test 4 - modello finale

|                     | <b>Coefficiente</b> | <b>Errore<br/>standard</b> | <b>t-value</b> | <b>p-value</b> | <b>Significatività</b> |
|---------------------|---------------------|----------------------------|----------------|----------------|------------------------|
| Intercetta          | 1,711269            | 0,264385                   | 6,473          | 1,64e-09       | ***                    |
| $\log(LAC_{IAS39})$ | 0,211651            | 0,065012                   | 3,256          | 0,0143         | **                     |
| $\Delta LAC$        | 0,003454            | 0,001907                   | -1,812         | 0,07227        | .                      |

Anche in questo caso la selezione *stepwise* ha mantenuto tutte le variabili, se non quella relativa al risultato economico dell'esercizio. Volendo interpretare i risultati appena esposti, è possibile definire come il *test 4* sia suscettibile di verificare, per la prima volta, l'ipotesi  $H_2$ , essendo la differenza tra i crediti e anticipazioni verso clienti caratterizzata da un relativo grado di significatività. Inoltre, sempre a favore della possibilità di verificare l'ipotesi summenzionata, si può statuire come l'indice  $R^2$ , in questo caso, con riferimento al modello nella sua forma finale, risulti essere pari a 0,1117, decisamente più alto rispetto a quello misurato nel modello IAS di cui al *test 3*. Ciò definisce, per la prima volta nel corso di quest'opera, un modello che rifletta il fatto che gli investitori reputino significativa (e, per ciò, "prezzino" nell'ambito della conduzione di decisioni di investimento) la differenza tra una componente di patrimonio netto calcolata secondo lo IAS 39 e l'IFRS 9.

## 5.9 Verifiche tramite sub-campioni e reddito complessivo

Ai fini della conduzione di un'analisi maggiormente approfondita, si eseguono, per ciascun test, una serie di controlli, come definito nell'ambito del paragrafo 5.5, al fine di attribuire i risultati sopra rinvenuti un certo livello di robustezza.

### 5.9.1. Controlli sul *test 1*

Come menzionato nel paragrafo 5.5, si esegue un primo controllo avendo riferimento ad un sotto-campione formato soltanto da banche quotate in mercati regolamentati di cui a paesi, che, al 2018, andavano a costituire i c.d. EU-15 (segnatamente Austria, Danimarca, Spagna, Italia, Francia, Belgio, Paesi Bassi, Regno Unito, Lussemburgo, Spagna, Malta, Portogallo,

Svezia, Finlandia, Grecia). Si propongono direttamente i risultati successivi all'esecuzione, come usuale, di una selezione *backward stepwise*, che ha eliminato, non ritenendola significativa secondo il criterio dell'AIC, la variabile relativa all'utile netto dell'esercizio. Si riassumono di seguito i risultati di cui alla presente analisi.

Figura 19: test 1 - sottocampione "EU-15" - IAS 39

| IAS 39             | Coefficiente | Errore<br>standard | t-value | p-value  | Significatività |
|--------------------|--------------|--------------------|---------|----------|-----------------|
| Intercetta         | 2,07419      | 0,23569            | 8,800   | 2,3e-14  | ***             |
| $\log(BV_{IAS39})$ | 0,26957      | 0,07521            | 3,584   | 0,000507 | ***             |

Figura 20: test 1 - sottocampione "EU-15" - IFRS 9

| IFRS 9             | Coefficiente | Errore<br>standard | t-value | p-value  | Significatività |
|--------------------|--------------|--------------------|---------|----------|-----------------|
| Intercetta         | 2,05961      | 0,24137            | 8,533   | 9,24e-14 | ***             |
| $\log(BV_{IFRS9})$ | 0,27877      | 0,07958            | 3,503   | 0,000668 | ***             |

Volendo comparare i risultati di cui al presente controllo con quelli di cui al *test 1* eseguito sul campione nella sua interezza, non risultano emergere particolari divergenze: anche avendo a riferimento un sottoinsieme del campione originario, il quale prende in considerazione, come già ricordato, soltanto le banche quotate in mercati regolamentati afferenti ai paesi di cui all'EU-15, è possibile definire verificata soltanto l'ipotesi  $H_1$ , essendo i coefficienti di cui a  $\log(BV_{IAS39})$  e  $\log(BV_{IFRS9})$  significativi. D'altro canto, non è possibile, ancora una volta in maniera conforme al *test 1* precedentemente condotto, ritenere integrate le assunzioni di cui all' $H_2$ , essendo l'indice  $R^2$  di cui al modello IAS 39, anche in questo caso, leggermente superiore rispetto al modello coinvolgente il patrimonio netto rideterminato secondo l'IFRS 9 (0,1054 contro 0,1012). Anche in questo caso, l'indice AIC, presentandosi leggermente superiore con riferimento al modello coinvolgente il patrimonio netto misurato secondo il nuovo principio contabile internazionale, conferma quanto definito attraverso l'interpretazione dell'indice  $R^2$ .

Secondo ordine di controlli riguarda l'esecuzione del medesimo test con ad oggetto un sub-campione composto unicamente da banche facenti riferimento a paesi definibili, come

menzionato nel paragrafo 5.5, ad *“equity-forte”*. Di seguito si adattano i modelli, ancora una volta con l’usuale eliminazione, a seguito di procedura di selezione iterativa delle variabili in base alla loro significatività, del risultato economico dell’esercizio.

Figura 21: test 1 - sottocampione *“strong equity”* - IAS 39

| IAS 39             | Coefficiente | Errore<br>standard | t-value | p-value  | Significatività |
|--------------------|--------------|--------------------|---------|----------|-----------------|
| Intercetta         | 2,3738       | 0,4335             | 5,477   | 1,86e-06 | ***             |
| $\log(BV_{IAS39})$ | 0,5011       | 0,1609             | 3,115   | 0,0032   | **              |

Figura 22: test 1 - sottocampione *“strong equity”* - IFRS 9

| IFRS 9             | Coefficiente | Errore<br>standard | t-value | p-value  | Significatività |
|--------------------|--------------|--------------------|---------|----------|-----------------|
| Intercetta         | 2,3533       | 0,4161             | 5,655   | 1,01e-06 | ***             |
| $\log(BV_{IFRS9})$ | 0,5387       | 0,1593             | 3,382   | 0,0015   | **              |

Risulta evidente, in seguito alla conduzione di quest’ulteriore controllo, come si possa verificare, ancora una volta, l’ipotesi  $H_1$ , per cui i due principi contabili oggetto d’interesse si presentino, per i potenziali investitori, come *value relevant* ai fini della conduzione di eventuali decisioni di investimento. Tuttavia, avendo utilizzato un campione di soli istituti bancari afferenti a Regno Unito, Danimarca, Irlanda, Malta e Paesi Bassi, è possibile testimoniare la registrazione di un minor livello di significatività con riferimento variabile patrimonio netto (calcolata secondo lo IAS 39 e IFRS 9) rispetto allo scenario di considerazione di tutte le imprese bancarie campionate. Quanto alla verifica dell’ipotesi  $H_2$ , è possibile affermare come, in entrambe le versioni del modello, si sia registrato un indice  $R^2$  più alto rispetto a quelli precedentemente rilevati (0,2026 per il modello in versione IAS 39 e 0,2050 per il modello definito secondo l’IFRS 9). Per ultimo, risulta notevole come la rielaborazione del *test 1* avendo a riferimento un sub-campione di sole imprese bancarie afferenti a mercati regolamentati *“ad equity forte”* permetta di verificare anche l’ipotesi 2, essendo il modello conformato all’IFRS 9 provvisto di un  $R^2$  più elevato (0,2026) rispetto a quello definito secondo il suo antesignano.



Per ultimo, si ripropone, ai fini di ulteriore verifica dei risultati, il *test 1* condotto con la sostituzione del risultato economico netto con il reddito complessivo. Di seguito si adatta, come usuale, il modello di cui al *test 1* secondo le sue due versioni. Da notare come la selezione *backward stepwise* attuata secondo l'AIC mantenga nel modello il reddito complessivo, in maniera inusuale rispetto a quanto visto con il reddito netto dell'esercizio. Ciò indica, nonostante tale variabile non si presenti come significativa in senso stretto, un certo livello di influenza sulla variabile risposta, tale poter considerare, almeno nell'ambito del *test 1*, il reddito complessivo come una variabile maggiormente esplicativa del corso azionario rispetto al mero utile/perdita d'esercizio. Di seguito i risultati del presente test di controllo. Si noti che la variabile relativa al reddito complessivo si presenta come TCI (*Total Comprehensive Income*).

Figura 23: test 1 con reddito complessivo - IAS 39

| IAS 39             | Coefficiente | Errore<br>standard | t-value | p-value  | Significatività |
|--------------------|--------------|--------------------|---------|----------|-----------------|
| Intercetta         | 1,700128     | 0,266538           | 6,379   | 2,64e-09 | ***             |
| $\log(BV_{IAS39})$ | 0,237438     | 0,064151           | 3,701   | 0,000311 | **              |
| TCI                | 0,001413     | 0,001261           | 1,121   | 0,264303 |                 |

Figura 24: test 1 con reddito complessivo - IFRS 9

| IFRS 9             | Coefficiente | Errore<br>standard | t-value | p-value  | Significatività |
|--------------------|--------------|--------------------|---------|----------|-----------------|
| Intercetta         | 1,847914     | 0,274589           | 6,730   | 4,43e-10 | ***             |
| $\log(BV_{IFRS9})$ | 0,195312     | 0,067501           | 2,893   | 0,00444  | **              |
| TCI                | 0,001397     | 0,001284           | 1,088   | 0,135    |                 |

Cercando di interpretare i risultati soprastanti, è opportuno sottolineare come, anche coinvolgendo il reddito complessivo in luogo del reddito d'esercizio, sia possibile verificare l'ipotesi  $H_1$ . La seconda ipotesi, d'altro canto, non risulta verificabile, essendo le due versioni del modello provvisti pressappoco dello stesso  $R^2$ . Ciò osta alla possibilità di definire l'IFRS 9 maggiormente informativo per gli investitori rispetto al suo predecessore. Tuttavia, confrontando il valore dell'indice  $R^2$  di cui al presente controllo con la relativa controparte di

cui alla versione originaria del *test 1*, è possibile constatare come il coinvolgimento del reddito complessivo in luogo dell'utile netto dell'esercizio abbia generato un modello, sia nella sua declinazione IAS, che IFRS, maggiormente informativo, e perciò provvisto di un valore  $R^2$  maggiore (0,1396 per il modello relativo allo IAS 39 e 0,137 per quello di cui all'IFRS 9).

A chiusura delle verifiche effettuate sul *test 1*, è possibile definire come due dei tre controlli (il primo e l'ultimo) abbiano definito un risultato, reso in termini di ipotesi verificabili, pressoché uniforme a quello di cui alla sua versione base. D'altro canto, il *robustness check 2*, che coinvolge l'utilizzo di un sub-campione formato solamente da banche britanniche, irlandesi, danesi, olandesi e maltesi, forma un'interessante eccezione, andando a integrare sia gli assunti di cui all'ipotesi  $H_1$ , che quelli riferibili all'ipotesi  $H_2$ . Ciò, tuttavia, secondo chi scrive, non risulterebbe essere un'eccezione tale da mettere in dubbio la robustezza di cui ai risultati della versione originaria del *test 1*, in virtù del fatto che l'indice  $R^2$  di cui al controllo in questione, pur risultando incrementato rispetto al *test base*, non risulti essere elevato in maniera tale da apprezzare un'elevata significatività statistica dei risultati.

### 5.9.2 Controlli sul *test 2*

Si adatta il *test 2* avendo a riferimento il già menzionato sub-campione composto dalle sole banche afferenti a paesi facenti capo all'UE-15. Si espongono i risultati di cui di seguito. Si sottolinea come la variabile utile, come spesso si è verificato, sia stata estromessa tramite il processo di selezione *stepwise backward* esperito per ogni *test*.

Figura 25: *test 2* - sottocampione "EU-15"

|                    | <b>Coefficiente</b> | <b>Errore standard</b> | <b>t-value</b> | <b>p-value</b> | <b>Significatività</b> |
|--------------------|---------------------|------------------------|----------------|----------------|------------------------|
| Intercetta         | 2,03653             | 0,23537                | 8,652          | 5,28e-14       | ***                    |
| $\log(BV_{IAS39})$ | 0,31896             | 0,08110                | 3,933          | 0,000149       | ***                    |
| $\Delta BV$        | 0,01723             | 0,01100                | 1,566          | 0,120321       |                        |

In questo caso, è necessario sottolineare come si possa assistere alla presenza di risultati simili al *test 2* come condotto con riferimento al campione nella sua interezza. I coefficienti ottenuti

per le variabili esplicative coinvolte e il relativo *p-value*, nonché l'indice  $R^2$ , sono, infatti, molto simili tra i due *test*. A ciò consegue la possibilità di attribuire un certo grado di robustezza di cui al *test 2*, essendo i risultati uniformi anche al variare del campione utilizzato.

Ai fini di confermare ulteriormente quanto appena definito, si ripete il *test* avendo a riferimento il secondo sub-campione definito di cui in precedenza, composto soltanto da banche afferenti a paesi definibili "ad equity forte". Si riassumono di seguito i risultati di cui all'analisi.

Figura 26: *test 2 - sottocampione "strong equity"*

|                    | <b>Coefficiente</b> | <b>Errore<br/>standard</b> | <b>t-value</b> | <b>p-value</b> | <b>Significatività</b> |
|--------------------|---------------------|----------------------------|----------------|----------------|------------------------|
| Intercetta         | 2,3738              | 0,4335                     | 5,477          | 1,86e-06       | ***                    |
| $\log(BV_{IAS39})$ | 0,5011              | 0,1609                     | 3,115          | 0,0032         | **                     |

Si noti come nell'ambito dell'utilizzo del sub-campione 2, formato unicamente dalle imprese bancarie quotate nei mercati regolamentati di Regno Unito, Irlanda, Danimarca, Malta e Paesi Bassi, la variabile  $\Delta BV$  rappresentante la differenza tra i patrimoni netti calcolati secondo i due standard non sia mantenuta dal procedimento di *stepwise backward selection*, condotto sulla base dell'AIC. Nonostante ciò risulti essere una novità rispetto ai *test* condotti, rispettivamente, attraverso l'utilizzo dell'intero campione e del campione formato soltanto dalle banche il cui stato UE di riferimento appartiene all'UE-15, tale evenienza non si configura ostativa rispetto alla possibilità di definire il *test 2* come robusto.

### 5.9.3 Controlli sul *test 3*

Si eseguono gli stessi tre ordini di controlli anche sul *test 3*, il quale presentava, come particolarità, il coinvolgimento dei soli prestiti e anticipi nei confronti dei clienti rispetto all'inclusione, sulla stregua del *test 1*, del patrimonio netto considerato nella sua interezza.

Per quanto riguarda l'utilizzo del primo sub-campione, relativo alle sole banche di cui a paesi EU-15, si espongono di seguito i relativi risultati, tenendo in considerazione che, in questo

caso, la selezione *stepwise* ha mantenuto, in maniera inusuale rispetto a quanto accaduto nelle precedenti verifiche, anche la variabile utile relativa all'utile d'esercizio.

Figura 27: test 3 - sottocampione "EU-15" - IAS 39

| IAS 39              | Coefficiente | Errore<br>standard | t-value | p-value  | Significatività |
|---------------------|--------------|--------------------|---------|----------|-----------------|
| Intercetta          | 1,914118     | 0,294921           | 6,490   | 2,67e-09 | ***             |
| $\log(LAC_{IAS39})$ | 0,219457     | 0,068283           | 3,214   | 0,00173  | **              |
| NI                  | 0,002539     | 0,001479           | 1,717   | 0,08891  | .               |

Figura 28: test 3 - sottocampione "EU-15" - IFRS 9

| IFRS 9              | Coefficiente | Errore<br>standard | t-value | p-value  | Significatività |
|---------------------|--------------|--------------------|---------|----------|-----------------|
| Intercetta          | 2,101890     | 0,305220           | 6,886   | 3,95e-10 | ***             |
| $\log(LAC_{IFRS9})$ | 0,168084     | 0,072383           | 2,322   | 0,0221   | *               |
| NI                  | 0,002424     | 0,001512           | -1,604  | 0,1117   |                 |

La variabile utile, come anticipato, viene mantenuta dal processo di selezione iterativo, in virtù del fatto che lo stesso abbia rilevato che l'AIC del modello nelle sue versioni risulti essere minore (e, quindi, migliore) rispetto ad uno scenario in cui la stessa viene espunta dal modello di regressione. Anche in questo caso, seguendo un pattern ormai da ritenersi consolidato, è possibile definire come l'ipotesi  $H_1$  possa dirsi verificata, essendo le covariate  $\log(LAC_{IAS39})$  e  $\log(LAC_{IFRS9})$  significative ai fini della spiegazione della variabile risposta. Tuttavia, in maniera ancora più decisa rispetto ai test pregressi,  $H_2$  non potrà dirsi verificabile, in ragione del fatto che, *in primis*, il livello di significatività dei prestiti e anticipazioni nei confronti dei clienti come calcolato secondo lo IAS 39 risulti essere maggiore rispetto a quello definito secondo il suo successore. Oltre a ciò, è possibile definire come il modello coinvolgente i valori calcolati secondo lo IAS 39 garantisca, come usuale, osservando gli indici  $R^2$  e AIC, un migliore *fit*, fornendo evidenza a favore dell'ipotesi per cui l'IFRS 9 non si configuri come un principio contabile maggiormente *value relevant* rispetto al suo predecessore. Rispetto alla considerazione delle banche campionate nella loro interezza, pur non definendo risultati diversi in termini di verifica delle ipotesi, l'utilizzo del summenzionato subcampione determini

un adattamento decisamente migliore, come testimoniato da un indice  $R^2$  abbondantemente più elevato.

Passando alla conduzione del *test 3* avendo a riferimento un sub-campione composto da imprese bancarie riconducibili a paesi europei caratterizzati da “*strong equity*”, è possibile apprezzare di seguito i risultati di detta analisi.

Figura 29: *test 3* - sottocampione “*strong equity*” - IAS 39

| IAS 39              | Coefficiente | Errore<br>standard | t-value | p-value  | Significatività |
|---------------------|--------------|--------------------|---------|----------|-----------------|
| Intercetta          | 2,1515       | 0,5437             | 3,957   | 0,000267 | ***             |
| $\log(LAC_{IAS39})$ | 0,4027       | 0,1495             | 2,695   | 0,009872 | **              |

Figura 30: *test 3* - sottocampione “*strong equity*” - IFRS 9

| IFRS 9              | Coefficiente | Errore<br>standard | t-value | p-value  | Significatività |
|---------------------|--------------|--------------------|---------|----------|-----------------|
| Intercetta          | 2,5767       | 0,5639             | 4,569   | 3,8e-0,5 | ***             |
| $\log(LAC_{IFRS9})$ | 0,2839       | 0,1664             | 1,706   | 0,095    | .               |

Viene eliminata, a seguito dell’usuale procedura di selezione *backward a step*, la variabile afferente all’utile d’esercizio. Si definisce come, rispetto al modello testato con ausilio del campione nella sua interezza, l’utilizzo del sub-campione oggetto d’analisi determini una minore significatività dei coefficienti, con, per giunta, l’ottenimento di un  $R^2$  pressoché analogo. Non sembra che il test effettuato sul presente modello e attraverso l’utilizzo di un campione formato soltanto da banche esclusivamente inglesi, irlandesi, danesi, maltesi e olandesi possa fornire un maggior grado di informazione rispetto a quanto già definito in precedenza.

Relativamente al *test 3* si segnala come il reddito complessivo non sia stato utilizzato in luogo dell’utile d’esercizio, poiché ritenuto non significativo dal processo iterativo di selezione delle variabili secondo il già più volte utilizzato *Akaike Information Criterion*.

#### 5.9.4 Controlli sul *test 4*

Per ultimo, si eseguono i *robustness checks* di cui sopra anche per il quarto *test*, il quale presenta come peculiarità, si ricordi, il coinvolgimento a titolo di covariata dello scostamento tra l'ammontare dei prestiti e degli anticipi nei confronti della clientela calcolati secondo lo IAS 39 e lo stesso elemento ricalcolato secondo il nuovo principio contabile IFRS 9.

In primis, come d'uso, si propone l'utilizzo di un primo sottocampione, composto dalle banche di cui all'EU-15. Di seguito è possibile apprezzare i risultati rinvenibili dall'analisi.

|                     | <b>Coefficiente</b> | <b>Errore<br/>standard</b> | <b>t-value</b> | <b>p-value</b> | <b>Significatività</b> |
|---------------------|---------------------|----------------------------|----------------|----------------|------------------------|
| Intercetta          | 1,95923             | 0,292738                   | 6,671          | 1,15e-09       | ***                    |
| $\log(LAC_{IAS39})$ | 0,193767            | 0,069092                   | 2,804          | 0,00599        | **                     |
| <i>NI</i>           | 0,002493            | 0,001464                   | 1,703          | 0,09151        | .                      |
| $\Delta LAC$        | 0,003347            | 0,001866                   | 1,794          | 0,07563        | .                      |

Come è possibile rilevare dalla tabella soprastante, il *test 4*, come riproposto tramite l'utilizzo del presente sub-campione, presenta risultati pressoché assimilabili a quanto statuito per quanto riguarda il campione nella sua interezza. Unica peculiarità di cui all'utilizzo del sub-campione 1 è il mantenimento della variabile utile d'esercizio, anche in seguito al processo di selezione *backward stepwise* condotto per ogni *test*. Conseguentemente, essendo i risultati di cui alla presente analisi simili a quelli ottenuti al *test 4* di cui al sottoparagrafo 5.8.4, è possibile estendere al presente *test* di controllo le considerazioni rispetto ai relativi risultati: anche in questo caso, infatti, l'ipotesi  $H_2$  si presenterebbe verificabile. Secondo il *test 4*, anche nella sua conduzione tramite l'ausilio di un campione maggiormente ristretto rispetto a quello base, l'IFRS 9 risulterebbe maggiormente *value relevant* rispetto al suo predecessore.

Si conduce, in ultima istanza, un'ulteriore verifica sul *test 4*, tramite l'utilizzo del consueto campione formato da banche unicamente britanniche, irlandesi, danesi, maltesi e olandesi.

|                     | <b>Coefficiente</b> | <b>Errore<br/>standard</b> | <b>t-value</b> | <b>p-value</b> | <b>Significatività</b> |
|---------------------|---------------------|----------------------------|----------------|----------------|------------------------|
| Intercetta          | 2,337552            | 0,513731                   | 4,550          | 4,19e-05       | ***                    |
| $\log(LAC_{IAS39})$ | 0,254553            | 0,150269                   | 1,694          | 0,09734        | .                      |
| $\Delta LAC$        | 0,017963            | 0,006638                   | 2,706          | 0,00965        | **                     |

I risultati di cui a quest'ultimo controllo presentano, come si può notare dalla consultazione della tabella soprastante, livelli di significatività dei coefficienti diversi rispetto a quanto rinvenuto tramite le due precedenti conduzioni del *test 4*. Purtroppo, ciò non si configura, secondo chi scrive, come un'occorrenza molto rilevante dal punto di vista interpretativo. Essendo il *test 4* prettamente deputato alla verifica della sola ipotesi  $H_2$ , è possibile, ancora una volta, dire la stessa verificata. È tuttavia notevole il fatto che, mentre l'utilizzo del sub-campione 1 (paesi EU-15) abbia determinato un modesto incremento dell'indice  $R^2$  (da 0,1117 a 0,128), l'utilizzo del sub-campione 2 abbia definito un  $R^2$  di gran lunga superiore (0,2618).





## CONCLUSIONI

Il presente lavoro di tesi si presenta mirato ad alimentare il filone di ricerca rivolto allo studio della *value relevance* di cui ai principi contabili, con particolare riferimento al raffronto della *value relevance* dei principi contabili IAS 39 e IFRS 9. Andando maggiormente nel dettaglio, l'obiettivo del presente studio è definito dalla necessità di verificare se due poste del bilancio bancario, segnatamente il patrimonio netto e l'ammontare dei prestiti e anticipazioni nei confronti dei clienti, si configurino come *value relevant* se determinate con i principi contabili di cui sopra. In secondo luogo, un ulteriore obiettivo è definito dalla necessità, una volta definiti entrambi i principi oggetto d'interesse come *value relevant*, di confrontare la rilevanza degli stessi nel supportare le decisioni di investimento dei risparmiatori, con l'opportunità di confermare o meno l'opinione diffusa in letteratura per cui, in virtù dei suoi postulati, il principio contabile internazionale IFRS 9 dovrebbe presentarsi, almeno in linea teorica, come maggiormente *value relevant* rispetto al suo antesignano.

Ai fini della conduzione della migliore analisi possibile, l'opera ha, *in primis*, nel suo capitolo 1, definito il concetto di *value relevance* nelle sue diverse sfaccettature, facendo riferimento alla migliore letteratura presente rispetto all'argomento. Ci si è poi spostati alla definizione dei principali modelli atti a misurare la *value relevance* di cui una posta contabile, con particolare attenzione a due gruppi: i *price models*, rappresentati dal modello di Ohlson, e i *return models*, la cui declinazione più conosciuta tra gli addetti ai lavori e gli studiosi si presenta essere il modello di *Easton-Harris*. I capitoli 3 e 4, a loro volta, hanno fornito una panoramica degli elementi di interesse di cui al principio contabile internazionale IAS 39 e il suo successore, l'IFRS 9, così da poter avere contezza delle principali caratteristiche di cui agli stessi.

Finalmente, il capitolo 5 ha tratteggiato l'analisi empirica di cui si definiranno a breve le conclusioni. La *first-time-adoption* del principio contabile IFRS 9 ha, infatti, definito la possibilità di misurare e confrontare la *value relevance* degli standard contabili precedentemente posti a confronto soltanto dal punto di vista teorico-normativo. La misurazione e il susseguente confronto della *value relevance* dello IAS 39 e dell'IFRS 9 è avvenuto, come anticipato sopra, attraverso l'elezione di due variabili d'interesse: il patrimonio netto e l'ammontare dei prestiti e delle anticipazioni nei confronti dei clienti. Ai

fini della conduzione dell'analisi di cui sopra, è stato definito un campione di 144 imprese bancarie europee. Attraverso la conduzione di 4 *test* differenti, è stato possibile provare come sia lo IAS 39, che l'IFRS 9 risultino essere due principi contabili di alta qualità, intesa come capacità di produrre informazioni rilevanti ai fini dell'alimentazione dei processi decisionali degli investitori. L' $H_1$  di cui alla presente analisi empirica, la quale indagava l'ipotesi per cui entrambi i summenzionati standard contabili afferenti alla valutazione e la misurazione degli strumenti finanziari siano definibili *value relevant*, è quindi da dirsi pienamente verificabile, sia con riguardo al patrimonio netto, che con riferimento alla posta contabile afferente ai prestiti e alle anticipazioni concesse dalla banca a favore dei relativi clienti. Ciò è afferabile in base ad una serie di risultati coerenti e significativi di cui ai quattro *test* condotti, a cui possono essere sommate le conferme susseguenti agli innumerevoli *robustness checks* condotti.

D'altra parte, come anticipato di cui sopra, l' $H_2$  dei test condotti nel precedente capitolo definiva, a titolo di ipotesi, la capacità dell'IFRS 9, con riferimento alle poste contabili oggetto d'indagine nel presente lavoro, di rivelarsi essere maggiormente *value relevant* rispetto al suo antesignano IAS 39. Tale ipotesi non risulta essere generalmente verificabile, non avendo la stragrande maggioranza dei *test* e dei *robustness checks* integrato gli assunti di cui alla stessa. Ciò definisce un importante contributo al filone di ricerca concernente i principi contabili internazionali afferenti alla misurazione e valutazione degli strumenti finanziari, dato che, come definito già ricordato nelle presenti conclusioni e, soprattutto, illustrato nell'ambito del paragrafo 5.3, gli studiosi dipingevano, almeno da un punto di vista teorico, l'IFRS 9 come maggiormente funzionale a supportare le valutazioni di cui agli investitori. Il sopracitato risultato, rinvenibile sia con riferimento ai modelli ricomprendenti il patrimonio netto nella sua interezza, che nei modelli coinvolgenti i prestiti e le anticipazioni a favore dei clienti, potrebbe essere imputabile, come anticipato ancora una volta nel paragrafo 5.3, dal fatto che l'IFRS 9 definirebbe, secondo il già citato Gebhardt, un maggior potenziale di opportunismo in capo al management dell'entità redattrice il bilancio, date le caratteristiche del modello di *impairment*, basato sull'*expected loss*. Un'ulteriore ragione potrebbe essere ripresa dai già menzionati studi di Mala e Chand, che definiscono il fattore "abitudine" degli investitori rispetto ad un determinato principio contabile un fattore incrementativo della *value relevance* delle poste definite attraverso lo stesso. Tale ragionamento, applicato al caso di specie,

andrebbe a valorizzare il fatto che gli investitori fossero ormai considerabili avvezzi all'interpretazione e comprensione delle valutazioni effettuate secondo lo IAS 39. L'IFRS 9, d'altro canto, si configurerebbe, secondo questo ragionamento, come un principio contabile di recentissima genesi, con la conseguenza che lo stesso potrebbe essere ancora considerabile, almeno parzialmente, oscuro per gli investitori. A ciò conseguirebbero, secondo i summenzionati autori, pregiudizi in tema della *value relevance* delle poste contabili valutate secondo tale standard.

Il presente studio si presenta, nei suoi risultati, soggetto ad almeno tre ordini di limitazioni, di seguito esposte.

In primis, si concepisce come, nonostante la *value relevance* si configuri come uno degli aspetti più importanti degli studi relativi all'interazione tra principi contabili e i mercati dei capitali, la validità dei risultati delle ricerche ad essa afferenti risulti essere subordinata alle assunzioni di cui alla declinazione di *price model* di volta in volta utilizzata.

In secondo luogo, si definisce come risulti essere difficile indagare rispetto alla *value relevance* delle singole poste di patrimonio netto, soprattutto con riferimento all'impossibilità di distinguere in maniera chiara gli effetti sulla *value relevance* imputabili ai mutamenti delle regole concernenti la classificazione e misurazione, *l'impairment* e *l'hedge accounting* degli strumenti finanziari. Altro elemento di interesse è quello concernente la difficoltà, se non l'impossibilità, di distinguere in maniera chiara i risvolti dal punto di vista fiscale dei mutamenti, con, anche in questo caso, la possibilità di rivelare un approccio totalmente disomogeneo da parte degli istituti bancari campionati: sp di essi, da questo punto di vista, non hanno mancato di evidenziare gli effetti fiscali di cui alla transizione, mentre le altre, d'altro canto, non hanno esposto tale informazione.

Ulteriormente, si definisce come i risultati di cui alla presente opera siano riferiti soltanto a istituti bancari aventi titoli quotati in mercati regolamentati afferenti a paesi facenti parte dell'Unione Europea. Le conclusioni riconducibili a tali risultati potrebbero non essere applicabili ad entità diverse da quelle considerate dal presente studio, come ad esempio, banche sprovviste di titoli di capitale di rischio quotati nell'Unione Europea, ovvero imprese non finanziarie.



## ALLEGATO 1: ISTITUZIONI BANCARIE CAMPIONATE

A/S LOLLANDBANK  
AB SIAULIU BANKAS  
AEGON BANK NV  
AKTIA BANK PLC  
ALIOR BANK  
ALM. BRAND BANK A/S  
AMUNDI  
ASR BANK NV  
AVANZA BANK HOLDING  
BANCA FINNAT EURAMERICA  
BANCA MEDIOLANUM SPA  
BANCA POPOLARE DI SONDRIO  
BANCA SISTEMA SPA  
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA S.A  
BANCO COMERCIAL PORTUGUES SA  
BANCO DI DESIO E DELLA BRIANZA SPA  
BANK FUR TIROL UN VORARLBERG AG  
BANK OCHRONY SRODOWISKA  
BANK OF GREECE  
BANK OF VALLETTA  
BANKIA SA  
BARCLAYS BANK PLC  
BKS BANK AG  
BNP PARIBAS BANK POLSKA  
BRD  
CAIXABANK S.A.  
CLOSE BROTHERS LIMITED  
CREDITO EMILIANO SPA  
DANSKE BANK A/S  
DEUTSCHEBANK AG  
ERSTE GROUP BANK AK  
FELLOW PANKKI  
FINECO BANCA BANCA FINECO SPA  
FLATEXDEGIRO BANK AG  
GETIN NOBLE BANK SA  
HOIST FINANCE AB  
HRVATSKA POSTANSKA BANKA  
HSBC BANK PLC  
IDEA BANK SA  
ING BANK SLASKI  
ISTARSKA KREDITNA BANKA UMAG  
JYSKE BANK A/S  
KOMERCNI BANKA AS  
AAREAL BANK AG  
ABN AMRO BANK NV  
AGRAM BANKA  
ALANDSBANKEN ABP  
ALLIED IRISH BANKS  
ALPHA BANK  
AS LHV PANK  
ATTICA BANK  
BAADERBANK AG  
BANCA GENERALI SPA  
BANCA PICCOLO CREDITO VALTELLINESE  
BANCA PROFILO SPA  
BANCA TRANSILVANIA  
BANCO BPM SPA  
BANCO DE SABADELL S.A.  
BANCO SANTANDER S.A.  
BANK MILLENNIUM SA  
BANK OF CYPRUS PUBLIC COMPANY  
BANK OF IRELAND  
BANK POLSKA KASA OPIEKI SA  
BANKINTER S.A.  
BAWAG P.S.K  
BNP PARIBAS  
BPER BANCA  
BULGARIAN-AMERICAN CREDIT BANK AD  
CENTRAL COOPERATIVE BANK AD  
COMMERZBANK AG  
DANSKE ANDELSKASSERS BANK A/S  
DEUTSCHE PFANDBRIEFBANK AG  
DJURSLANDBANK A/S  
EUROBANK  
FIMBANK PLC  
FIRST INVESTMENT BANK AD  
FYNSKE BANK A/S  
GRENKE BANK AG  
HELLENIC BANK PLC  
HSBC BANK MALTA PLC  
HVIDBJERG BANK A/S  
ING BANK NV  
INVESTEC BANK PLC  
JUTLANDER BANK A/S  
KBC BANK  
KREDITBANKEN A/S

LAN & SPAR BANK A/S  
LOMBARD BANK  
MEDIOBANCA  
METRO BANK PLC  
MOENS BANK A/S  
MONTE DEI PASCHI DI SIENA  
NATIONALE-NEDERLANDEN GROUP AS  
NATWEST GROUP PLC  
NORDJYSKE BANK A/S  
OTP BANK NYRT  
PATRIA BANKA  
PIRAEUS BANK SA  
POWSZECHNA KASA OSZ SA  
PROCREDIT BANK AG  
RAIFFEISEN BANK INTERNATIONAL AG  
RINGKJOBING LANDBOBANK A/S  
SALLING BANK A/S  
SECURE TRUST BANK PLC  
SKJERN BANK A/S  
SOCIETE GENERALE SA  
SPAREKASSEN SJAELLAND-FYN A/S  
SVENSKA HANDELSBANKEN  
SYDBANK A/S  
TF BANK  
TOTALBANKEN A/S  
UNICREDIT  
VARENGOLD BANK AG  
VIRGIN MONEY PLC  
WIRECARD BANK 2018

LLOYDS BANK PLC  
MBANK SA  
MERKUR PRIVATBANK AG  
MKB BANK NYRT  
MONETA MONEY BANK  
NATIONAL BANK OF GREECE  
NATIONWIDE BUILDING SOCIETY  
NORDEA BANK ABP  
OBERBANK AG  
P/F BANKNORDIK  
PERMANENT TSB PLC  
PODRAVSKA BANKA  
PRIVREDNA BANKA ZAGREB  
QUIRIN PRIVATBANK AG  
RESURS BANK AB  
ROTHSCHILD ET COMPAGNIE BANQUE  
SANTANDER BANK POLSKA SA  
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN AB  
SLATINSKA BANKA  
SPAR NORD BANK A/S  
STANDARD CHARTERED BANK  
SWEDBANK AB  
TEXIM BANK AD  
TOKAREZ JETZALOGBANK LYILVANOSAN  
UNICAJA BANCO S.A.  
VAN LANSCHOT KEMPEN AV  
VESTJYSK BANK A/S  
WIENER PRIVATBANK SE  
ZAGREBACKA BANKA

## BIBLIOGRAFIA

- AA. VV. (2013). *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS - Regole e applicazioni*. Torino: Giappichelli Editore.
- AA.VV. (2013). *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Regole e applicazioni*. Torino: Giappichelli.
- AA.VV. (2018). *Il nuovo bilancio dopo l'applicazione del D.lgs 139/2015: implicazioni teoriche ed evidenze empiriche*. Franco Angeli Editore.
- Aboody, D. (1996). Market valuation of employee stock options. *Journal of Accounting Economics*, Vol. 22, No. 1-3, 357-391.
- Aboody, D., Hughes, J., & Liu, J. (2002). Measuring Value Relevance in a (possibly) Inefficient Market. *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 4, 965-986.
- Ahmad, H.I. (2011). Association between stock returns and accounting returns in emerging markets. Université du Droit et de la Santé – Lille II.
- Ahmed, S., & Takeda, C. (1995). Stock market valuation of gains and losses on commercial banks' investment securities. An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, 207-225.
- AICPA. (1939). Unamortized Discount and Redemption Premium on Bonds Refunded. *Accounting Research Bulletin No. 2*, 13.
- Alali, F., & Foote, P. (2012). The Value Relevance of International Financial Reporting Standards: Empirical Evidence in an Emerging Market. *The International Journal of Accounting*, Vol. 47, 85-108.
- Allegrini, M. (2007). *L'adozione degli IAS/IFRS in Italia: impatti formali e sostanziali sul bilancio. Operazioni di leasing e fondi rischi e oneri*. Torino: Giappichelli.
- Allen, F., Carletti, E., Mark-to-market accounting and liquidity pricing. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 45, No. 2-3, pp. 358-378

- Anandarajan, A., Hasan, I., & McCarthy, C. (2007). Use of loan loss provisions for capital, earnings management and signaling by Australian banks. *Accounting and Finance, Vol. 47*, 357-379.
- Andrei, P. (2006). *L'adozione degli IAS/IFRS in Italia: concentrazioni aziendali e bilancio consolidato*. Torino: Giappichelli.
- Ariante, P., De Rosa, C., & Sica, C. (2016). *IFRS 9: cosa cambia e quali sono gli impatti del nuovo standard contabile internazionale per le banche*.
- Armiento, L. (2018). Gli strumenti finanziari negli istituti bancari italiani ed europei: dallo IAS 39 all'IFRS 9. LUISS Guido Carli.
- Azzali, S., Allegrini, M., Gaetano, A., & Pizzo, M. (2006). *Principi contabili internazionali*. Torino: Giappichelli.
- Bagna, E., & Di Martino, G. (2013). La value relevance della fair value hierarchy nel settore bancario europeo. *Finanza, Marketing e Produzione, Vol. XXXI, N.4*, 88-121.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Valuation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research, Vol. 6, No. 2*, 159-178.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2006). The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition. *Journal of Accounting Research, Vol. 44, No. 2*, 207-242.
- Ball, R., Robin, A., & Sadka, G. (2008). Is financial reporting shaped by equity markets or by debt markets? An international study of timeliness and conservatism. *Review of Accounting Studies, Vol. 13*, 168-205.
- Ball, R., Robin, A., & Wu, J. (2000). Accounting standards, the institutional environment and issuer incentives: Effects on timely loss recognition in China. *Asia-Pacific Journal of Accounting Research, Vol. 7, No. 2*, 71-96.
- Ballarin, F. (2016). Transizione al nuovo IFRS 9: effetti ed esempi pratici. *Amministrazione & Finanza, n. 10*, 35-40 .
- Barbagallo, D. (2015). *Banks Loan Loss Provisions, New IFRS 9 and Basel III Framework: Profiles of Convergence, Empirical Evidence and Possible Impacts on the System*. Milano: Università degli Studi di Milano-Bicocca.



- Barker, R., Teixeira, A. (s.d.). Gaps in the IFRS Conceptual Framework. <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/events-and-conferences/2017/november/gaps-in-the-conceptual-framework.pdf?la=en&hash=44029972DE4BC2992998FABAC918E3F50EF931C0> .
- Barth, M. (1991). Relative measurement errors among alternative pension asset and liability measures. *The Accounting Review*, Vol. 66, No. 3, 433-463.
- Barth, M. (1994). Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks. *The Accounting Review*, Vol. 69, No. 1, 1-25.
- Barth, M. (2000). Valuation-based research implications for financial reporting and opportunities for future research. *Accounting and Finance*, Vol. 40, No. 1, 7-32.
- Barth, M., & Clinch, G. (2009). Scale Effects in Capital Markets-based Research. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 36, No. 3-4, 253-288.
- Barth, M., & Landsman, W. (2010). How did Financial Reporting Contribute to the Financial Crisis? *European Accounting Review*, Vol. 19, No. 3, 399-423.
- Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (1996 ). Value Relevance of Banks' Fair Value Disclosures under SFAS No. 107. *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 4, 513-537.
- Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (1998). Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25, No.1, 82.
- Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, 77-104.
- Barth, M., Beaver, W., Hand, J., & Landsmann, W. (2004). *Accruals, Accounting Based Valuation Models and the Prediction of Equity Values*. Stanford University.
- Barth, M., Landsman, W., & Lang, M. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, Vol. 46; No. 1 , 467-498.
- Basel Committee on Banking Supervision (2015). *Working Paper 28: The interplay of accounting and regulation and its impact on bank behaviour. Literature Review*.

- Baudot, L., Demek, K., & Huang, Z. (2018). The accounting profession's engagement with accounting standards. Conceptualizing accounting complexity through Big 4 comment letters. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, Vol. 37, No. 2, 175-196.
- Beatty, A., Chamberlain, S., & Magliolo, J. (1995). Managing financial reports of commercial banks: The influence of taxes, regulatory capital and earning. *Journal of Accounting Research*, Vol. 33, No. 2, 231-261.
- Beaver, W. (1993). *Conservatism - Working Paper*. Boston : Sloan School of Management - MIT.
- Beaver, W. (1998). *Financial Reporting: an Accounting Revolution*. New York: Prentice Hall.
- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, Vol. 6 *Empirical Research in Accounting: Selected Studies*, 67-92.
- Beaver, W., & Demski, J. (1979). The Nature of Income Measurement. *The Accounting Review*, Vol. LIV, No. 1, 38-47.
- Bellandi, F. (2021). IFRS 9 Single Impairment Model: Semantics and Circularity? A Study in the Airline Industry. *International Journal of Business and Management*, Vol. 16, No. 12, 41.
- Berle, A., & Means, G. (1966). *Società per azioni e società privata*. Torino: Einaudi.
- Besta, F. (1922). *La Ragioneria I*. Milano: Vallardi.
- Bhatia, M., & Mulenga, M. J. (2019). Do Accounting Numbers Have Any Relations with Stock Prices? A Case of Public and Private Sector Banks of India. *Theoretical Economics Letters*, Vol. 9, 1682-1698. doi:<https://doi.org/10.4236/tel.2019.95107>
- Biddle, G., & Choi, J. (2006). Is comprehensive income useful? *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, Vol. 2, No. 1, 1-32.
- Bischof, J. (2009). The Effect of IFRS 7 Adoption on Bank Disclosure in Europe. *Accounting in Europe*, Vol. 6, No. 2, 167-194.

- Bocchino, U., Giovando, G., Ossola, G., & Venuti, F. (2014). *Il bilancio delle banche*. Torino: Giuffrè.
- Bonner, S., & Walker, P. (1994). The Effect of Instruction and Experience on the Acquisition of Auditing Knowledge. *Accounting Review*, Vol. 69, 157-178.
- Bosch, P. (2012). Value Relevance of the Fair Value Hierarchy of IFRS 7 in Europe - How reliable are mark-to-model Fair Values? . *Working Papers SES 439, Faculty of Economics and Social Sciences, University of Freiburg*.
- Bozzolan, S. (2001). I modelli multidimensionali . In A. VV., *Economia Aziendale. Modelli, Misure* (p. 273-274). Milano: McGraw-Hill.
- Braam, G., Monomita, N., Weitzel, U., & Lodh, S. (2015). Accrual-based and real earnings management and political connections. *International Journal of Accounting*, Vol. 45, Issue 11.
- Cahan, S., Courtenay, S., Gronewoller, P., & Upton, D. (2000). Value relevance of mandated comprehensive income disclosure. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 27; No. 9-10, 1273-1300.
- Callao, S., & Jarne, J. (2010). Have IFRS affected earnings management in the European Union? . *Accounting in Europe*, Vol. 7, No. 2, 159-182.
- Callen, J., Khan, M., & Lu, H. (2009). Accounting Quality, Stock Price Delay and Future Stock Returns.
- Capaldo, P. (1998). *Reddito, capitale e bilancio d'esercizio. Una introduzione*. Milano: Giuffrè.
- Caramaico, A. (2022). *Principi contabili internazionali IFRS - 19/12/2016 - n. 9 - Strumenti finanziari*. Tratto da IMPRESAFUTURA: <https://www.impresafutura.it/ifrs/principi-contabili-internazionali-ifrs-19-12-2016-n-9-strumenti-finanziari>
- Carroli, T., Linsmeier, T., & Petroni, K. (2003). The Reliability of Fair Value versus Historical Cost Information: Evidence from Closed-End Mutual Funds. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 18, No. 1, 1-24.
- Caruana, J., & Pazarbasioglu, C. (2008). Revisiting valuation practices throughout the business cycle: some simmetry is needed. *Financial Stability Review*, 17 e ss.

- Casta, J.F., Lejard, C., Paget-Blanc, C. (2019). The implementation of the IFRS 9 in Banking Industry. EUFIN 19: The 15TH Workshop on European Financial Reporting. Vienne, Austria.
- Cattaneo, M. (1979). *Il bilancio di esercizio delle imprese, Finalità e struttura*. Milano: Etaslibri.
- Catturi, G. (2003). *L'azienda universale. L'idea forza, la morfologia e la fisiologia*. Padova: CEDAM.
- Chambers, D., Linsmeier, T., Shakespeare, C., & Sougiannis, T. (2007). An evaluation of SFAS No. 130 comprehensive income. . *Review of Accounting Studies, Vol. 12, No. 4*, 557-593.
- Chambers, R. (1966). *Accounting, Evaluation and Economic Behaviour*. Engleton, NJ: Prentice Hall.
- Chebaane, S., & Othman, B. H. (2014). The Impact of IFRS Adoption on Value Relevance of Earnings and Book Value of Equity: The Case of Emerging Markets in African and Asian Regions. *Procedia - Social and Behavioral Sciences, Vol. 145*, 70-80.
- Chen, H., Tang, Y., Jiang, Z., & Lin. (2010). The Role of International Financial Reporting Standards in Accounting Quality: Evidence from The European Union. *Journal of International Financial Management and Accounting, Vol. 21, No. 3* , 220-278.
- Cheng, C., Cheung, J., & Gopalakrishnan, V. (1993). On the usefulness of operating income, net income and comprehensive income in explaining security returns . *Accounting and Business Research, Vol. 23, No. 91*, 195-203.
- Christenson, C. (1983). The Methodology of Positive Accounting. *The Accounting Review, Vol. 58, No. 1*, 1-22.
- Cimini, R. (2019). *Il sistema di bilancio degli enti creditizi e finanziari. Schemi, principi contabili e obblighi segnaletici*. Padova: CEDAM.
- Ciprietti, E. (2018) IFRS 9. Valutazione degli impatti sul bilancio e sui sistemi IT delle banche. Università degli Studi di Padova.
- Cochrane, J. (2001). *Asset Pricing, Revised Edition*. Princeton University Press.

- Collins, D., Maydew, E., & Weiss, I. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years . *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 1, 39-67.
- Collins, D., Pincus, H., & Xie, H. (1999). Equity Valuation and Negative Earnings: The role of Book Value of Equity. *The Accounting Review*, Vol. 74, No. 1, 29-61.
- Copeland, T., Weston, J., & Shastri, K. (2004). *Financial Theory and Corporate Policy, Fourth Edition*. Boston, Massachusetts: Addison-Wesley.
- Cordazzo, M., & Rossi, P. (2020). The influence of IFRS mandatory adoption on value relevance of intangible assets in Italy. *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 21, No. 3, 415-436.
- Cotta Ramusino, E., & Rinaldi, L. (2003). La valutazione d'azienda. *Il Sole 24 Ore*, 268 e ss.
- Courteau, L. (2008). *Valori d'impresa e valori di bilancio. Modelli di valutazione per gli investimenti azionari*. Milano: Franco Angeli.
- Crossen, C., & Wang, Y. (2016, Giugno). *IFRS 9 Impairment Regulations: Implementation Challenges and Potential Solutions* . Tratto da Moody's Analytics: <https://www.moodyanalytics.com/risk-perspectives-magazine/risk-finance-accounting-converge-ifrs9/spotlight-ifrs-9/ifrs-9-impairment-regulations>
- Dabbene, F., & Roberti Vittory, M. (2017). Gli impatti dell'IFRS 9 sulle banche italiane e sul credito. *Bancaria*, 7, 2-17.
- D'Alessio, L. (1992). *Il bilancio d'esercizio delle imprese*. Torino: Giappichelli.
- Dang, N.H., Tran, M.D., Nguyen, T.L.A. (2018). Investigation of the impact of financial information on stock prices. The case of Vietnam. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*. Vol. 22, No. 2.
- Dainelli, F., Visconti, A. (2014). *Gli indicatori di bilancio per le valutazioni di mercato: uno studio di value relevance in Italia*. *Impresa Progetto: Electronic Journal of Management*, Vol.1.
- De Angelis, L. (2015). *Elementi di diritto contabile*. Giuffrè Editore.
- Deegan, C. (2009). *Financial Accounting Theory*. North Ryde: McGraw-Hill Australia.

- Demski, J. (1988). Positive Accounting Theory: a Review. *Accounting, Organizations and Society, Vol. 13, No. 6*, 623-629.
- D'Eri, A. (2017). I principi contabili internazionali e i riflessi sul bilancio delle imprese di assicurazione. Univeristà degli Studi di Roma "Roma Tre"
- Di Pietra, R. (2010). *Ragioneria Internazionale: dall'armonizzazione contabile al bilancio IFRS*. Siena: CEDAM.
- Djaballah, A., Zongning F. (2022). La pertinence du résultat global en contexte africain. *Gestion 2000, Vol. 39, No. 2*, 41-60.
- Donna, G. (2001). Soggetto economico e modelli di governance. In F. Favotto, *Economia aziendale. Modelli, misure, casi* (p. 52). Milano: McGraw-Hill.
- Easton, P. (1999). Security Returns and the Value Relevance of Accounting Data. *Accounting Horizons, Vol. 13, No. 4*, 399-412.
- Easton, P., & Harris, T. (1991). Earnings as an Explanatory Variable for Returns. *Journal of Accounting Research, Vol. 29, No. 1*, 19-36.
- Easton, P., & Pae, P. (2004). Accounting Conservatism and the Relation between returns and Accounting Data. *Review of Accounting Studies, Vol. 9, No. 4*, 495-521.
- EBA. (2018). *Final Guidelines on Management of Non-Performing and Forborne Exposures*.
- ECB. (2017). *Guidance to banks on Non-Performing Loans*.
- Eccher, E., Ramesh, K., & Thiagarajan, S. (1996). Fair Value Disclosures by Bank Holding Companies. *Journal of Accounting and Economics, Vol. 22*, 79-117.
- Elnahass, M., Izzeldin, M., & Steele, G. (2018). Capital and Earnings Management: Evidence from Alternative Banking Business Models. *International Journal of Accounting, Vol. 53*, 20-32.
- Elshandidy, T. (2014). Value Relevance of Accounting Information: Evidence from an Emerging Market. *Advances in Accounting, Vol. 30, No. 1*, 176-189.
- Ewert, R., & Wagnerhofer, A. (2005). Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management. *The Accounting Review, Vol. 80, No. 4* , 1101-1124.

- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, 383-417.
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, 383.
- Fama, E. (1976). *Foundations of Finance*. New York, NY: Basic Books.
- Fama, E. (1998). Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioural Finance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, No. 2, 283-306.
- Fama, E., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices New Information . *International Economic Review*, Vol. 10, No. 1, 1-21.
- FASB & IASB, . (2008, Dicembre 30). Press Release.
- FASB. (1980). Qualitative Characteristics of Accounting Information. *Statement of Concepts No. 2*, 91-97.
- FASB. (1984). *Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises*. FASB.
- Feltham, G., & Ohlson, J. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2, 689-731.
- Ferraro, O. (Aprile-Giugno 2013). EVIDENZE EMPIRICHE SULL'INFLUENZA DELLE CARATTERISTICHE DELLE GRANDEZZE REDDITUALI NELLA SCELTA DEL PROSPETTO DI COMPREHENSIVE INCOME. *Rivista dei Dottori Commercialisti*, N.2. Tratto da <https://www.rivistadeidottoricommercialisti.it/evidenze-empiriche-sull-influenza-delle-caratteristiche-delle-grandezze-reddituali-nella-scelta-del-prospetto-di-comprehensive-income/n-2-aprile-giugno-2013/archivio/154/>.
- Ferreira, P.H., Kräussl, R., Landsman, W., Borysoff, M.N., Pope, P.F. (2019). Reliability and relevance of fair values: private equity investments and investee fundamentals.
- Fiechter, P., & Novotny-Farkas, Z. (2017). The Impact of the Institutional Environment on the Value Relevance of Fair Values. *Review of Accounting Studies*, Vol. 22, No. 1.

- Fields, T., Lys, T., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, No. 1-3, 255-307.
- Financial Crisis Advisory Group (FCAG). (2009). Report of the Financial Crisis Advisory Group.
- Fortuna, F. (2010). *L'informativa sui rischi delle banche*. Milano: Franco Angeli.
- Fortunato, S. (2007). Dal costo al fair value: al di là della rivoluzione contabile. *Riv. soc.*, 943 ss.
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance? *Journal Of Accounting Research*, Vol. 37, 319-352.
- Friedman, M. (1953). *The Methodology of Positive Economics, Essays in Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press.
- Gan, C.-Y., Chong, L.-L., & Ahmad, Z. (2016). Impact of FRS139 adoption on value relevance of financial reporting in Malaysia. *Managerial Finance*, Vol. 42, No. 7, 706-721.
- Gasparini, C. (2019). *Incrementare il valore dell'impresa tramite risorse tangibili*. Venezia: Università Ca' Foscari di Venezia.
- Gautri, L., & Bini, M. (2007). *La valutazione delle aziende*. Milano: EGEA.
- Gebhardt, G. (2016). Impairments of Greek government bonds under IAS 39 and IFRS 9: A Case Study. *European Parliament*.
- Gebhardt, G., & Novotny-Farkas, Z. (2011). Mandatory IFRS Adoption and Accounting Quality of European Banks. *Journal of Business Finance and Accounting*.
- Giunta, F., & Pisani, M. (2008). *Il bilancio*. Apogeo.
- Godfrey, J., Hodgson, A., Holmes, S., & Tarca, A. (2006). *Accounting Theory*. Wiley.
- Gonçalves, C.; Andraz, G., Guerreiro, J. (2018). A Utilidade Do Resultado integral: caso Euronext Lisbon. *Inovar*, Vol. 28, No. 69, 25-39.
- Goncharov, I., & Hodgson, A. (2011). Measuring and Reporting Income in Europe. *Journal of International Accounting Research*, Vol. 12, No. 4, 27-59.



- Gornjak, M. (2018). Comparison of IAS 39 and IFRS 9: The Analysis of Replacement. *International Journal of Management, Vol. 6, No. 1*, 115-130.
- Gualtri, L. (1998). *Trattato sulla valutazione delle aziende*. Milano: Egea.
- Gualtri, L., & Bini, M. (2009). *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. Milano: Egea.
- Gulinelli, A. (2016). Dallo IAS 39 all'IFRS 9 ed Expected Credit Loss Model nelle Banche. Luiss Guido Carli.
- Gumb, B., Dupuy, P., Baker, C., & Blum, V. (2018). The Impact of Accounting Standards on Hedging Decisions. *Accounting, Auditing & Accountability Journal, Vol. 31, No. 1*, 193-213.
- Hamdi, B., Elabidi, H. (2009). L'Information Comptable En Juste Valeur.
- Hamdi, B., Mejri, T. (2017). La pertinence de l'information comptable en juste valeur dans le contexte de la crise financière : le cas de l'industrie bancaire européenne. *Comptabilité Contrôle Audit 2017/3 (Tome 23)*, 29-62.
- Hand, J., & Landsman, W. (1998). Testing the Ohlson Model, v or not v, that is the question. *SSRN Working Paper*, 9.
- Hassan, M.S., Saleh-Mohd, N. (2010). The Value Relevance of Financial Instruments Disclosure in Malaysian Firms in the Main Board of Bursa Malaysia.
- Healy, P., & Wahlen, J. (1999). A review of the earnings management literature and implications for standard setting. *Accounting Horizons, Vol. 13, No. 4*, 365-383.
- Hellstrom, K. (2006). The Value Relevance of Financial Accounting Information in a Transition Economy: The Case of the Czech Republic. *European Accounting Review, Vol. 15, No 3*, 328.
- Hitz, J. (2007). The Decision Usefulness of Fair Value Accounting - A Theoretical Perspective. *European Accounting Review*, 323 e ss.
- Holthausen, R., & Watts, R. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting Economics, Vol. 31, No. 1-3*, 3-75.

- Horno-Bueno, M. P., Licerán-Gutiérrez, A., & Bautista-Mesa, R. (2022). Mercados de capitales y modelos de valoración de inversiones inmobiliarias. Un análisis pre y post-crisis: Capital markets and valuation models of investment properties. A pre and post crisis analysis. *Revista de Contabilidad - Spanish Accounting Review*, 25(2), 233–243. <https://doi.org/10.6018/rcsar.431411>
- Hribar, P., Kravet, T., & Wilson, R. (2014). A new measure of accounting quality. *Review of Accounting Studies*, Vol. 19, 506-538.
- Hung, M., & Subramanyam, K. (2012). Financial statements effects of adopting international accounting standards: the case of Germany. *Review of Accounting Studies*, Vol. 12, No. 4, 623- 657.
- IASB. (2008). <https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid834811.pdf>.  
Tratto da <https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid834811.pdf>:  
<https://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid834811.pdf>
- IASB. (2008). *Reducing Complexity in Reporting Financial Instruments*.
- IASB. (2010). *Conceptual Framework for Financial Reporting*.
- IASB. (2014). IFRS 9 - "Strumenti Finanziari". 2.1.
- IASB. (s.d.). IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione., (p. Paragrafo 1).
- IASB. (1989). *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*.
- IFRS. (2008). *Financial Crisis Advisory Group*. Tratto da IFRS: [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org)
- IFRS Foundation. (2018). *Mission Statement*. Tratto da [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org): [www.ifrs.org/about-us/](http://www.ifrs.org/about-us/)
- International Accounting Standards Board. (2018). *Conceptual Framework for Financial Framework*. International Accounting Standards Board.
- Jaffar, N.; Nor, A.S.N, Selamat, Z. (2019). Integrated Report Content Elements Affecting Value Relevance of Publicly Listed Companies in Malaysia. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*. Vol. 8, No. 6.

- Jenkins, D., Kane, G., & Velury, U. (2009). Earnings Conservatism and Value Relevance across the Business Cycle. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 36, No. 9-10, 1041-1058.
- Jensen, M. (1983). Organization Theory and methodology. *The Accounting Review*, Vol. 63, 319-339.
- Kanagaretnam, K. M., & Shetata, M. (2009). Usefulness of comprehensive income reporting in Canada. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 28, No. 4, 349-365.
- Kaya, I. (2017). Accounting Choices in Corporate Financial Reporting: A Literature Review of Positive Accounting Theory. In S. Gokter, *Accounting and Corporate Reporting- Today and Tomorrow*. IntechOpen. doi:<https://doi.org/10.5772/intechopen.68962>
- Kaminski, K.A.; Carpenter, J.R. (2011). *Accounting Conceptual Frameworks: a comparison of FASB and IASB approaches*. International Journal of Business, Accounting and Finance.
- Kim, H. J., & Yoon, S. Y. (2019). Value-relevance of the regulatory non-GAAP adjustments in the Korean banking industry. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, Vol. 26, No. 1-2, 160-171.
- Knežević, G., Pavlović, V., & Vukadinović, P. (2015). IFRS 9 and Implications of "Business Model VS Management Intent" Criteria on the Quality of Accounting Information. *Singidunum University International Scientific Conference FINIZ 2015* . Belgrado-Serbia.
- Kothari, S. (2001). Capital Market Research in Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, No. 1 , 105-231.
- Kothari, S., & Zimmermann, J. (1995). Price and Return models. *Journal of Accounting Economics*, Vol. 20, No. 2, 180.
- KPMG. (2014). First Impressions: IFRS 9 Financial Instruments.
- Krishnan, G. V., & Zhang, J. (2019). Does Mandatory Adoption of IFRS Enhance Earnings Quality? Evidence from Closer to Home. *The International Journal of Accounting*, Vol. 54, No. 1, 1-42.
- Lacchini, M., & Trequattrini, R. (2002). Ascesa e declino del principio di prudenza nel sistema contabile italiano. *Rivista Italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale*, No. 7-8, 344.

- Landsman, W. (2006). *Fair Value and Value Relevance: What Do We Know?* Tratto da ICAEW: [www.icaew.uk](http://www.icaew.uk)
- Laux, C., & Leuz, C. (2010). Did Fair-value Accounting Contribute to the Financial Crisis? *Journal of Economic Perspectives*.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, No. 3, 505-527.
- Liao, S., & Beatty, A. (2011). Do delays in expected loss recognition affect banks willingness to lend? *Journal of Accounting and Economics*.
- Lionzo, A. (2005). *Il sistema dei valori di bilancio nella prospettiva dei principi contabili internazionali*. Milano: Franco Angeli.
- Liu, J., & Liu, C. (2007). Value Relevance of Accounting Information in Different Stock Market Segments: The Case of Chinese A-,B-, and H-Shares. *Journal of International Accounting Research*, Vol. 6, No. 2, 55-81.
- Lo, K., & Lys, T. (2000). The Ohlson Model: Contribution to Valuation Theory, Limitations and Empirical Applications. *Sauder School of Business Working Paper*, 1-48.
- Lo Bue, S. (2019). *La value relevance degli interim financial reporting delle imprese quotate sul mercato azionario italiano*.
- Maines, L., & McDaniel, L. (2000). Effects of comprehensive-income characteristics on nonprofessional investors' judgement: the role of financial statement presentation format. *The Accounting Review*, Vol. 75, No. 2, 179-207.
- Mala, R., & Chand, P. (2012). Effect of the global financial crisis on accounting convergence. *Accounting and Finance*.
- Mala, R., & Chand, P. (2015). Judgment and Decision- Making Research in Auditing and Accounting: Future Research Implications of Person Task and Environment Perspective. *Accounting Perspectives*, Vol. 14, No. 1.

- Marchi, L., & Potito, L. (2012). *L'impatto dell'adozione dei principi IAS/IFRS sui bilanci delle imprese quotate italiane*. Milano: Franco Angeli Editore.
- Marcon, C. (2020). *Gli strumenti finanziari in bilancio secondo l'IFRS 9*. Franco Angeli.
- Massari, M. (1998). Il metodo misto patrimoniale reddituale: una nuova giovinezza oltreoceano? *La valutazione delle aziende*, No. 8, 17-25.
- Matacena, A. (1979). *Introduzione allo studio del bilancio di esercizio*. Bologna: Clueb.
- Matherat, S. (2008). Fair value accounting and financial stability: challenges and dynamics. *Financial Stability Review*, 60 e ss.
- May, G. (1937). Eating peas with your knife. *Journal of Accountancy*, Vol. 63, No. 1, 15-22.
- Mechelli, A. (2013). *La Value Relevance del bilancio d'esercizio: modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche*. Torino: G. Giappichelli Editore.
- Mechelli, A., Sforza, V., & Cimini, R. (2020). Is IFRS 9 better than IAS 39 for investors' decisions? Evidence from the European context at the beginning of the transition year. *Financial Reporting*, Vol. 1, 125-148.
- Menicucci, E., & Paoloni, N. (2020). *IFRS 9 e le banche: impatti contabili e gestionali*. Torino: Giappichelli.
- Mergenthaler, R. (2012). Principles-based versus rules-based standards and accounting irregularities. *Working paper*.
- Merino, B., & Neimark, M. T. (1982). The Normative Origins of Positive Theories: A Ideology and Accounting Thought. *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 7, No. 2, 167-200.
- Mincioni, S. (2009). L'uso delle loan loss provisions in banca: un'analisi empirica. LUISS Guido Carli.
- MisterFisco. (2016). *IAS 39 Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione – Definizioni*. Tratto da MisterFISCO: [https://www.misterfisco.it/principi/ias-39-strumenti-finanziari-rilevazione-valutazione-definizioni/#:~:text=L%E2%80%99%20efficacia%20della%20copertura%20%C3%A8%](https://www.misterfisco.it/principi/ias-39-strumenti-finanziari-rilevazione-valutazione-definizioni/#:~:text=L%E2%80%99%20efficacia%20della%20copertura%20%C3%A8%20)

[20il%20livello%20a,\(cfr.%20appendice%20A%20paragrafi%20da%20AG105%20a%20AG113\).](#)

- Morais, A. I. (2020). Are changes in international accounting standards making them more complex? *Accounting Forum*, Vol. 44, No. 1, 35-63.
- Nakamura, L. (2003). A trillion dollars a year in intangible investment and the new economy. In J. Hand, & B. Lev, *Intangible Assets*. Oxford: Oxford University Press.
- Natale, E. (2015). *La value relevance: aspetti teorici e verifiche empiriche nel settore bancario europeo*. Milano: Università degli Studi di Milano Bicocca.
- Nelson, K. (1996). Fair Value Accounting for Commercial Banks: An Empirical Analysis of SFAS No. 107. *The Accounting Review*, No. 71, 161-182.
- Nobes, C. (2008). Accounting Classification in the IFRS Era. *Australian Accounting Review*, Vol. 18, No. 3, 191-198.
- Novotny-Farkas, Z. (2016). The Interaction of the IFRS 9 Expected Loss Approach with Supervisory Rules and Implications For Financial Stability. *Accounting in Europe*, Vol. 13, No. 2, 197-227.
- Noyer, C. (2008). Valuation challenges in a changing environment. *Financial stability review*.
- Ohlson, J. (1989). *Accounting Earnings, Book Value and Dividends: The Theory of the Clean Surplus Equation, Working Paper*. Columbia University.
- Ohlson, J. (1995). Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2, 661-687.
- Ohlson, J. (1999). On transitory earnings. *Review of Accounting Studies*, Vol. 4, No.3, 145-162.
- Ohlson, J. (2001). Earnings, Book values, and Dividends in Equity Valuation: an Empirical Perspective. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 18, No. 1, 661-687.
- Onesti, T. (1995). *Fattori ambientali e comportamenti contabili*. Torino : Giappichelli.
- Onesti, T., Romano, M., & Taliento, M. (2011). *Il bilancio delle imprese. Finalità, principi e comportamenti contabili alla luce delle teorie, delle norme e degli standard nazionali e internazionali*. Torino : Giappichelli.

- Onida, P. (1974). *Il bilancio d'esercizio delle imprese. Significato economico del bilancio. Problemi di valutazione*. Milano: Giuffrè.
- Paglietti, P. (2009). Earnings Management, timely loss recognition and value relevance in Europe following the IFRS mandatory adoption: evidence from Italian listed companies. *Economia Aziendale Online*, Vol. 1, No. 4.
- Pantaleoni, M. (1925). *Teoremi di Economia*. Bari: Laterza.
- Paton, W. (1934). Shortcomings of present-day financial statements. *Journal of Accountancy*, Vol. 57, No. 2, 108-132.
- Pavan, M. (2017). *Rilevazione e valutazione degli strumenti*. Venezia: Università Ca' Foscari di Venezia.
- Peasnell, K. (1981). On Capital Budgeting and Income Measurement. *Abacus*, Vol. 17, no. 1, 52-67.
- Peasnell, K. (1982). Some Formal Connections Between Economic Values and Yields and Accounting Numbers. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 9, No. 3, 361-381.
- Penman, S. (2009). *Valuation Models: An Issue of Accounting Theory*. Columbia Business School, Columbia University.
- Penman, S. (2009). Accounting for Intangible Assets: there is also an Income Statement . *Abacus*, Vol. 45, No. 3, 358, 371.
- Perrone, E. (2005). *Il linguaggio internazionale dei bilanci d'impresa*. Padova: CEDAM.
- Pisani, M. (2008). *La misura delle prestazioni nel bilancio di esercizio. Il comprehensive income statement*. Milano: Franco Angeli.
- Plantin, G., Sapra, H., & Shin, H. (2008). Fair value accounting and financial stability. *Financial Stability Review*, 89 e ss.
- Pompili, M. (2019). *La valutazione degli strumenti finanziari: l'adozione della fair value accounting nel settore bancario tra dottrina scientifica e prassi contabile*. Università degli studi di Roma – Roma Tre.

- Provasoli, A. (1974). *Il bilancio d'esercizio destinato a pubblicazione*. Milano : Giuffrè.
- Pulejo, J. (2019). *Earnings Management: teoria ed applicazioni*. Milano: Università degli studi di Milano Bicocca.
- Ranalli, F. (2005). *Il bilancio di esercizio. Il modello del reddito realizzato*. Roma: Aracne.
- Renoldi, A. (1992). *La valutazione dei beni immateriali. Metodi e soluzioni*. Milano: Egea.
- Ronen, J. (2008). To Fair Value or Not to Fair Value? *Abacus*, 105 e ss.
- Rossi, B. (2017). *Gli effetti della rotation della società di revisione e del partner sulla value relevance del reddito e del patrimonio netto. Il panorama italiano*. Roma: LUISS.
- Rossi, B. (2018). *GLI EFFETTI DELLA ROTATION DELLA SOCIETA' DI REVISIONE E DEL PARTNER SULLA VALUE RELEVANCE DEL REDDITO E DEL PATRIMONIO NETTO: IL PANORAMA ITALIANO*. Roma: LUISS.
- Rudy, J. A., & Madu, C. N. (2009). International financial reporting standards: an indicator of high quality? . *International Journal of Quality & Reliability Management*; Vol. 29, No. 7, 712-722.
- Rutigliano, M. (2020). In *Il bilancio della banca e degli altri intermediari finanziari* (p. 42). Egea.
- Saccon, C. (2013). Il quadro sistematico dei principi contabili internazionali: una fonte di regolamentazione contabile in evoluzione. *Ricerche giuridiche*, Vol. 2, No. 1, 95-116.
- Sami, H., & Zhou, H. (2004). A comparison of value relevance of accounting information in different segments of the Chinese stock market. *The International Journal of Accounting*, Vol. 39, No. 4, 403-427.
- Santesso, E., & Sostero, U. (2018). *I principi contabili per il bilancio d'esercizio* . Milano : EGEA.
- Sarcone, S. (2011). *La formazione del bilancio annuale. Disciplina giuridica e principi contabili nei loro tratti più significativi*. Padova: CEDAM.
- Schipper, K. (1989). Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, Vol. 3, 91-102.
- Schön, W. (2001). Internationalisierung der Rechnungslegung un Gläubigerschutz. *WPG*, 76.



- Sforza, V., & Cimini, R. (2015). The relevance and the reliability of IAS 39 financial instruments categories. *Italian Journal of Accounting and Economia Aziendale*, Vol. 10, 26-39.
- Song, C., Thomas, W., & Yi, H. (2010). Value relevance of FAS No. 157 Fair value Hierarchy Information and the Impact of Corporate Governance Mechanisms. *The Accounting Review*, Vol. 85, No. 4, 1375-1410.
- Sòstero, U., Cerbioni, F., & Saccon, C. (2018). *Bilancio consolidato: Disciplina nazionale e IFRS*. Milano: McGraw-Hill .
- Sòstero, U., Ferrarese, P., Mancin, M., & Marcon, C. (2018). *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*. Venezia: Giuffrè Editore.
- Spremann, K. (2006). *Portfolio Management, terza edizione*. Monaco di Baviera: Oldenbourg.
- Staubus, G. (1961). *A Theory of Accounting to Investors*. Berkeley: University of California Press.
- Sterling, R. (1972). Decision-Oriented Financial Accounting. *Accounting and Business Research*, Vol. 2, No. 7, 198-208.
- Strampelli, G. (2010). *Gli IAS/IFRS dopo la crisi: alla ricerca dell'equilibrio tra regole contabili non prudenziali e tutela della stabilità patrimoniale della società - Il diritto commerciale europeo di fronte alla crisi*.
- Street, D., Gray, S., & Bryant, S. (1999). Acceptance and observance of International Accounting Standards: an empirical study of companies claiming to comply with IAS. *The International Journal of Accounting*, Vol. 34, 11-48.
- Stuart, J. (1998). *La ricerca del valore. Una guida per il management e per gli azionisti*. Milano: Egea.
- Sultanoglu, B. (2018). Expected Credit Loss Model by IFRS 9 and Its Possible Early Impact on European and Turkish Banking Sector. *The World of Accounting Science*, Vol. 20, No. 3, 476-506.
- Suo, L., Yang, K., Ji, Hao (2013). Empirical Research on Accounting Conservatism and Business Financing. *China Accounting Finance Review*, Vol. 15, No. 4.

- Superti Furga, F. (1991). *Reddito e capitale nel bilancio d'esercizio*. Milano: Giuffrè.
- Taliento, M. (2016). Value Relevance nelle risultanze di bilancio. Evidenza empirica per le emittenti ad alta capitalizzazione nel "dopo crisi". *ImpresaProgetto. Electronic Journal of Management - No. 1*, 1-24.
- UNIONE EUROPEA DEGLI ESPERTI CONTABILI, ECONOMICI E FINANZIARI. (1963). *La valutazione delle aziende e delle parti d'azienda*. Milano: Etas Kompass.
- Uo, F., Ui R. *Theory of Conservatism and Value Relevance of Accounting Information*. (2015) *Journal of Accounting and Marketing, Vol. 4, No. 1*.
- Van Cauwenberge, P., & De Beelde, I. (1995). A Critical Note on Empirical Comprehensive Income Research. *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Vol. 11, No. 2*, 661-687.
- Vàzquez, R.D., Valdès, A.L. e Herrera, H.V. (2006). Value Relevance of the Ohlson Model with Mexican Data. *Contaduría y Administración, No. 223*, 33-52
- Veith, S., & Werner, J. R. (2010). Comparing Value Relevance Across Countries: Does the Return Window Specification Matter? *Working Paper*, 1-39.
- Veltri, S. (2020). The Value Relevance Analysis. In: Mandatory Non-financial Risk-Related Disclosure. Springer, Cham. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-47921-3\\_6](https://doi.org/10.1007/978-3-030-47921-3_6).
- Vergari, D., & Macellari, M. (2016). *IFRS 9, sfide e soluzioni: dalla metodologia alla messa a terra*. CRIF.
- Viganò, E. (1996). *L'economia aziendale e la ragioneria*. Padova: CEDAM.
- Villano, L.C. (2019). IFRS 9 e impairment test: profili teorici ed empirici. LUISS Guido Carli
- Watts, R. (1993). *A proposal for research on conservatism*. Boston: Sloan School of Management - MIT.
- Watts, R. (2003). Conservatism in Accounting Part 1: Explanations and Implications. *Accounting Horizons, Vol. 17, No. 3*, 207-221.
- Watts, R. (2003). Conservatism in Accounting, Part 2: Evidence and Research Opportunities. *Accounting Horizons, Vol. 17, No. 4*, 287-301.

- Watts, R., & Zimmermann, J. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, Vol. 53, No. 1, 112-134.
- Watts, R., & Zimmermann, J. (1979). The demand for and supply of accounting theories, the market for excuses. *The Accounting Review*, Vol. 54, No. 2, 273-305.
- Watts, R., & Zimmermann, J. (1986). *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall.
- Watts, R., & Zimmermann, J. (1990). Positive accounting theory: a ten-year perspective. *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 1, 131-156.
- Wezel, T., Chan-Lau, J., & Francesc, C. (2012). Dynamic loan loss provisioning: simulations on effectiveness and guide to implementation. *Working chapter, Washington: IMF (International Monetary Fund)*.
- Williams, Z. (2019). A Reexamination of Ball and Brown. *Journal of Management and Innovation*, Vol. 5, No. 2.
- Yen, S.H.; Lai, Y.T.; Chen, H.L. (2016) *Influence of Fair Value of Qualitative Characteristics and Decision Usefulness of Accounting Information*. *Accounting and Finance Research*, Vol. 5, No. 4, 180-191.
- Zambon, S. (1996). *Entità e proprietà nei bilanci di esercizio*. Padova: CEDAM.
- Zanda, G., & Lacchini, M. (1993). *Rivalutazione dei beni aziendale ed utilizzo di poste del patrimonio netto. Aspetti economici, civilistici e contabili*. Torino: Giappichelli.
- Zanda, G., Lacchini, M., & Onesti, T. (2005). *La valutazione delle aziende*. Torino: Giappichelli.
- Zappa, G. (1943). *Il reddito di impresa. Scritture doppie conti e bilanci di aziende commerciali*. Milano: Giuffrè.
- Zulu M., De Klerk, M., Oberholster, J.G. (2017). *A comparison of the value relevance of interim and annual financial statements*. *South African Journal of Economic and Management Sciences (SAJEMS)* Vol. 20, No. 1.

