

## PREMESSA ED INQUADRAMENTO DEL LAVORO

Parallelamente al processo di standardizzazione dell'informazione economico-finanziaria ed al conseguentemente dibattito sulle ripercussioni – in termini di utilità della comunicazione d'azienda e di efficienza dei mercati – generate dalla regolamentazione contabile, il mondo accademico e le principali autorità di vigilanza dei mercati mobiliari hanno costantemente indagato sul frequente utilizzo da parte delle aziende di indicatori di performance *Non-GAAP* (noti anche con l'espressione “indicatori alternativi di performance” – *APM*), analizzandone la natura e le principali determinanti e misurando, nel contempo, l'impatto esercitato da una simile *disclosure* sulle decisioni prese dalle diverse categorie di *stakeholder*.

Non di rado, infatti, a corredo dell'informativa obbligatoria e dei relativi indicatori periodici di risultato, le aziende presentano volontariamente numerosi parametri – di natura reddituale, patrimoniale e finanziaria – che, apportando significative modifiche ai principali aggregati di bilancio, offrono misure di performance alternative (delle volte persino contrastanti) rispetto ai risultati raggiunti in seguito all'applicazione dei principi contabili di generale accettazione. Attraverso il calcolo di margini intermedi non previsti dagli schemi di bilancio o mediante l'integrazione/sottrazione di componenti di reddito alle singole voci già iscritte nel conto economico dell'esercizio è possibile infatti adattare lo *standard* contabile alle peculiarità aziendali (riconducibili, ad esempio, al modello di business adottato o a contingenze esogene che possono aver provocato il verificarsi di eventi non ricorrenti), al fine di presentare un quadro fedele in merito allo *stock* patrimoniale ed ai flussi reddituali e finanziari.

La produzione di indicatori *Non-GAAP* potrebbe rappresentare, dunque, la risposta ad una esplicita domanda di informazioni economico-finanziarie in grado di ridurre le asimmetrie informative tra i diversi operatori di mercato, sia *ex-ante* (precedenti, cioè, all'effettivo trasferimento di risorse da parte degli *outsider* in azienda) sia *ex-post* (caratterizzanti il rapporto tra *corporate controller* ed azionisti/creditori successivamente all'instaurarsi della relazione). In altri termini, attraverso la divulgazione di indicatori economico-finanziari costruiti *ad hoc* in risposta alle peculiarità degli istituti aziendali ed alle esigenze infor-

mative delle diverse categorie di *capital provider*, gli amministratori possono trasferire – in modo efficace ed efficiente – informazioni private ai mercati, favorendo non solo una più precisa previsione dei flussi di cassa attesi e del rischio associato a ciascun progetto di investimento, ma anche un controllo in itinere circa l'impiego delle risorse trasferite in azienda (*information hypothesis*).

Tuttavia, se – da un lato – la costruzione di indicatori *Non-GAAP* può favorire una rappresentazione della performance periodica più attinente alle specificità aziendali e, pertanto, più vicina alle esigenze conoscitive dei diversi *stakeholder*, – dall'altro lato – l'assoluta discrezionalità di cui il corporate controller può disporre nella determinazione e successiva comunicazione di simili parametri minaccia l'attendibilità e la comparabilità nello spazio e nel tempo dei risultati, offuscando l'utilità dell'informazione trasmessa. Inoltre, non può certo escludersi un intento opportunistico da parte del management nella divulgazione di risultati *Non-GAAP*, la cui costruzione potrebbe rispondere unicamente alla volontà di raggiungere dei risultati predeterminati al solo fine di soddisfare o battere le attese degli operatori di mercato (*benchmark beating*) o le condizioni contrattualmente definite con azionisti (in caso di schemi retributivi basati su dati contabili) e terzi finanziatori (in presenza, ad esempio, di *accounting based covenant* associati ad operazioni di finanziamento) (*opportunistic hypothesis*).

Sebbene l'utilizzo da parte delle aziende di indicatori alternativi di performance ad integrazione dei risultati determinati sulla base dei principi contabili di generale accettazione sia un fenomeno ampiamente diffuso e certamente di non recente manifestazione (si pensi che già nel 1973, con l'emanazione della *Release* n. 142, la S.E.C. sottolineava i rischi legati alla crescente diffusione di parametri *Non-GAAP*), è tuttavia indubbio che la rilevanza del tema analizzato in questa sede ha assunto un significativo peso soprattutto nel corso degli ultimi quindici anni, con un crescente utilizzo di parametri *Non-GAAP* sia dal lato dell'offerta delle informazioni (imprese, database professionali) sia da quello della domanda (analisti finanziari, consulenti manageriali, agenzie di controllo della performance di aziende operanti in settori regolamentati). In particolare, dopo una prima espansione del fenomeno all'inizio del nuovo secolo – con un frequente utilizzo di indicatori *Non-GAAP* soprattutto da parte delle nuove aziende “*dot-com*” – nel corso dell'ultimo quinquennio è stato rilevato un nuovo incremento nell'impiego di indicatori economici-patrimoniali-finanziari alternativi ai dati di bilancio. Tuttavia, al contrario di quanto avvenuto in passato, la nuova diffusione dei parametri *Non-GAAP* si è significativamente estesa oltre i confini delle aziende operanti nel settore tecnologico (mostrando così una maggiore rilevanza rispetto al passato), è stata caratterizzata dalla costruzione di indicatori sempre più specifici rispetto alle singole realtà aziendali (riducendo ul-

teriormente il grado di verificabilità e comparabilità nello spazio e nel tempo dei valori coinvolti) ed è avvenuta in presenza delle nuove direttive divulgate nel frattempo dalle autorità di vigilanza dei mercati (testimoniando, in tal modo, la scarsa efficacia delle strade perseguite sino ad ora dal regolatore).

I timori connessi ad un indebolimento nella comparabilità inter- ed intra-aziendale dei risultati conseguiti e ad un possibile uso opportunistico delle informazioni *Non-GAAP* hanno, dunque, più volte indotto le autorità di vigilanza – nazionali ed internazionali – ad intervenire sulla *disclosure* in oggetto, al fine di mitigare i risvolti negativi sull'efficienza dei mercati e possibili fenomeni di *mispricing*. Innanzitutto la S.E.C. che – a fronte di un crescente utilizzo di parametri *Non-GAAP* nei prospetti di rendicontazione periodica –, ad integrazione e parziale correzione dei regolamenti pubblicati nei primi anni del Duemila, ha emanato nel maggio del 2016 una versione aggiornata del documento *Compliance and Disclosure Interpretations (C&DIs)*, indicando le linee guida per una chiara e trasparente comunicazione di indicatori di performance alternativi alle indicazioni dei principi contabili nazionali. Quindi, le agenzie europee (E.S.M.A.) ed internazionali (I.O.S.C.O.) che, rispettivamente, nel mese di ottobre del 2015 e giugno del 2016 hanno divulgato i loro orientamenti in tema di *disclosure* sugli indicatori alternativi di performance.

Non solo le autorità di vigilanza dei mercati mobiliari, ma anche i principali *standard setter* hanno recentemente manifestato la volontà di regolamentare le informazioni sugli indicatori alternativi di performance. Dalla fine del 2016, l'*International Accounting Standard Board (IASB)* ha intrapreso, infatti, un nuovo progetto di ricerca – ancora nelle fasi iniziali – denominato *Disclosure Initiative*. Concentrando l'attenzione prevalentemente sui flussi reddituali d'azienda, lo IASB si è interrogato sulla possibilità di integrare la *Non-GAAP disclosure* e, soprattutto, di proporre un nuovo prospetto di conto economico che, al contrario di quanto previsto sinora, richieda (o permetta) – attraverso la creazione di differenti aree gestionali – di esibire risultati economici parziali, regolamentando così il contenuto di indicatori di performance alternativi (quali l'*EBITDA*, l'*EBIT*, l'*operating profit* o l'*income before non-recurring items*) sinora non sottoposti ad alcuna forma di standardizzazione contabile da parte dell'organismo internazionale. Un analogo progetto (denominato *Financial Performance Reporting*) è stato contestualmente avviato dallo *standard setter* statunitense (FASB).

I numerosi e recenti interventi delle autorità di vigilanza e dei principali organismi contabili testimoniano l'importanza e l'attualità del tema esaminato nel presente lavoro e la necessità, dunque, di approfondire teoricamente ed empiricamente le ragioni e le conseguenze economiche della *disclosure* sugli indicatori *Non-GAAP*.

Pertanto, dopo aver brevemente analizzato – seguendo i consolidati modelli

economici riconducibili al filone dell'*information economics* – il ruolo della comunicazione economico-finanziaria d'azienda in mercati imperfetti ed incompleti e le ragioni che inducono ad una sua regolamentazione (Capitolo 1), il presente lavoro – attraverso una dettagliata analisi delle letterature scientifica – si soffermerà sull'utilizzo degli indicatori di performance *Non-GAAP* da parte delle aziende, esaminandone l'effettivo impatto sulla comparabilità dei bilanci e ripercorrendo le principali evidenze empiriche volte ad investigarne sia la funzione informativa per gli *stakeholder* sia la possibile natura meramente opportunistica (Capitolo 2).

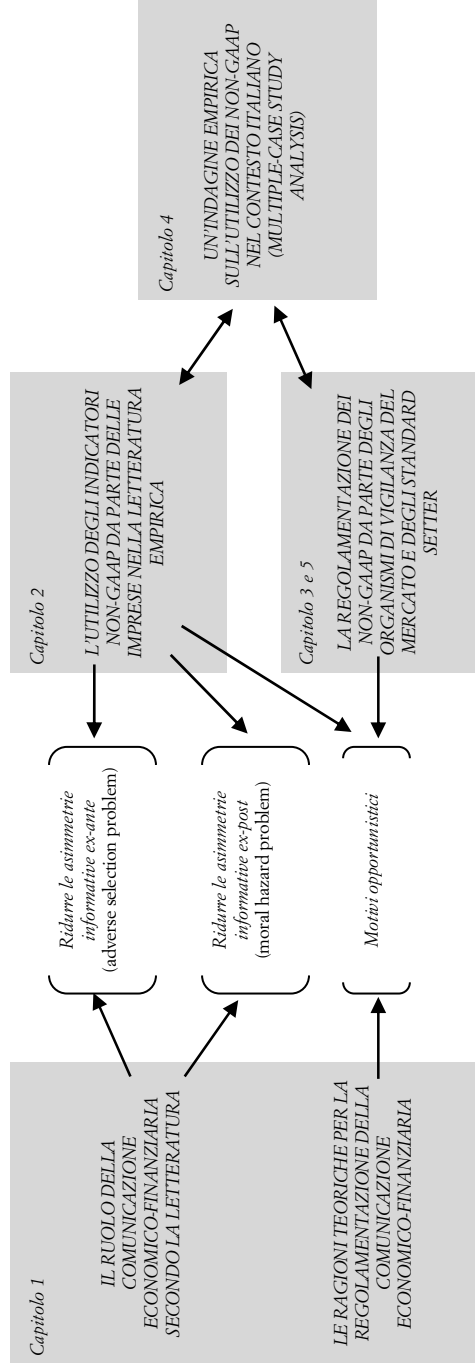
Il Capitolo 3 sarà rivolto, quindi, ad un'analisi degli interventi regolamentativi attuati, nel tempo, dai principali organi di controllo dei mercati nazionali e sovranazionali. Attraverso la lettura delle disposizioni pubblicate nel corso degli ultimi quindici anni, si descriverà la natura dei provvedimenti emanati dalle autorità di vigilanza, comprendendo le ragioni alla base della loro pubblicazione ed il potenziale impatto esercitato sulla qualità della comunicazione d'azienda e, conseguentemente, sull'efficienza dei mercati.

Concentrando, poi, l'attenzione sul contesto italiano – anche alla luce delle disposizioni emanate dagli organi di vigilanza competenti – il Capitolo 4 svilupperà uno studio empirico in merito all'utilizzo di indicatori *Non-GAAP* da parte di alcune aziende quotate presso la borsa valori di Milano. L'analisi dei bilanci – attraverso la metodologia della *multiple-case study analysis* – consentirà di osservare, innanzitutto, la natura delle principali misure di performance alternative divulgate dalle aziende italiane, per individuarne le determinanti e comprendere, quindi, i fattori che inducono i manager ad integrare i dati di bilancio con indicatori *Non-GAAP*. Attraverso un duplice raffronto spaziale e temporale si analizzeranno, in particolare, gli eventuali scostamenti tra le grandezze *Non-GAAP* e quelle determinate secondo i principi contabili di generale accettazione, la presenza nei documenti di bilancio delle informazioni espressamente richieste dalle autorità di vigilanza in merito agli indicatori alternativi di performance (il grado di *compliance*, dunque, con l'attuale regolamentazione) e l'effettiva comparabilità dei valori divulgati.

L'ultima parte del lavoro sarà, infine, dedicata agli attuali progetti di standardizzazione della comunicazione inerente agli indicatori alternativi di performance. Nel Capitolo 5, infatti, si presenteranno alcune riflessioni sulle motivazioni alla base dei recenti interventi da parte dello IASB e del FASB, descrivendo poi i diversi approcci che gli *standard setter* potrebbero adottare per regolamentare la *disclosure* in oggetto.

Si presenta di seguito uno schema di sintesi degli argomenti trattati nelle pagine seguenti, mostrandone la sequenza logica ed i legami teorici.

SINTESI DEI PRINCIPALI CONTENUTI E PIANO DELL'OPERA





## IL RUOLO DELLA COMUNICAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA ED I CONFINI DEL PROCESSO DI STANDARDIZZAZIONE CONTABILE

SOMMARIO: 1.1. La comunicazione d'azienda ed i fenomeni di *adverse selection*: relazioni tra qualità dell'informazione ed efficienza dei mercati. – 1.2. Informazione economico-finanziaria e *moral hazard*: il ruolo degli *accounting based contract*. – 1.3. I limiti dell'informativa volontaria e le ragioni per una regolamentazione della *disclosure*. – 1.3.1. Le teorie della regolamentazione. – 1.3.2. Il processo di standardizzazione contabile: una analisi dei differenti approcci e del loro impatto sulla qualità dei bilanci.

### 1.1. LA COMUNICAZIONE D'AZIENDA ED I FENOMENI DI *ADVERSE SELECTION*: RELAZIONI TRA QUALITÀ DELL'INFORMAZIONE ED EFFICIENZA DEI MERCATI \*

In mercati imperfetti ed incompleti, in cui operano aziende caratterizzate da una netta separazione tra il *corporate controller* e le diverse categorie di *capital provider*<sup>1</sup>, la comunicazione economico-finanziaria d'azienda svolge principalmente il ruolo di colmare le asimmetrie informative esistenti tra i diversi *stakeholder*, garantendo così una migliore allocazione delle risorse<sup>2</sup>. Da un lato,

---

\* Il paragrafo rappresenta una versione ampliata e riveduta della problematica già affrontata dall'Autore nel testo N. MOSCARIELLO-R. VINCIGUERRA, *L'adozione obbligatoria degli IAS/IFRS. L'impatto sui mercati finanziari*, Aracne, 2011.

<sup>1</sup> La figura del *corporate controller* può essere rappresentata dal *management*, in ipotesi di *public company*, o dall'azionista di controllo, in presenza di aziende contraddistinte da una elevata concentrazione nella struttura proprietaria.

<sup>2</sup> In *The Nature of Income Measurement*, The Accounting Review, Vol. 54(1), 38, W.H. BEAVER-J.S. DEMSKI definiscono un mercato completo e perfetto nel seguente modo: “*The market structure is complete in the sense that all consumption goods as well all factors of production are traded in organized markets. And each such market is perfect in the sense that prices are known by all agents, no transactions costs of any form are present, all agents behave as strict price tak-*

infatti, una periodica *disclosure* sui risultati conseguiti permette il realizzarsi di una più attendibile previsione circa l'ammontare, i tempi di realizzo ed il grado di incertezza dei flussi di cassa associabili a differenti programmi di investimento. Una più attenta stima del valore intrinseco dei differenti progetti sarà, quindi, elaborata per consentire una scelta consapevole dei possibili progetti da effettuare (*decision usefulness approach*). Dall'altro lato, l'implementazione di sviluppati sistemi contabili costringe gli amministratori delle aziende ad una costante rendicontazione circa le operazioni di gestione da loro poste in essere nel corso di un esercizio, favorendo un più efficiente processo di contrattazione tra le diverse categorie di *stakeholder* (*stewardship approach*)<sup>3</sup>.

Per quanto riguarda la prima delle due finalità sopra menzionate – riferita al contributo offerto dalla comunicazione d'azienda nel dirigere le risorse verso progetti efficienti – è agevole ricondurre il ruolo svolto dalla *financial disclosure* alle diverse attività di *signalling* che l'agente, secondo il noto modello di Akerlof<sup>4</sup>, è incentivato a realizzare per alleviare i problemi legati all'opportunità pre-contrattuale e ridurre, così, i costi associati al conseguente fenomeno della “selezione avversa”.

Assumendo, infatti, un comportamento razionale da parte degli investitori, pare immediatamente condivisibile l'ipotesi che i fattori influenzanti l'allocazione dei capitali tra progetti produttivi alternativi siano il valore atteso dei flussi di cassa associabili ad ognuno di essi (rapportati, evidentemente, all'investi-

---

*ers, and the transaction technology is convex*”. In tali condizioni, la sommatoria tra i prezzi di mercato delle risorse e delle obbligazioni di pertinenza del patrimonio di una azienda risulterebbe senz'altro equivalente al valore attuale dei flussi di cassa netti realizzabili in futuro dalla medesima azienda, rendendo, così, del tutto superflua per le scelte degli investitori la periodica misurazione dei risultati economico-finanziari. Pertanto, è in presenza di mercati imperfetti ed incompleti che emerge la valenza informativa dei conti periodici di stato patrimoniale e di conto economico e, conseguentemente, l'importanza di un modello contabile che permetta un attendibile apprezzamento degli equilibri patrimoniali, economici e finanziari d'azienda. Il riferimento teorico è chiaramente rivolto al filone di ricerca dell'*information economics*, in cui le parti coinvolte nel processo di produzione, divulgazione ed elaborazione delle informazioni perseguono razionalmente i propri interessi in condizioni di asimmetria informativa. Per un approfondimento sul tema, si leggano anche: W.H. BEAVER, *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, Prentice-Hall International Inc., 1981; V. SCOPPA-A. NICITA, *Economia dei Contratti*, Carocci Editore, 2005; J.A. CHRISTENSEN-J.S. DEMSKI, *Accounting Theory: An Information Content Perspective*, McGraw-Hill Irwin, 2003; W.R. SCOTT, *Financial Accounting Theory*, Pearson Prentice Hall, 2007.

<sup>3</sup> Sulla duplice funzione assegnata all'informazione economica finanziaria (*decision usefulness approach* e *stewardship approach*): A. BEYER-D.A. COHEN-Z.T. LYS-B.R. WALTER, *The Financial Reporting Environment: Review of the Recent Literature*, Journal of Accounting and Economics, Vol. 50, 2010, 296-343.

<sup>4</sup> G.A. AKERLOF, *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanisms*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84(3), 1970, 488-500.



mento iniziale al fine di determinarne il rendimento) e la volatilità degli stessi (rischio)<sup>5</sup>. Tanto la prima quanto la seconda delle variabili sopra menzionate dipendono, ovviamente, dalla probabilità assegnata al verificarsi di differenti stati del mondo. Tuttavia, in assenza – o in caso di carenza – di informazioni specifiche e aggiornate in merito all’effettiva qualità dei differenti progetti produttivi, i *capital provider* potranno basare le loro strategie unicamente sulle poco accurate probabilità apriori riguardanti l’esito dei loro investimenti<sup>6</sup>. Ciò rischia di condurre ad un parziale livellamento nella stima dei parametri di rischio/rendimento associabili a ciascuna attività di impresa, con una conseguente sovrastima dei progetti di peggiore qualità ed una inevitabile sottostima delle iniziative economiche che, invece, avrebbero maggiormente soddisfatto le personali funzioni di utilità. La selezione imposta dagli eventi appena descritti a favore dei progetti meno redditizi (*adverse selection*) ridurrebbe le opportunità di scambio, influenzando negativamente il grado di liquidità e l’efficienza dei mercati<sup>7</sup>.

Le circostanze appena descritte, allora, indurranno gli amministratori delle imprese caratterizzate da un rapporto rendimento/rischio più elevato a “segnalare” ai mercati la maggiore qualità dei loro progetti produttivi. In tal modo, gli investitori potranno elaborare le informazioni ottenute per affinare – attraverso un processo di natura bayesiana – le stime prima effettuate e giungere, così, alla

---

<sup>5</sup> Sebbene le variabili rendimento e rischio non rappresentino gli unici fattori influenzanti le scelte di investimento degli operatori di mercato, generalmente l’utilità degli investitori viene modellizzata attraverso la nota *funzione media-varianza*. L’utilità percepita dall’investitore *i* in seguito al realizzarsi di un investimento *a* risulterà una funzione diretta del valore atteso del tasso di rendimento  $x_a$  del medesimo investimento e sarà contraddistinta da una relazione inversa rispetto alla volatilità  $\sigma_a^2$  dello stesso:

$$U_i(a) = f_i(x_a, \sigma_a^2).$$

<sup>6</sup> Le probabilità *a-priori* sono così definite perché vengono determinate in assenza di informazioni specifiche in merito alla bontà dei progetti produttivi intrapresi. La stima di tali probabilità potrebbe, ad esempio, basarsi sui risultati conseguiti in passato e su altre informazioni pubbliche disponibili sulla attività di impresa.

<sup>7</sup> “The information or ‘lemons’ problem arises from information differences and conflicting incentives between entrepreneurs and savers. It can potentially lead to a breakdown in the functioning of the capital market [...] For example, consider a situation where half the business ideas are ‘good’ and the other half are ‘bad’. Both investors and entrepreneurs are rational and value investments conditional on their own information. If investors cannot distinguish between the two types of business ideas, entrepreneurs with ‘bad’ ideas will try to claim that their ideas are as valuable as the ‘good’ ideas. Realizing this possibility, investors will value both good and bad ideas at an average level. Therefore, if the lemons problem is not fully resolved, the capital market will rationally undervalue some good ideas and overvalue some bad ideas relative to the information available to entrepreneurs”. P.M. HEALY-K.G. PALEPU, *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature*, Journal of Accounting and Economics, 31, 2001, 405-440.

determinazione di probabilità a posteriori indispensabili per una allocazione più efficiente delle risorse<sup>8</sup>.

Naturalmente, affinché il processo di segnalazione da parte dell'agente risulti al contempo efficace ed efficiente è necessario che l'informazione trasmessa sia effettivamente utile per la determinazione delle probabilità a posteriori (presenti, cioè, un *information content* incrementale rispetto alle informazioni già in possesso degli investitori) e – pur imponendo dei costi per la sua produzione, divulgazione ed elaborazione – garantisca dei benefici netti positivi in termini di maggiore liquidità dei mercati e minori rendimenti pretesi per il trasferimento dei capitali (sia, dunque, caratterizzato da una *information value*)<sup>9</sup>. La capacità predittiva dell'informazione, la sua tempestività, il grado di comparabilità rispetto a quella divulgata dalle altre aziende risultano, dunque, caratteristiche fondamentali della comunicazione d'impresa, affinché la stessa, nel rispetto di un adeguato rapporto costi/benefici, sia reputata utile nelle scelte di investimento dei diversi operatori di mercato.

Numerose ricerche empiriche testimoniano l'esistenza di una relazione significativa tra qualità della *disclosure* ed efficienza dei mercati, misurata – que-

<sup>8</sup> Le probabilità *a-posteriori* risultano, infatti, condizionate dalla *financial disclosure* trasmessa dagli amministratori al fine di “segnalare” la maggiore qualità dei progetti intrapresi. In altri termini, l'investitore non si limiterà più a determinare la probabilità *a-priori* che il progetto risulti di buona qualità, ma calcolerà la probabilità *a-posteriori* che il progetto risulti di buona qualità condizionatamente alla divulgazione di informazioni finanziarie tempestive che confermino una simile ipotesi:

$$P(H / GN) = \frac{P(H) * P(GN / H)}{P(H) * P(GN / H) + P(L) * P(GN / L)}$$

Dove:

P(H/GN): probabilità *a-posteriori* che l'azienda consegua buoni risultati (H) condizionatamente alla divulgazione di buone notizie (GN);

P(H): probabilità *a-priori* che l'azienda consegua buoni risultati;

P(GN/H): probabilità che l'azienda divulghi buone notizie in prospettiva della realizzazione di buoni risultati (indicatore riguardante la qualità della *disclosure* trasmessa);

P(L): probabilità *a-priori* che l'azienda consegua cattivi risultati;

P(GN/L): probabilità che l'azienda divulghi cattive notizie in prospettiva della realizzazione di cattivi risultati.

Naturalmente, la qualità dell'informazione di bilancio è catturata dalla probabilità condizionale P(GN/H). Maggiore sarà il valore della probabilità in questione, minore sarà il rischio che i flussi futuri di cassa non rispecchino i redditi rilevati nel corso degli esercizi e, quindi, maggiore sarà la qualità degli *earnings*.

<sup>9</sup> I costi associati all'attività di *signalling* rappresentano non solo una naturale conseguenza del processo di produzione, divulgazione ed elaborazione delle informazioni economico-finanziarie, ma anche un requisito fondamentale connesso alla suddetta attività. Difatti, solo gli amministratori delle aziende di migliore qualità saranno disposti a sostenere gli oneri dell'informazione, distinguendosi, così, dai concorrenti caratterizzati da un più basso tasso di redditività. Sul punto, si veda S. BERETTA (a cura di), *No News Bad News*, SDA Bocconi, Egea, Milano, 2006.

st'ultima – in termini di riduzione del rischio percepito dagli investitori, abbattimento dei costi di transazione e delle asimmetrie informative e, in ultima analisi, di riduzione del costo del capitale sostenuto dalle aziende<sup>10</sup>.

Importanti risultati, ad esempio, mostrano una associazione inversa tra qualità della *disclosure* e volatilità dei titoli, registrando una riduzione sia della deviazione standard dei rendimenti delle azioni (indicatore volto a catturare il “rischio totale” di impresa) sia dell'indice “*Beta*” (dato statistico in grado di isolare la porzione di rischio d'azienda non diversificabile) al crescere dell'informazione trasmessa ai mercati<sup>11</sup>. Analogamente, numerose ricerche hanno evidenziato una forte relazione tra la qualità delle informazioni economico-finanziarie periodicamente divulgate dalle aziende e grandezze di mercato quali il *bid-ask spread* ed il *share turnover*<sup>12</sup>. La letteratura scientifica, dunque, conferma – attraverso tali studi – una relazione inversa tra *disclosure*, asimmetrie informative e costi di transazione<sup>13</sup>. Infine, non mancano lavori accademici tesi a dimostrare una diretta influenza esercitata dalla qualità/quantità dell'informazione di bilancio sul costo del capitale<sup>14</sup>. Il rischio di stima collegato ad un'informazione det-

---

<sup>10</sup> Per una approfondita *review* della letteratura sul tema si legga, tra gli altri: C.A. BOTOSAN, *Disclosure and the Cost of Capital: what do we know?*, Accounting and Business Research, 36(1), International Accounting Policy Forum, 2006, 31-40.

<sup>11</sup> Ci riferiamo, in particolare, ai lavori di D. DHALIWAL-B. SPICER-D. VICKREY, *The quality of disclosure and the cost of capital*, Journal of Business Finance & Accounting, 6(2), 1979, 245-266; B. PRODHAN-M. HARRIS, *Systematic risk and the discretionary disclosure of geographical segments: an empirical investigation of US multinationals*, Journal of Business Finance and Accounting, 16(4), 1989, 467-492. Entrambi gli articoli citati si concentrano sull'impatto di una più dettagliata *segment disclosure* sulle diverse misure di rischio.

<sup>12</sup> Il *bid-ask spread* viene spesso misurato rapportando la differenza tra prezzo *ask* (prezzo lettera, rappresentato dal prezzo al quale il *dealer* sarebbe disposto a vendere uno strumento finanziario) e prezzo *bid* (prezzo denaro, rappresentato dal prezzo al quale il *dealer* sarebbe disposto ad acquistare uno strumento finanziario) al valore medio tra prezzo *bid* e prezzo *ask*, ottenendo così il *percentage bid-ask spread*. Il *share turnover*, invece, è determinato dal rapporto tra volume di scambio (*trading volume*) e numero di azioni effettivamente in circolazione (*shares outstanding*).

<sup>13</sup> Si leggano: M. GREENSTEIN-H. SAMI, *The impact of the SEC's segment disclosure requirement on bid-ask spreads*, The Accounting Review, 69, 1994, 179-199; M. WELKER, *Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets*, Contemporary Accounting Research, 12, 1995, 801-827; P. HEALY-A. HUTTON-K. PALEPU, *Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure*, Contemporary Accounting Research, 16, 1999, 485-520; C. LEUZ-R. VERRECCHIA, *The economic consequences of increased disclosure*, The Journal of Accounting Research, 38, 2000, 91-124; E. MOHD, *Accounting for software development costs and information asymmetry*, The Accounting Review, 80(4), 2005, 211-231.

<sup>14</sup> C. BOTOSAN, *Disclosure level and the cost of equity capital*, The Accounting Review, 72, 1997, 323-349; A. RICHARDSON-M. WELKER, *Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital*, Accounting, Organizations and Society, 26, 2001, 597-616; L. HAIL, *The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms*, The European Ac-

tagliata e di qualità rappresenta, pertanto, un'importante porzione del rischio non diversificabile di impresa e, in quanto tale, influenza sia direttamente sia indirettamente il livello minimo dei rendimenti richiesti dai *capital provider*, contribuendo, in ultima analisi, ad un incremento del valore d'azienda<sup>15</sup>.

La qualità della *disclosure* influenza chiaramente anche le condizioni stabilite in occasione di finanziamenti provenienti da terzi creditori. Una relazione inversa tra qualità della comunicazione economico-finanziaria e costo del debito è stata, infatti, ampiamente documentata in letteratura, soprattutto in ipotesi di raccolta pubblica delle risorse. Analogamente, la qualità della *disclosure* sembra essere un fattore determinante nella definizione del *credit rating* e nella determinazione di altre condizioni di natura non monetaria relative all'operazione (quali, ad esempio, la *maturity* del debito o la richiesta o meno di *collateral* accanto alle risorse trasferite)<sup>16</sup>. Tuttavia, mentre la rilevanza (esprimibile in termini di capacità predittiva e tempestività) e la comparabilità risultano condizioni indispensabili affinché l'informazione possa effettivamente guidare le scelte di investimento degli azionisti, le caratteristiche della attendibilità, della verificabilità e della prudenza si adattano maggiormente alle esigenze conoscitive dei conferenti di capitale a titolo di prestito<sup>17</sup>. Considerata, infatti, la forma asim-

---

counting Review, 11(4), 2002, 741-773; C. Botosan-M. Plumlee, *A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital*, Journal of Accounting Research, 40, 2002, 21-40.

<sup>15</sup>R. LAMBERT-C. LEUZ-R.E. VERRECCHIA, *Accounting information, disclosure and the cost of capital*, Journal of Accounting Research, 45(2), 2007, 385-420, dimostrano analiticamente una doppia relazione tra *disclosure* e costo del capitale: "Accounting information influences a firm's cost of capital in two ways: 1) direct effects – where higher quality accounting information does not affect cash flows per se, but affects the market participants' assessments of the distribution of future cash flows; and 2) indirect effects – where higher quality accounting information affects a firm's real decisions, which influences its expected value and covariances of firm cash flows. In the first category, we show (not surprisingly) that higher quality information reduces the assessed variance of a firm's cash flows. Analogous to the spirit of the CAPM, however, we show this effect is diversifiable in a 'large economy' [...] More surprisingly, we demonstrate that an increase in the quality of a firm's disclosure about its own future cash flows has a direct effect on the assessed covariances with other firms' cash flows."

<sup>16</sup>Si leggano al riguardo: J.S. WU-I.X. ZHANG, *The adoption of internationally recognized accounting standards: implications for the credit markets*, Journal of Accounting, Auditing & Finance, 29(2), 2014; A. FLOROU-U. KOSI, *Does mandatory IFRS adoption facilitate debt financing?*, Review of Accounting Studies, 20(4), 2015; A. FLOROU-U. KOSI-P.F. POPE, *Are International Accounting Standards more credit relevant than domestic standards?* Accounting and Business Research, 47(1), 2017; J. FRANCIS-R. LAFOND-P. OLSSON-K. SCHIPPER, *The market pricing of accruals quality*, Journal of accounting and economics, 39(2), 2005, 295-327; S.T. BHARATH-J. SUNDER-S. SUNDER, *Accounting quality and debt contracting*, Accounting review, 83(1), 2008, 1-28.

<sup>17</sup>Sembra esserci, dunque, una relazione inversa tra le due finalità sinora esposte: una comunicazione d'azienda che intenda principalmente ridurre le incertezze affrontate dagli investitori nell'allocazione delle risorse può raggiungere un simile scopo soltanto se considera come secondario l'obiettivo

metrica che contraddistingue la funzione di utilità del creditore – sensibile in maniera particolare al rischio di *default*, ma non influenzata dal conseguimento di rendimenti più elevati rispetto alle attese –<sup>18</sup>, non stupisce l'esistenza di una relazione inversa (diretta) tra grado di *conservatism* dell'informazione (con l'immediata iscrizione delle perdite ed una più lenta rilevazione dei profitti) e costo del capitale (*crediti rating*)<sup>19</sup>.

Le evidenze empiriche, dunque, supportano il quadro teorico prima delineato e confermano il ruolo determinante svolto dalla comunicazione economico-finanziaria d'azienda nel segnalare i progetti produttivi più profittevoli per una allocazione più efficiente delle risorse, sia di natura *equity* sia riconducibili ad operazioni di prestito. Il *corporate controller* è contraddistinto, quindi, da un forte incentivo a rivelare volontariamente le condizioni di equilibrio d'azienda; una piena *disclosure* permetterà, infatti, alle aziende più solide di beneficiare di un costo del capitale più basso e di realizzare rendimenti netti adeguati al profilo di rischio degli investimenti intrapresi<sup>20</sup>.

---

di una puntuale rendicontazione rivolta alle diverse categorie di stakeholder. Di fatto, la condizione di *trade-off* tra *decision-usefulness* e *stewardship approach* è stata dimostrata in letterature sia attraverso lo sviluppo di modelli analitici sia mediante l'osservazione di evidenze empiriche. A tal riguardo, si leggano: J. GASSEN, *Are Stewardship and Valuation Usefulness Compatible or Alternative Objectives of Financial Accounting?*, Working Paper, 2008; R. GOX-A. WAGENHOFER, *Optimal Impairment Rules*, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 48(1), 2009, 2-16; N. LI, *Negotiated Measurement Rules in Debt Contracts*, *Journal of Accounting Research*, Vol. 48(5), 2010, 1103-1144.

<sup>18</sup>“*Investors in the firm's debt have an asymmetric payoff with respect to net assets. When, at maturity of the loan, the firm's net assets are above the face value of the debt, debt-holders do not receive any additional compensation, regardless of how high net assets may be. When the managers of the firm cannot produce enough net assets at maturity (or earlier) to cover the promised payments to the debt-holders, limited liability causes debt-holders to receive below the contracted sum, in particular the net assets of the firm. Consequently, debt-holders are concerned with the lower ends of the earnings and net asset distributions.*” R. Watts, *Conservatism in accounting. Part I: Explanations and implications*, *Accounting Horizons* 17, 2003, 207-221.

<sup>19</sup> Evidenze empiriche in tal senso sono state raccolte da A.S. AHMED-B.K. BILLINGS-R.M. MORTON-M. STANFORD-HARRIS, *The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs*, *The Accounting Review* 77, 2002, 867-890; J. ZHANG, *The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to lenders and borrowers*, *Journal of Accounting and Economics*, 45, 2008, 27-54.

<sup>20</sup> Non a caso, la letteratura testimonia in modo inequivocabile un incremento della *disclosure* volontariamente trasmessa dalle aziende in previsione di operazioni di raccolta dei capitali. Evidenze in tal senso sono ravvisabili in: F. CHOI, *Financial disclosure and entry to the European capital market*, *Journal of Accounting Research*, 75, 1973, 159-175; R. FRANKEL-M. MCNICHOLS-P. WILSON, *Discretionary disclosure and external financing*, *The Accounting Review*, 70, 1995, 135-150; P. HEALY-A. HUTTON-K. PALEPU, *Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure*, *Contemporary Accounting Research*, 16, 1999, 485-520; M. LANG-R. LUNDHOLM, *Voluntary disclosure and equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock?*, *Contemporary Accounting Research*, 2000, 17, 623-662.

In tale ottica, un volontario utilizzo di indicatori *Non-GAAP* – cioè, di metriche di performance alternative rispetto ai risultati determinati sulla base dei principi contabili di generale accettazione (*GAAP*)<sup>21</sup> – potrebbe rappresentare uno strumento estremamente efficace per consentire al *corporate controller* di adattare i valori divulgati alle specificità aziendali, al fine ridurre le asimmetrie informative e segnalare così la maggiore capacità dell'azienda di produrre flussi di reddito e cassa sostenibili nel tempo<sup>22</sup>. Come si avrà modo di approfondire nelle pagine successive, modelli teorici e ricerche empiriche supportano tale previsione, riscontrando – tuttavia – anche evidenze contrarie che inducono ad una attenta riflessione sul tema ed agli approfondimenti che saranno ad esso dedicati nei capitoli successivi del presente lavoro.

## 1.2. INFORMAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA E *MORAL HAZARD*: IL RUOLO DEGLI *ACCOUNTING BASED CONTRACT*

Come anticipato in precedenza, oltre a rappresentare una necessaria risposta al rischio di comportamenti opportunistici pre-contrattuali ed al conseguente fenomeno della “selezione avversa”, la divulgazione di informazioni sugli equilibri economico-finanziari d'azienda svolge anche un ruolo fondamentale nel mitigare la possibilità di un opportunismo post-contrattuale (*moral hazard*) posto in essere dall'agente (*corporate controller*) una volta ricevute le risorse da parte del principale (*capital provider*). In tal caso, gli investitori, nel definire le probabilità aposteriori circa i futuri “stati del mondo”, prendono in considerazione anche l'ipotesi che il *corporate controller* (manager o azionista di maggioranza) – in quanto attore razionale volto a massimizzare la propria utilità – anteponga i propri interessi a quelli dell'organizzazione che è chiamato a gestire<sup>23</sup>.

---

<sup>21</sup> Per un approfondimento del concetto di indicatore *Non-GAAP* si rinvia al prossimo capitolo. Al momento, si interpreti lo stesso come indicatore di performance alternativo ottenuto attraverso: a) il calcolo di margini intermedi non previsti dagli schemi di bilancio (ad esempio, la posizione finanziaria netta, l'EBIT o il *operating free cash flow*); b) l'apporto di modifiche nel processo di determinazione di grandezze *GAAP* attraverso l'integrazione o la sottrazione di componenti non incluse o già contenute in esse (determinando, così, grandezze quali l'*adjusted EPS*, *adjusted EBIT* o il reddito netto depurato dai *non-recurring items*).

<sup>22</sup> “*Non-GAAP financial measures, such as Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA), Distributable Cash, and Free Cash Flow, are widely used by both management and investors. They provide management and users with additional analytical insight into an entity's performance and financial condition, expanding on the information provided by GAAP financial statements*” CHARTERED ACCOUNTANTS OF CANADA, *Improved communication with Non-GAAP financial measures*, 2008.

<sup>23</sup> M. JENSEN-W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976, 305-360.

La consapevolezza circa la possibilità di un comportamento non cooperativo da parte dell'agente potrebbe condurre, analogamente a quanto visto in precedenza, a situazioni di equilibrio sub-ottimali: la probabilità che il *corporate controller* possa utilizzare impropriamente le risorse trasferite dal *capital provider* spinge quest'ultimo a "scontare" *ex-ante* il rischio di un comportamento opportunistico intrapreso dall'agente – pretendendo una remunerazione più elevata sul capitale concesso o razionando le risorse effettivamente investite –, trasferendo così il relativo costo di agenzia alle aziende di migliore qualità<sup>24</sup>.

Per un efficiente funzionamento dei mercati, appare indispensabile, dunque, la progettazione di un sistema di controllo che permetta di mitigare il rischio di scelte opportunistiche da parte del *corporate controller*, deviando in tal modo le risorse verso progetti di investimento di migliore qualità. A tal fine, risultando eccessivamente costoso e, per molti versi, tecnicamente impraticabile lo sviluppo di un sistema di monitoraggio che abbia ad oggetto la diretta osservazione del comportamento del *corporate controller*<sup>25</sup>, le diverse categorie di *capital provider* (azionisti e creditori) possono impiegare i risultati economico-finanziari (connessi, almeno in parte, alle azioni condotte dagli amministratori) per redigere contratti volti a disciplinare i rapporti tra i diversi agenti economici (*accounting-based contract*), favorendo così un allineamento degli interessi tra agente e principale per una più efficiente allocazione delle risorse.

In tal senso, politiche retributive che leghino il livello dei compensi degli amministratori al raggiungimento di determinati risultati economico-finanziari, oppure l'introduzione di condizioni contrattuali che, al peggiorare degli indici di liquidità/solvibilità dell'azienda debitrice, consentano al creditore di modificare o annullare i termini di operazioni di prestito ancora in essere (*debt covenant*) rappresentano sistemi comunemente utilizzati per risolvere potenziali situazioni di conflitto tra agente e principale ed accrescere, così, il benessere collettivo<sup>26</sup>.

---

<sup>24</sup>La situazione *sub-ottimale* prima descritta coincide con il noto *equilibrio Nash*, in cui l'assenza di cooperazione tra gli attori coinvolti porta ciascuno di essi a selezionare una strategia che non consente di raggiungere una condizione di *ottimo paretiano*.

<sup>25</sup>"If the owner could costlessly observe the manager's chosen act, this would solve the problem [...] A contract where direct monitoring is possible is called first-best [...] Unfortunately, the first-best contract is frequently unattainable. This would seem to be the case in an owner-manager contract, because it is unlikely that the owner could monitor the agent's effort in a managerial setting. The nature of managerial effort is so complex that it would be effectively impossible for a remote owner to establish whether the manager was in fact 'working hard'." W.R. SCOTT, *Financial Accounting Theory*, Seventh Edition, Pearson, Toronto.

<sup>26</sup>Per un approfondimento, si leggano S. C. ARMSTRONG-W. R. GUAY-J. P. WEBER, *The Role of Financial Reporting Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting*, *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 179-234; F. GJESDAL, *Accounting for Stewardship*, *Journal of Accounting Re-*

In merito al ruolo svolto dagli *accounting based contract* nell'allineare gli interessi del *corporate controller* con quelli degli *outside shareholder* – parimenti a quanto osservato precedentemente circa l'importanza assunta dalla comunicazione economico-finanziaria nel guidare *ex-ante* le scelte di investimento intraprese dagli operatori di mercato –, la letteratura scientifica ha ampiamente approfondito il tema riguardante la funzione contrattuale dei dati di bilancio, analizzando tanto l'esistenza di una relazione esplicita (cioè, formalmente contrattualizzata) tra *performance* contabile e compensi corrisposti ai manager, quanto un possibile legame implicito tra le due grandezze appena menzionate<sup>27</sup>.

Un primo filone di ricerca ha, infatti, innanzitutto analizzato l'effettivo utilizzo dei valori contabili nella progettazione degli schemi retributivi proposti per gli amministratori, evidenziando – indipendentemente dal settore analizzato, dall'area geografica osservata e dal periodo temporale esaminato – un diffuso impiego dei dati di bilancio per la definizione dei piani di remunerazione ed una significativa elasticità dei compensi corrisposti rispetto ai risultati di bilancio<sup>28</sup>. Altri studi, invece, prescindendo dall'esistenza di formali contratti di remunerazione basati su dati contabili, hanno testimoniato una forte relazione tra remunerazione corrisposta e *performance* conseguita (*pay-to-performance sensitivity*),

---

search, Vol. 19, 1981, 208-231; P.M. HEALY, *The Impact of Bonus Schemes on the Selection of Accounting Principles*, Journal of Accounting and Economics, Vol. 7(1-3), 1985, 85-107; R.W. LEFTWICH, *Accounting Information in Private Markets: Evidence From Private Lending Agreements*, The Accounting Review, Vol. 58(1), 1983, 23-42; P. OMROD-K.C. CLEAVER, *Financial Reporting and Corporate Accountability*, Accounting and Business Research, Vol. 23, 1993, 431-439; R.L. WATTS-J.L. ZIMMERMAN, *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1986.

<sup>27</sup> “In the explicit approach, the researcher has detailed information on actual performance measures used and potentially other contract terms. In the implicit contract approach, the researcher does not know the details of actual contracts and has no data on the actual performance measures used in the contract. Instead, a set of performance measures is chosen by the researcher, and the contract to be studied is estimated by regressing a compensation variable on the posited measures” R.M. BUSHMAN-A.J. SMITH, *Financial Accounting Information and Corporate Governance*, Journal of Accounting and Economics, 32, 2001, 237-333. Una dettagliata review della letteratura sul tema è sviluppata anche in R.A. LAMBERT, *Contracting Theory and Accounting*, Journal of Accounting and Economics, 32, 2001, 3-87.

<sup>28</sup> K.J. MURPHY, *Executive compensation*. In: A. ORLEY-C. DAVID (a cura di), *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3. North-Holland, Amsterdam, 1999, ad esempio, documenta un vasto utilizzo di dati contabili nella definizione dei piani annuali di *bonus*, rilevando un esplicito utilizzo di almeno un indicatore di *performance* di bilancio nella progettazione degli schemi retributivi per 161 aziende statunitensi su un campione di 177 unità (91%). Una porzione ancora più alta – pari quasi all'unità (312 aziende delle 317 esaminate) – in merito all'utilizzo esplicito di valori di bilancio nella redazione di contratti di retribuzione è osservata da C. ITTNER-D. LARCKER-M. RAJAN, *The choice of performance measures in annual bonus contracts*, The Accounting Review, 72, 1997, 231-255. Gli autori, inoltre, stimano l'effettivo peso esercitato dai risultati contabili sull'entità dei *bonus* annuali, giungendo ad un valore medio pari all'86.6% dei valori corrisposti.



confermando così un impiego implicito della comunicazione economico-finanziaria d'azienda nella definizione dei contratti di remunerazione<sup>29</sup>.

Importanti evidenze empiriche sono state, poi, raccolte dalla letteratura anche in merito all'utilizzo dei dati di bilancio per un controllo *in itinere*, da parte dei finanziatori, delle scelte di investimento intraprese dal *corporate controller* e delle conseguenze esercitate da queste ultime sul grado di solvibilità dell'azienda. In tal senso, un ruolo fondamentale è sicuramente assolto dai vincoli contrattuali posti dagli *accounting based covenant*, la cui presenza si mostra efficace nel mitigare i potenziali conflitti tra prestatori e prenditori di denaro, a diretto vantaggio tanto dei primi (con la possibilità di rinegoziare tempestivamente le condizioni contrattuali ed incrementare, così, la probabilità di un effettivo recupero delle somme trasferite e degli interessi pattuiti) quanto dei secondi (attraverso una significativa riduzione del costo del denaro)<sup>30</sup>.

Naturalmente, in maniera analoga a quanto detto in merito al ruolo dell'informazione in un'ottica *decision usefulness*, la *disclosure* divulgata dalle aziende potrà adempiere i compiti ad essa assegnati secondo la *stewardship approach* solo se dotata delle qualità essenziali per divenire oggetto di contratti stipulati tra parti con interessi divergenti. Ancora una volta, dunque, i dati di bilancio impiegati per fini contrattuali assumeranno una natura differente a seconda che le parti in causa siano rappresentati dagli amministratori (in ipotesi di contratti di remunerazione) o dai creditori (in ipotesi di contratti di prestito). In particolare, un maggior grado di *conservatism* dovrà contraddistinguere – rispetto ai dati utilizzati negli schemi retributivi – i valori impiegati per la redazione degli *accounting based covenant*, al fine di accrescere l'efficacia del sistema di monitoraggio impiegato per allineare gli interessi degli amministratori con quelli dei creditori ed abbattere i costi di agenzia connessi a fenomeni di *moral hazard*<sup>31</sup>.

---

<sup>29</sup> M. JENSEN-K. MURPHY, *Performance pay and top management incentives*, Journal of Political Economy 98, 1990, 225-264; R. NATARAJAN, *Stewardship value of earnings components: additional evidence on the determinants of executive compensation*, The Accounting Review 71, 1996, 1-22; R. BUSHMAN-E. ENGEL-J. MILLIRON-A. SMITH, *An empirical investigation of trends in the absolute and relative use of earnings in determining CEO cash compensation*. Working paper, 1998, University of Chicago.

<sup>30</sup> P. HEALY-K. PALEPU, *Effectiveness of accounting-based dividend covenants*, Journal of Accounting and Economics, 12, 1990, 97-133; M. BILLET-T. KING-D. MAYER, *Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants*, Journal of Finance, 62(2), 2007, 697-730.

<sup>31</sup> In letteratura sono stati evidenziati due differenti modifiche apportate ai dati di bilancio per accrescere il grado di *conservatism* e rafforzare la funzione di monitoraggio dei *covenant* costruiti su di essi: *'income escalators'* e *'intangible asset exclusions'*. *"Income escalators reduce the slack in the net worth covenant that would otherwise be provided by positive cumulative income, but typically make no analogous adjustment when cumulative income is negative. The effect of the*

Analogamente a quanto già sottolineato nel paragrafo precedente in merito al possibile ruolo informativo degli indicatori alternativi di performance, gli indicatori di performance *Non-GAAP* possono rappresentare un efficace ed efficiente strumento nella redazione di contratti *accounting based*, riducendo le asimmetrie informative *ex-post* ed i relativi costi di agenzia, a beneficio sia della società emittente sia delle controparti<sup>32</sup>. Nei capitoli successivi, pertanto, si svilupperà una approfondita analisi della letteratura sul ruolo svolto dagli indicatori alternativi di performance nel mitigare i fenomeni di *moral hazard*.

### 1.3. I LIMITI DELL'INFORMATIVA VOLONTARIA E LE RAGIONI PER UNA REGOLAMENTAZIONE DELLA *DISCLOSURE*

L'analisi sin qui proposta, sottolineando i benefici – in termini di maggiore liquidità dei mercati e minore costo del capitale – di cui gli amministratori potrebbero godere grazie ad una maggiore trasparenza sulle condizioni patrimoniali, economico e finanziarie delle imprese da loro gestite, ha permesso di evidenziare il fondamentale ruolo svolto dalla comunicazione economico-finanziaria d'azienda nel ridurre i costi associati alle condizioni di asimmetria informativa, ma non permette di giungere ad alcuna conclusione in merito alla necessità di una sua regolamentazione.

Divulgando un chiaro segnale sulla qualità dei progetti produttivi in essere, infatti, le aziende più redditizie potranno distinguersi dai concorrenti meno abili, ottenendo, così, i finanziamenti necessari alla realizzazione dei loro investimenti. Allo stesso modo, una maggiore trasparenza nella comunicazione d'azienda,

---

*income escalator, therefore, is to allow slack to increase by only a fraction of cumulative profits, but to decrease dollar-for-dollar with cumulative losses. Intangible asset exclusions remove intangible assets from the net worth calculation. This exclusion places constraints on a firm's ability to acquire intangible assets using tangible assets or equity (e.g., substituting tangible assets for intangible assets will reduce covenant slack, and acquiring intangible assets by issuing equity will not increase net worth or covenant slack)."* W.R. GUAY, *Conservative financial reporting, debt covenants, and the agency costs of debt*, Journal of Accounting and Economics, 45(2), 2008, 175-180.

<sup>32</sup>“*The importance of non-GAAP financial measures is demonstrated by their use in many contexts beyond financial reporting to investors. Debt covenants may stipulate that an entity shall maintain a defined EBITDA measure in excess of a specific amount (or in a ratio greater than a specific number). Executive compensation plans may incorporate various measures of corporate performance, including measures of EBITDA, to determine levels of compensation. Purchase and sale agreements for a business may stipulate either an initial purchase price or additional contingent consideration based upon an EBITDA measure*”. CHARTERED ACCOUNTANTS OF CANADA, *Improved communication with Non-GAAP financial measures*, 2008.

volta ad un'efficace rendicontazione sull'attività svolta e sui risultati effettivamente conseguiti grazie ad essa, sarà intenzionalmente perseguita dal *corporate controller* ogni qual volta i costi ad essa associati (denominati *costi di assicurazione*) risulteranno inferiori rispetto a quelli altrimenti imposti dagli *outsider* (costi di *monitoraggio*) per fronteggiare possibili comportamenti opportunistici<sup>33</sup>.

Un regime di *voluntary disclosure*, quindi, sembra garantire il raggiungimento di una situazione di equilibrio tra gli interessi confliggenti dei diversi operatori di mercato (siano essi azionisti o creditori), favorendo la massimizzazione delle rispettive funzioni di utilità.

La tesi sopra appena proposta – nota in letteratura con il termine di “*unraveling argument*”<sup>34</sup> – richiede, tuttavia, il verificarsi di ipotesi molto stringenti riguardo la capacità da parte degli *outsider* di valutare – senza sostenere costi eccessivi – la quantità e la qualità dell'informazione trasmessa dai *manager*.

Comportamenti opportunistici pre- e post-contrattuali potrebbero, infatti, essere evitati solo se resi immediatamente evidenti dall'analisi dei bilanci posta in essere dalla generalità dei *capital provider*. Tuttavia, gli oneri connessi al processo di rielaborazione della comunicazione economico-finanziaria e i limiti cognitivi che potrebbero contraddistinguere determinate categorie incluse nella platea eterogenea degli investitori fanno sì che situazioni di asimmetria informativa non siano, in realtà, mai completamente risolte. Ricerche successive hanno dimostrato, poi, come a causa dei costi diretti ed indiretti di produzione dell'informazione (costi connessi alla perdita di competitività ed al rischio di litigiosità tra le diverse parti) e in presenza dell'impossibilità di poter sempre comprendere se una mancata comunicazione dipenda da una volontà di scarsa trasparenza

---

<sup>33</sup> La distinzione tra “costi di assicurazione” e “costi di monitoraggio” richiama, evidentemente, i noti concetti di *bonding costs* e di *monitoring costs* sviluppati in M. JENSEN-W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976, 305-360. Circa l'incentivo avvertito dal *manager* di provvedere volontariamente ad una forma di assicurazione nei confronti dell'azionista/creditore, così si esprimono gli Autori: “*Suppose, for example, that the bondholders (or outside equity holders) would find it worthwhile to produce detailed financial statements [...] as a means of monitoring the manager. If the manager can produce such information at lower costs than they [...] it would pay him to agree in advance to incur the cost of providing such reports and to have their accuracy testified to by an independent outside auditor*”, 351-352.

<sup>34</sup> Al riguardo: S.J. GROSSMAN-O. HART, *Disclosure Laws and Takeover Bids*, Journal of Finance, Vol. 35, 1980, 323-334; S.J. GROSSMAN, *The Informational Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality*, Journal of Law and Economics, Vol. 24, 1981, 461-484; P. MILGROM, *Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications*, Bell Journal of Economics, Vol. 17, 1986, 18-32; P. MILGROM-J. ROBERTS, *Relying on the Information of Interested Parties*, Rand Journal of Economics, Vol. 17, 1986, 18-32.

o, piuttosto, dal non possesso da parte del manager dei dati richiesti dagli *outsider*, una situazione di *full disclosure* può non rappresentare una reale condizione di equilibrio<sup>35</sup>.

Un intervento regolamentativo, dunque, appare necessario per rendere effettivamente pubblica e disponibile ai diversi operatori di mercato la *disclosure* sulle aziende (*level the playing field*) e ridurre, quindi, fenomeni di *adverse selection* o *moral hazard*<sup>36</sup>. Nelle pagine seguenti si analizzeranno, pertanto, le principali teorie di regolamentazione della comunicazione d'azienda e, conseguentemente, i modelli adottabili dagli *standard setter* nella redazione dei principi contabili<sup>37</sup>.

### 1.3.1. *Le teorie della regolamentazione*

Sulla base delle risultanze sinora raggiunte dalla letteratura sviluppata sul tema, le ragioni che spingono verso una regolamentazione delle comunicazione economico-finanziaria d'azienda possono essere sinteticamente rappresentate dalle ipotesi – tra loro almeno parzialmente sovrapponibili – di seguito elencate:

- riduzione dei costi di agenzia e degli oneri connessi all'elaborazione delle informazioni economico-finanziarie;

---

<sup>35</sup> “*The unraveling result identifies conditions under which firms voluntarily disclose all their private information. These conditions include (1) disclosures are costless; (2) investors know that firms have, in fact, private information; (3) all investors interpret the firms’ disclosure in the same way and firms know how investors will interpret that disclosure; (4) managers want to maximize their firms’ share prices; (5) firms can credibly disclose their private information; and (6) firms cannot commit ex-ante to a specific disclosure policy*” A. BEYER-D.A. COHEN-T.Z. LYS-B.R. WALTHER, *The financial reporting environment: Review of the recent literature*, Journal of Accounting and Economics, 50, 2010, 296-343.

Sul punto si leggano anche: R.E. VERRECCHIA, *Discretionary Disclosure*, Journal of Accounting and Economics, Vol. 5, 1983, 179-194; R. DYE, *Disclosure of Nonproprietary Information*, Journal of Accounting Research, Vol. 23, 1985, 123-145; A. WAGENHOFER, *Voluntary Disclosure with a Strategic Opponent*, Journal of Accounting and Economics, Vol. 12, 1990, 341-363; J. SUJIS, *Voluntary Disclosure of Bad News*, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 32(7-8), 2005, 1423-1435.

<sup>36</sup> Al riguardo, si legga: F.D. HODGE-S.J. KENNEDY-L.A. MAINES, *Recognition Versus Disclosure in Financial Statements: Does Search-Facilitating Technology Improve Transparency?*, The Accounting Review, Vol. 79(3), 687-703.

<sup>37</sup> Per un approfondimento sul tema, si leggano: R. DI PIETRA-S. MCLEAY-J. RONEN, *Accounting and Regulation: new insights on governance, markets and institutions*, Springer, New York, 2014; M. SORRENTINO, *La Regolamentazione Contabile. Teorie, costi e benefici*, FrancoAngeli, 2017.

- presenza di esternalità, di natura sia finanziaria sia reale, e fenomeni di *free-riding* connessi alla natura pubblica dell'informazione;
- maggiore efficienza nella disciplina dei rapporti tra differenti *stakeholder* e maggiore efficacia nei processi di *enforcement*.

Benché, come detto in precedenza, le aziende trarrebbero un diretto beneficio da una politica di *full disclosure*, il vantaggio informativo che contraddistingue gli amministratori rispetto gli *outside investor* e l'incapacità di questi ultimi – soprattutto in presenza di investitori poco sofisticati – di comprendere le reali condizioni economico-finanziarie d'azienda potrebbero spingere il *corporate controller* ad utilizzare opportunisticamente la discrezionalità concessa in un ambiente non regolamentato, trasferendo informazioni non veritiere e/o non verificabili o posticipando il momento di divulgazione dei dati al solo fine di raggiungere fini personali. In tal senso, un processo di regolamentazione della *disclosure* riduce la discrezionalità degli amministratori e favorisce un successivo processo di revisione dei dati di bilancio, con un immediato impatto sui costi di agenzia. Inoltre, la standardizzazione contabile abbatte i costi connessi all'elaborazione dell'informazione, introducendo un linguaggio comune immediatamente comprensibile e facilmente comparabile<sup>38</sup>.

Inoltre, la presenza di esternalità (positive o negative) associate alla comunicazione di bilancio può far sì che la quantità di informazioni volontariamente divulgate da una azienda (o da aziende omogenee in quanto, ad esempio, operanti nel medesimo settore o quotate presso lo stesso mercato) non coincida con il livello socialmente desiderabile<sup>39</sup>. È noto, infatti, che la *disclosure* divulgata da una azienda rappresenti un fattore in grado di influenzare – da un lato – le aspettative degli operatori sui risultati raggiungibili non solo dalla *reporting entity*, ma anche da istituti economici ad essa comparabili (*esternalità di natura finanziaria*) e di impattare – dall'altro lato – sulle scelte di investimento reali poste in essere dai principali *competitor* (*esternalità di natura reale*). I benefici connessi alla *disclosure* vanno, dunque, ben oltre i soggetti direttamente coin-

---

<sup>38</sup> “Financial reporting regulation can produce cost savings for the economy by standardizing information and making it easier for users to process. Even if firms are entirely forthcoming in their disclosures, there are several ways to measure performance and compile financial statements. In the absence of standardization, stakeholders – especially lenders and potential equity investors – evaluating and comparing the performance of several firms then face the added cost of making the disclosure of different firms comparable. Thus, regulation that standardizes disclosure and financial statements can benefit market participants” M. MINNIS-N. SHROFF, *Why Regulate Private Firm Financial Reporting?*, Working Paper, 2016. Sul punto, si legga anche L. ZINGALES, *The Future of Securities Regulation*, *Journal of Accounting Research* 47(2), 2009, 391-425.

<sup>39</sup> M.N. DARROUGH-N.M. STOUGHTON, *Financial disclosure policy in an entry game*, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, 1990, 219-243.

volti nel processo di produzione e distribuzione dell'informazione (la *reporting entity* ed i suoi attuali azionisti/creditori). Tuttavia, la natura pubblica del bene "informazione" ed il fenomeno di *free riding* associato alla non escludibilità dal consumo del medesimo bene da parte dei soggetti che non sostengono alcun costo per la sua produzione rendono probabile, in assenza di una regolamentazione, la produzione di un livello di informazione sub-ottimale rispetto a quella necessaria per garantire l'efficienza del mercato<sup>40</sup>.

In aggiunta, pur sostenendo che i contratti redatti privatamente rappresentino uno strumento efficace per mitigare il rischio di comportamenti opportunistici da parte del *corporate controller* e conducano, malgrado la natura pubblica dell'informazione, a livelli ottimali di *disclosure*, non può essere trascurata l'ipotesi che l'imposizione di obblighi informativi riesca a raggiungere il medesimo risultato, riducendo, però, i costi inevitabilmente prodotti dal processo di contrattazione. In particolare, la regolamentazione della *disclosure* può contribuire ad abbattere i costi connessi alla duplicazione dei molteplici contratti che i diversi *stakeholder* sarebbero comunque costretti a redigere con le diverse aziende, pur in presenza di una esigenza informativa costante per ciascuna di esse<sup>41</sup>. Infine, non vi è dubbio che la presenza di una regolamentazione pubblica – rispetto alle tutele offerte dai contratti privati – accresce gli strumenti di deterrenza a disposizione dei *capital provider* per una effettiva e tempestiva divulgazione delle informazioni economico-finanziarie e favorisce, così, un più elevato livello di *enforcement* dei livelli di *disclosure* pattuiti.

La regolamentazione della comunicazione di bilancio appare, dunque, una risposta necessaria sia ai problemi *microeconomici*, riguardanti i rapporti tra gli

---

<sup>40</sup> "L'informazione fornita dall'impresa all'esterno può essere considerata un bene pubblico, ossia un bene che viene fornito, contemporaneamente e nella stessa quantità, ad un insieme eterogeneo di soggetti beneficiari, senza che il suo consumo da parte di un soggetto ne riduca la disponibilità per gli altri e senza che sia possibile escludere dal consumo alcun operatore [...] Tale situazione può comportare un livello di produzione dell'informazione 'sub-ottimale', ossia inferiore rispetto a quella necessaria per garantire l'efficienza del mercato" A. MELIS, *La qualità dell'informazione esterna*, Giuffrè, Milano, 2008.

<sup>41</sup> "Absent financial reporting regulation, managers and stakeholders will likely have to negotiate disclosure requirements. Such negotiation is costly in terms of manager and stakeholder time involved. Financial reporting regulation can produce cost savings for the economy as a whole if it helps reduce duplicative efforts to negotiate disclosure requirements with different stakeholders, especially if the results of such private negotiations are unlikely to vary much" M. MINNIS-N. SHROFF, *Why Regulate Private Firm Financial Reporting?*, Working Paper, 2016.

Quanto detto sopra, potrebbe risultare particolare vero nel caso di operazioni aziendali per le quali gli investitori mostrano avere esigenze informative molto omogenee. Ciò accade, ad esempio, in presenza di operazioni tra parti correlate o in relazione ai contratti di retribuzione dei *manager*. M. MAHONEY, *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems*, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 62, 1995, 1047-1112.

*stakeholder* e le rispettive aziende, sia alle esigenze *macroeconomiche*, inerenti il benessere complessivo della società. Naturalmente, a sua volta, un processo di standardizzazione non è esente da costi e, nella sua naturale imperfezione, rischia di influenzare negativamente le relazioni di scambio, riducendo l'efficacia e l'efficienza delle transazioni. In particolare, soprattutto in presenza di *accounting based contract*, una modifica imposta dal regolatore sull'iscrizione e valutazione dei diversi componenti di reddito e di capitale può mutare le condizioni contrattuali predefinite dalle parti, provocando conseguenze economiche inattese attraverso una distribuzione non equa delle risorse impiegate<sup>42</sup>.

Sarà dunque compito del legislatore o dello *standard setter* valutare le conseguenze economiche (attese o non preventivate) delle loro decisioni ed individuare le strategie di regolamentazione più opportune per la crescita del benessere collettivo.

In merito agli indicatori di performance *Non-GAAP*, è facilmente intuibile – col supporto, tra l'altro, di robuste evidenze empiriche – che l'elevata discrezionalità concessa agli amministratori nella determinazione di tali metriche può indurre il *corporate controller* ad utilizzare opportunisticamente le informazioni in esse contenute, depurando i margini economici da voci descritte come “non usuali” e “non ricorrenti” al solo fine di raggiungere o battere *target* di risultato predefiniti (*cherry picking*)<sup>43</sup>. Inoltre, indipendentemente dalla volontà di pre-

---

<sup>42</sup>“We use the term *economic consequences* to denote any effects of financial reporting on firm values and on the wealth of those who make decisions based on accounting information or are affected by such decisions. We define *economic consequences* to be intended (unintended) if they can (cannot) be reconciled with the [standard setter's] explicitly stated objectives. These objectives emphasize positive capital-market as well as macroeconomic effects resulting from enhanced transparency and cross-country comparability of financial statements. However, they do not explicitly refer to the impact of accounting on contractual relationships. This decision by the regulator arguably owes to the supranational character of the regulatory process which exploits informational externalities across jurisdictions but cannot accommodate other, more country-specific roles of financial statement information. Our distinction between intended and unintended consequences therefore relates to the distinction between the informational and contracting (or stewardship) roles of accounting” U. BRUGGEMANN-J.M. HITZ-T. SELLHORN, *Intended and Unintended Consequences of Mandatory IFRS Adoption: Extant Evidence and Suggestions for Future Research*, *European Accounting Review*, 22(1), 2013.

Per una dettagliata analisi sulle conseguenze economiche del processo di regolamentazione si legga anche: C. LEUZ-P. WYSOCKI, *Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation: A Review and Suggestions of Future Research*, Working Paper, 2008.

<sup>43</sup>“Another way that some companies bias reported aggregate performance is by including transitory gains in core earnings or adjusted operating profit. Yet these companies sometimes exclude transitory losses, resulting in an upward bias and asymmetrical inclusion of gains. Empirical academic evidence shows that companies engage in such ‘cherry picking’ in opportunistic fashion” CFA INSTITUTE, *Investor uses, expectations, and concerns on Non-GAAP financial measures*, 2016.

sentare una condizione economico-patrimoniale fuorviante, l'assenza di una regolamentazione riduce l'effettiva comparabilità – nel tempo e nello spazio – delle informazioni *Non-GAAP*, rendendo anche più costosi i processi di *enforcement* e, in particolare, ogni tentativo di revisione interna ed esterna dei dati<sup>44</sup>.

Tali considerazioni inducono a ritenere necessaria una forma di regolamentazione dell'informazione relativa ad indicatori alternativi di performance, da parte non solo delle autorità di vigilanza dei mercati (attraverso un intervento sulle informazioni integrative da affiancare alla divulgazione dei parametri *Non-GAAP*), ma anche dei principali *standard setter* che, ovviamente, potranno intervenire non solo sulla *Non-GAAP disclosure*, ma anche sui contenuti dei prospetti di conto economico, stato patrimoniale e rendiconto finanziario (i cosiddetti *primary financial statements*).

Nel paragrafo successivo, pertanto, si descriveranno gli approcci generalmente adottati dagli *standard setter* nella regolamentazione dell'informazione di bilancio, facendo solo un breve cenno alla problematica concernente gli indicatori *Non-GAAP*. Nell'ultima parte del lavoro si tornerà, infatti, sull'argomento con una dettagliata descrizione degli attuali progetti intrapresi sul tema dal FASB e dallo IASB.

### 1.3.2. *Il processo di standardizzazione contabile: una analisi dei differenti approcci e del loro impatto sulla qualità dei bilanci*

Obiettivo della standardizzazione contabile risiede nella redazione di un *corpus* di principi tesi a definire regole comuni di rilevazione e valutazione dei fatti di gestione, al fine di fornire informazioni relative alla situazione patrimoniale, al risultato economico d'esercizio ed alla dinamica finanziaria di impresa che siano utili ad una ampia platea di destinatari<sup>45</sup>. Il contemporaneo soddisfaci-

---

<sup>44</sup> “[...] investors have concerns around the communication, consistency, comparability across periods and similar companies, and transparency of NGFMs [...] The level of assurance depends on location (e.g., press releases versus MD&A versus financial statements). When NGFMs are presented within financial statements, as is allowed under IFRS, they are subject to the full audit requirements. If, however, NGFMs are presented as supplemental information outside the financial statements and annual reports (e.g., in press releases), then auditors need only to ensure that such information is consistent with the knowledge acquired in the audit process.” CFA INSTITUTE, *Investor uses, expectations, and concerns on Non-GAAP financial measures*, 2016.

<sup>45</sup> Sul ruolo ed i limiti della standardizzazione contabile, la dottrina nazionale si è autorevolmente espressa in diversi contributi. Senza alcuna pretesa di esaustività, tra gli altri, si segnalano: D. AMODEO, *Il bilancio delle società per azioni come strumento di informazione*, in Scritti in onore di Giordano dell'Amore. Saggi di discipline aziendali e sociali, Vol. I, Giuffrè, Milano, 1969;