



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
in Amministrazione, finanza e controllo
ordinamento ex D.M. 270/2004

Tesi di Laurea

**“IAS 40: costo storico o fair value? Le determinanti
dell’accounting choice per le imprese europee del
settore real estate”**

Relatore

Ch. Prof. Carlo Marcon

Laureanda

Irene Cibir

Matricola 856701

Anno Accademico

2019 / 2020

Indice

Introduzione -----	1
CAPITOLO 1: Metodi di misurazione delle poste contabili: da “<i>Historical Cost Accounting</i>” a “<i>Fair Value Accounting</i>” -----	5
1.1 Evoluzione del contesto attuale di riferimento-----	5
1.2 Modello del costo storico-----	15
1.2.1 Pro e contro dell’ <i>Historical Cost Accounting</i> -----	17
1.3 Modello del <i>fair value</i> -----	21
1.3.1 Pro e contro della <i>Fair Value Accounting</i> -----	29
1.4 Il <i>fair value</i> nei principi contabili IAS/IFRS: obblighi e facoltà-----	34
CAPITOLO 2: IAS 40 – Investimenti immobiliari -----	41
2.1 Stadi evolutivi dello IAS 40 e modifiche apportate dagli altri principi contabili -----	41
2.2 Finalità e ambito di applicazione-----	45
2.3 Rilevazione e valutazione iniziale-----	49
2.4 Valutazione successiva alla rilevazione iniziale: l’ <i>accounting choice</i> tra costo storico e <i>fair value</i> -----	51
2.4.1 Modello del <i>fair value</i> -----	54
2.4.2 Modello del costo-----	59
2.5 Cambiamenti di destinazione-----	60
2.6 Dismissioni-----	63
2.7 Informazioni integrative-----	64
CAPITOLO 3: Le determinanti della <i>fair value option</i> nello IAS 40 e lo sviluppo delle ipotesi -----	69
3.1 Cenni introduttivi: <i>accounting choice</i> nel contesto europeo e presupposti alla base della ricerca-----	69
3.2 Tradizione contabile-----	77
3.3 <i>Ownership structure</i> -----	83
3.4 <i>Financial leverage</i> -----	87
3.5 Dimensione aziendale-----	91

3.6 Impegno alla trasparenza contabile-----	95
3.7 Opportunismo manageriale-----	100

CAPITOLO 4: Evidenze empiriche sulle determinanti della *fair value option* nel settore immobiliare europeo----- 105

4.1 Campione selezionato per l'analisi -----	105
4.2 Variabili utilizzate e metodologia di analisi dei dati -----	108
4.3 Risultati ottenuti e discussione-----	114
4.3.1 Analisi descrittiva -----	114
4.3.2 Analisi univariata -----	122
4.3.3 Analisi multivariata-----	124
4.3.4 Sintesi dei risultati ottenuti e verifica delle ipotesi -----	129

Conclusione ----- 137

Bibliografia----- 141

Sitografia----- 146

Allegato 1 – Campione di imprese

Introduzione

L'economia mondiale ha subito negli ultimi decenni una profonda trasformazione, in particolare a causa del fenomeno della globalizzazione e dell'innovazione tecnologica. Le autorità contabili si sono trovate di fronte alla necessità di modificare i sistemi di contabilizzazione, in modo tale da renderli adatti a raffigurare i fenomeni economici attuali e a soddisfare i bisogni della cosiddetta "società dell'informazione". A questo proposito, l'Unione Europea ha messo a punto un'importante rivoluzione in ambito contabile mediante l'emanazione del Regolamento 1606/2002, imponendo alle società quotate situate nei Paesi membri di adottare i principi contabili internazionali per la redazione dei loro bilanci consolidati.

Il passaggio dai GAAP locali agli IAS/IFRS ha riportato in luce il dibattuto tema della misurazione delle poste contabili. Le novità introdotte nelle ultime versioni del *Conceptual framework* mostrano chiaramente il desiderio dello IASB di promuovere un'utilizzo sempre più estensivo del *fair value*, apprezzato per la sua capacità di fornire un'informativa trasparente, aggiornata e rilevante per i *financial user*. Il processo evolutivo delle tecniche di misurazione sta progressivamente portando ad accantonare, quanto meno in linea teorica, il modello del costo storico, il cui eccessivo conservatorismo conduce a decisioni di investimento meno efficaci ed informate. La scelta tra questi due criteri valutativi comporta sempre un *trade-off*, poiché entrambi offrono sia dei benefici che dei costi di applicazione.

Lo scopo di questo elaborato è quello di verificare il comportamento delle aziende quando i principi contabili concedono loro la facoltà di decidere tra l'utilizzo del *fair value* o dell'*historical cost* per la valutazione di determinate voci di bilancio. In particolare, l'analisi è stata effettuata su una specifica tipologia di scelta contabile: la *fair value option* presente nello "IAS 40 – Investment property". Tale principio è l'unico che consente di adottare una forma pura di contabilità al valore equo per la misurazione degli *asset* non finanziari. Inoltre, molti studi hanno dimostrato che gli investimenti immobiliari offrono una distribuzione più equilibrata della scelta tra costo storico e *fair value*, per le particolari caratteristiche di cui sono dotati, a

differenza di altre attività non finanziarie per le quali il costo storico continua ad essere il metodo predominante.

Attraverso l'analisi dei bilanci di alcune società quotate europee del settore *real estate* si cercheranno di comprendere:

- le preferenze dei manager, che dovrebbero riflettere quelle del mercato, nei confronti delle due tecniche di misurazione a disposizione per la contabilizzazione degli investimenti immobiliari;
- il livello di consenso raggiunto dal *fair value* tra i redattori del bilancio e la familiarità da loro acquisita con le stime di questo criterio;
- le determinanti dell'*accounting choice*, ossia i fattori che influenzano il comportamento di scelta.

La presente relazione si suddivide in quattro capitoli.

Il primo capitolo è dedicato all'esposizione dei due principali metodi di misurazione delle poste contabili: *fair value* e costo storico. Per entrambi vengono evidenziate le caratteristiche fondamentali, le modalità di calcolo, i pregi e i difetti. Questi ultimi due punti vengono studiati in relazione alle qualità fondamentali e migliorative, sancite dal *Conceptual framework*, che dovrebbero guidare la rappresentazione dell'informativa contabile. Viene, inoltre, presentata l'evoluzione dell'ambiente contabile di riferimento, che si trova nella fase di passaggio dall'*Historical Cost Accounting* alla *Fair Value Accounting*.

Nel secondo capitolo viene analizzato nel dettaglio lo IAS 40, che si occupa della contabilizzazione degli investimenti immobiliari nei report finanziari redatti mediante gli standard internazionali. Per una completa conoscenza di questa voce di bilancio si è proceduto ad illustrarne: gli stadi evolutivi e le modifiche apportate dagli altri principi contabili, la finalità e l'ambito di applicazione, la rilevazione e la valutazione iniziale, la valutazione successiva all'iscrizione iniziale, i cambiamenti di destinazione, le dismissioni e le informazioni integrative. La peculiarità di questo standard deriva proprio dalla possibilità concessa ai redattori di effettuare la misurazione delle attività sia con il criterio del *fair value* che con quello del costo storico, in quest'ultimo caso riportando comunque la stima del valore equo nelle note al bilancio.

Il terzo capitolo inizia con una discussione generale sul tema dell'*accounting choice*, molto diffuso nell'ambito dei principi contabili internazionali. Essi, infatti, concedono tipicamente maggiore flessibilità rispetto ai GAAP locali, dal momento che sono il risultato di una serie di negoziazioni tra professionisti provenienti da diverse scuole di pensiero e da diversi Paesi. Successivamente, vengono sintetizzati i contributi offerti dalla letteratura contabile in merito ai principali fattori capaci di spiegare il comportamento dei manager di fronte alla *fair value option: ownership structure, financial leverage*, dimensione aziendale, impegno alla trasparenza dell'informativa finanziaria, tradizione contabile e opportunismo manageriale. Sulla base degli studi analizzati si è deciso di formulare quattro ipotesi inerenti alle prime quattro determinanti appena nominate. La tradizione contabile, invece, viene impiegata come variabile di controllo, mentre l'opportunismo manageriale non viene considerato idoneo ad influenzare una decisione assunta *ex ante*.

Infine, il quarto capitolo si occupa interamente della ricerca empirica condotta su un campione di bilanci relativi al periodo 2015-2018 appartenenti a 82 aziende quotate del settore immobiliare situate nell'Unione Europea (Regno Unito compreso). Gli obiettivi dell'analisi sono quelli di conoscere il numero di imprese che ha deciso di seguire il consiglio dello IASB di utilizzare il *fair value* per valutare gli investimenti immobiliari e di verificare le ipotesi elaborate relative alle possibili determinanti della *fair value option* dello IAS 40.

CAPITOLO 1

Metodi di misurazione delle poste contabili: da “*Historical Cost Accounting*” a “*Fair Value Accounting*”

1.1 Evoluzione del contesto attuale di riferimento

Negli ultimi quarant'anni l'economia mondiale ha subito una profonda trasformazione. Tra gli artefici di tale cambiamento, un ruolo fondamentale spetta sicuramente all'introduzione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (ICT, usando l'acronimo anglosassone). In generale, questa rivoluzione del panorama internazionale è stata plasmata da tre grandi fenomeni: il neoliberismo, la globalizzazione e la finanziarizzazione.¹ Questi si traducono concretamente: nell'attenuazione del ruolo dello Stato a favore delle logiche di mercato, sulla scia del principio “*laissez-faire, laissez-passer*”; nell'incremento sostanziale degli scambi economici tra Paesi diversi, eliminando idealmente i confini disegnati sulla carta; nella crescita esponenziale delle transazioni finanziarie domestiche ed internazionali, con il conseguente sviluppo di mercati, istituzioni e operatori finanziari.

Alla luce di questo scenario si è scatenato un acceso dibattito sulle finalità e sull'adeguatezza dei contenuti dell'informativa di bilancio, nonché sul ruolo che essa assume in ambito economico e sociale, mettendo in evidenza l'insoddisfazione per l'attuale sistema di rilevazione contabile. La ragioneria, infatti, come sostiene Amaduzzi (2009), è una scienza sociale e in quanto tale deve essere in grado di adattarsi ai mutamenti dell'ambiente di riferimento. Questa è la conseguenza del fatto che a seguito di grandi cambiamenti nell'ambiente sociale, gli utilizzatori del bilancio e le istituzioni modificano le informazioni richieste alle imprese.

Innanzitutto, con l'espansione del fenomeno della globalizzazione, è emersa la necessità di definire delle regole contabili condivise a livello globale, capaci di

¹ Cfr. PALEA V. (2018). “Shareholder value, financialization and accounting regulation. Making sense of fair value adoption in the European Union”, in *The Routledge Companion to Fair Value in Accounting*, Routledge, Abingdon (UK).

superare le disparità presenti tra i diversi Paesi e di fornire delle informazioni di qualità più elevata, per migliorare di fatto il funzionamento dei mercati. Per questo motivo, nel 1973, è stato creato l'*International Accounting Standards Committee* (IASC), protagonista del processo di armonizzazione dei principi contabili internazionali; il quale, a seguito di una ristrutturazione della propria *governance* nel 2001, è stato sostituito dall'*International Accounting Standards Board*. Lo IASB, organismo di natura privatistica, ha acquisito il ruolo di *standard setter* globale e ha come finalità proprio quella di sviluppare un unico corpo di principi contabili di elevato profilo qualitativo, comprensibili e accettabili a livello mondiale.

Nonostante a livello locale continuino ad esistere delle autorità preposte alla definizione di regole contabili, provenienti dal settore privato (come in Italia e nel Regno Unito) oppure dallo Stato (come in Francia), il trend di armonizzazione ha spinto verso una crescente importanza degli standard emanati dallo IASB. Per quanto riguarda l'Unione Europea, in particolare, il punto di svolta è stato segnato dall'emanazione del Regolamento n. 1606/2002, direttamente applicabile in tutti i Paesi membri, che ha sancito:

- a) l'obbligo per le società quotate nei mercati regolamentati, a partire dall'esercizio 2005, di redigere il bilancio consolidato utilizzando le norme degli IAS/IFRS;
- b) la possibilità di decidere a livello nazionale se espandere tale obbligo anche alle società non quotate e/o alla redazione del bilancio separato di società quotate e non.

Sono notevoli i vantaggi offerti dall'uniformità delle norme contabili oltre i confini nazionali: riduzione dei costi di interpretazione e comparazione del bilancio per i suoi utilizzatori, minori oneri di redazione e controllo dei report finanziari per le multinazionali, costo inferiore del capitale di rischio dovuto al miglior funzionamento del mercato dei capitali. Pertanto, molti altri Paesi, come la Russia, hanno seguito l'UE nell'adozione degli IFRS, altri invece hanno avviato solamente un processo di convergenza verso gli stessi, ad esempio Giappone, Cina e Stati Uniti.

Una maggiore enfasi va posta nel tentativo di avvicinamento reciproco tra i principi internazionali e quelli statunitensi (SFAS) emanati dal *Financial Accounting Standards Board*, vista la rilevante forza economica e finanziaria americana. Agli

albori del nuovo millennio, i due *standard setter* si accordarono per lo sviluppo di una serie di progetti comuni. Tra questi, il più rilevante è quello che riguarda la definizione di un nuovo *Conceptual framework* comune, cioè di un unico quadro contabile di riferimento sottostante l'emanazione dei singoli principi.

Nel medesimo periodo, a livello internazionale, si avvertiva l'esigenza di un nuovo paradigma contabile, dal momento che quello esistente, che si trovava alla base delle norme per la redazione del bilancio, era stato messo in discussione dalla rivoluzione informativa degli ultimi decenni. La globalizzazione, conseguenza di questo processo evolutivo, ha consentito una progressiva integrazione delle economie locali attraverso la libera circolazione di beni, servizi e capitali oltre i confini nazionali. Essa, oltre a favorire l'uniformità delle regole contabili, fa emergere nelle imprese la necessità di possedere maggiori informazioni. Infatti, per allocare in modo efficace i capitali su scala globale è necessario che i prezzi di mercato derivino da un'opportuna valutazione di tutte le informazioni finanziarie disponibili, inerenti alla decisione da prendere. Un secondo elemento che ha contribuito ad alimentare la crisi del sistema contabile in essere è l'innovazione: sono sorti nuovi settori economici che prima non esistevano e il focus si è spostato da un'economia basata su elementi di tipo "hard" ad una basata su elementi "soft".²

L'avvento della cosiddetta *new economy* ha reso, quindi, evidente l'incapacità dell'attuale *framework* di esprimere in modo appropriato il valore economico delle diverse entità. Tale convinzione è stata rafforzata dalla crisi finanziaria del 2007, la quale ha messo in luce la necessità di avere regole mondiali condivise e di fornire agli *stakeholder* informazioni finanziarie tempestive riguardanti i cambiamenti nel valore di mercato delle imprese.

Nel 2010, lo IASB, in collaborazione con il FASB, arriva alla definizione di un nuovo quadro concettuale, che sancisce il passaggio da un paradigma contabile sviluppatosi nella fase di industrializzazione e trascritto intorno agli anni Settanta e Ottanta, ad un innovativo paradigma basato sulle esigenze della "società

² Cfr. MARRA A. (2016). "The pros and cons of fair value accounting in a globalized economy: a never ending debate", in *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32 (4), pp. 582-591.

dell'informazione"³. A detta di molti studiosi, non si verificava una rivoluzione in ambito contabile così significativa da quando Pacioli inventò la partita doppia.

La rapida evoluzione dell'ambiente economico globale ha poi condotto ad un'ulteriore rivisitazione del *framework* pubblicata nel 2018.

A seguito dei vari cambiamenti intervenuti a livello di quadro concettuale, anche lo scopo del report finanziario ha subito delle modifiche. È stato definito un nuovo presupposto di base che potesse sintetizzare la teoria contabile emergente, dal quale deriveranno logicamente i vari principi. Secondo il "*Conceptual Framework for Financial Reporting*", il bilancio dovrebbe essere utilizzato come mezzo per comunicare le risorse economiche di un'entità, i diritti che gravano su queste risorse (fonti di tali capitali: passività di terzi o patrimonio netto) e le transazioni, gli altri eventi e circostanze che causano una variazione delle stesse. Queste informazioni finanziarie sono utili agli attuali e potenziali investitori in capitale di rischio, ai finanziatori e agli altri creditori, al fine di assumere delle decisioni economiche ottimali riguardanti l'allocazione dei propri capitali, nonché come proteggere e incrementare gli investimenti fatti. Questi soggetti, nell'ambito del processo decisionale, utilizzano i dati forniti loro per stimare l'abilità dell'impresa di generare in futuro flussi di cassa netti e per comprendere se il *management* ha le competenze per proteggere e far fruttare il loro investimento (*stewardship*). I *primary user* si identificano nei fornitori di capitale per due motivi: tipicamente non possono chiedere informazioni direttamente all'impresa ma devono fare affidamento sulla *disclosure* finanziaria disponibile e perché si ritiene che un bilancio che soddisfi i loro bisogni possa verosimilmente essere adatto a soddisfare le esigenze della maggior parte degli altri utilizzatori. Quest'ultima motivazione richiama l'attenzione sul fatto che il bilancio dovrebbe comunque perseguire finalità generali, non rivolte a bisogni specifici di una singola e ristretta categoria di soggetti. Un'ulteriore caratteristica dell'informativa contabile sottolineata dal "*General purpose financial reporting*" è l'orientamento "*entity perspective*", ossia la contabilità assume il punto di vista dell'impresa, considerata come entità avente un'autonomia propria, distinta da quella dei "proprietari".

³ Cfr. AMADUZZI A. (2009). "Dal costo al fair value. Il nuovo approccio IASB", Franco Angeli s.r.l., Milano.

È evidente che lo IASB goda di un forte orientamento al “*common law*”, tipico dei sistemi giuridici di matrice anglosassone. Diversamente dal “*code law*”, tende ad essere maggiormente orientato al mercato, tipicamente gli investitori sono soggetti estranei all’impresa (separazione tra proprietari e *management*), supporta una più ampia presenza di società quotate e quindi si presume che i fornitori di capitale facciano affidamento sulla divulgazione tempestiva di informazioni finanziarie.⁴

L’utilità dell’informativa contabile si ottiene solamente con il raggiungimento delle caratteristiche qualitative, il cui ruolo e priorità sono definiti in modo subordinato all’identificazione dell’obiettivo attribuito alla stessa. La nuova versione del *framework* emanata nel 2018 individua due categorie di attributi: quelli fondamentali e quelli migliorativi.

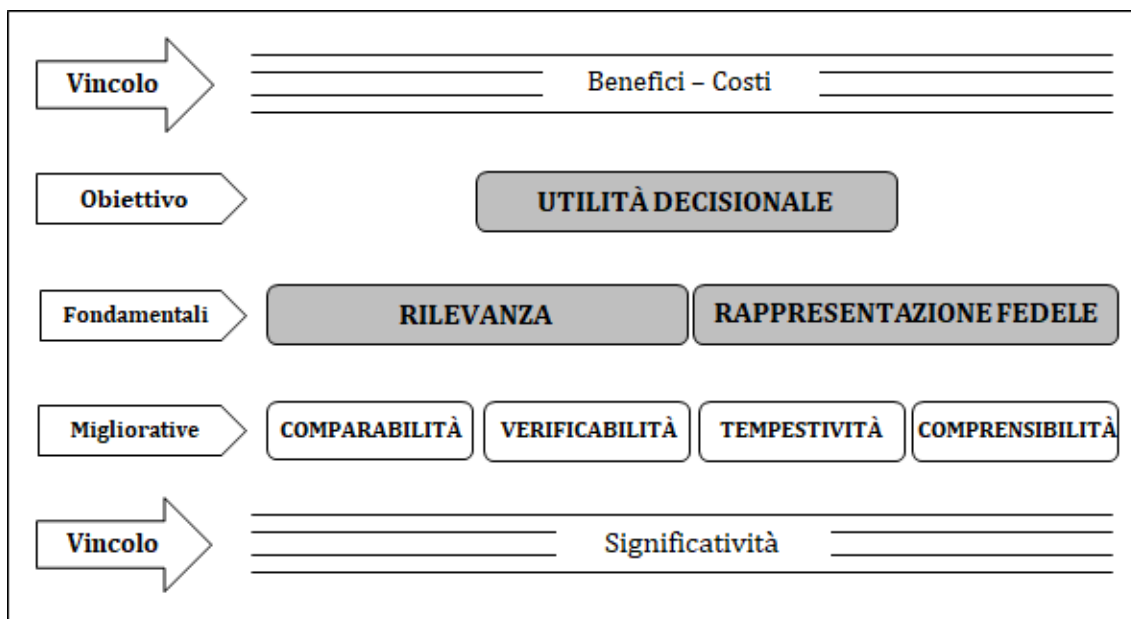


FIGURA 1.1: Caratteristiche qualitative del nuovo *framework* IASB/FASB.⁵

Principalmente la rappresentazione contabile dovrebbe fornire delle informazioni rilevanti e rappresentare in modo fedele i fenomeni economici. “*Relevance*” è la capacità delle notizie fornite di influenzare il processo decisionale degli utilizzatori del bilancio, che possono essere usate nella formulazione delle previsioni per il futuro e/o nel confermare o modificare le valutazioni fondate su precedenti

⁴ Cfr. BALL R. (2006). “International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors”, in *Accounting and Business Research*, International accounting policy forum, pp. 5-27.

⁵ Fonte: AMADUZZI A. (2009). “Dal costo al fair value. Il nuovo approccio IASB”, Franco Angeli s.r.l., Milano.

aspettative. “*Faithful rapresentation*” sostituisce il concetto di “attendibilità” (*reliability*), rimosso dallo IASB perché spesso interpretato con il significato di “precisione assoluta” e “oggettività” dei dati contabili, requisiti incompatibili con le poste di bilancio che richiedono una stima e un giudizio da parte del *management*. Questa nuova caratteristica fondamentale implica, invece, una rappresentazione delle transazioni, degli eventi e delle circostanze in modo:

- completo: deve comprendere tutte le informazioni necessarie per descrivere il fenomeno;
- neutrale: privo di pregiudizi volti ad indurre un determinato comportamento o a raggiungere un predeterminato risultato;
- privo di errori significativi: il processo di misurazione deve basarsi su input appropriati che riflettano tutte le informazioni disponibili.

Le caratteristiche migliorative, dall’altro lato, aiutano a scegliere tra due o più metodi alternativi quello più utile per descrivere un determinato fenomeno. Tra queste è compresa la “comparabilità”, che consente di identificare somiglianze e differenze tra vari elementi; la maggiore utilità in questo caso risiede nella possibilità di confrontare le informazioni nel tempo (riferite a periodi diversi) e nello spazio (appartenenti ad entità differenti). “Verificabilità” significa, invece, la possibilità di pervenire al medesimo consenso sull’adeguatezza della misurazione dei valori monetari tra professionisti indipendenti e ugualmente informati. La “tempestività”, a seguire, consente agli utilizzatori di ottenere le informazioni prima che le stesse perdano la loro capacità di influenzare le decisioni. Infine, la “comprensibilità” pretende che le voci contabili vengano espone in modo chiaro e conciso, consentendo un’agevole interpretazione da parte di soggetti con una ragionevole conoscenza dell’attività svolta, aiutati da consulenti esperti in casi di particolare complessità.

Il presente quadro concettuale IASB/FASB, inoltre, ha imposto due vincoli che limitano di fatto la capacità informativa del bilancio: il rapporto costi-benefici e la significatività. Il primo impone che i costi sostenuti per fornire informazioni finanziarie utili siano giustificati dai benefici ottenibili dagli utilizzatori. Tali informazioni sono poi ritenute significative se la loro omissione o scorretta rappresentazione potrebbe influenzare le decisioni economiche. La significatività

(*materiality*) viene calcolata a livello di singola entità e scaturisce dalla natura e dall'ammontare della voce esaminata.

La rivoluzione dell'ambiente socioeconomico e il conseguente processo di mutamento del quadro di riferimento dei principi contabili internazionali hanno riportato al centro dell'attenzione il dibattuto tema della misurazione delle voci di bilancio, da sempre considerato il fulcro di ogni teoria contabile. Hans Hoogervorst, presidente in carica dello IASB, durante un suo discorso nel 2015, ha definito la questione della misurazione come una delle più controverse nella disciplina contabile.

Il report finanziario può essere considerato come un mezzo di periodica rappresentazione della dinamica aziendale convertita in numeri e di interpretazione di queste cifre per delineare l'andamento economico e finanziario. A tal proposito, la misurazione viene utilizzata quale processo di quantificazione in termini monetari degli elementi contabili per la loro rilevazione nei vari prospetti. Questo richiede la selezione di una determinata base di valutazione. Dal momento che il bilancio dovrebbe essere progettato per raffigurare la realtà, ci sono varie opinioni su quale sia il metodo che meglio la rappresenti.

La valutazione è collegata *in primis* ai cambiamenti dello scenario di riferimento, per questo motivo, al variare della nozione di mercato, essa deve adeguarsi per essere di supporto alle decisioni economiche, assunte tipicamente sulla base delle grandezze di sintesi quali reddito e capitale.⁶ Inoltre, le tecniche di misurazione dipendono da quelli che sono gli obiettivi e le caratteristiche dell'informativa contabile.

L'evoluzione del pensiero economico nel corso degli anni ha portato allo sviluppo di diversi criteri valutativi. Uno dei capisaldi è sicuramente il "costo storico". Questo sistema di contabilità prese progressivamente forma a partire dalla rivoluzione industriale, dove assunse una funzione informativa interna, cioè veniva utilizzato dagli amministratori delle aziende per calcolare costi e ricavi e per confrontarli con

⁶ Cfr. SCHIERA M., BALDELLI M. G. (2015). "Il criterio base di valutazione del costo storico e del fair value nei processi di valutazione del bilancio d'esercizio: prime proposizioni", in <http://amsacta.unibo.it/4292/>.

la concorrenza al fine di modulare correttamente il proprio processo produttivo.⁷ La capacità del costo storico di rappresentare solamente il reddito effettivamente prodotto e distribuibile, inteso come l'incremento del valore contabile dell'azienda in conseguenza alle operazioni di gestione, gli consente di essere ancora oggi il metodo più utilizzato soprattutto nei sistemi giuridici di *code law*. Questi ultimi pongono al centro dell'attenzione l'impresa e hanno come finalità primaria la tutela dei soci e dei creditori. L'*Historical Cost Accounting* (HCA), rispettosa del principio di prudenza, è in grado di salvaguardare gli interessi di queste categorie di soggetti, garantendo l'integrità del patrimonio sociale.

L'inadeguatezza di questo sistema si è iniziata ad avvertire con l'intensificarsi del processo di innovazione dei mercati negli anni Novanta, a causa della rapida diffusione di strumenti finanziari sempre più complessi e al crescere della consapevolezza che il vantaggio competitivo delle imprese sia incorporato principalmente negli *asset* intangibili, derivanti dal bagaglio di conoscenze e competenze acquisite strada facendo. Questo fenomeno ha evidenziato le lacune informative del costo storico, incapace di rappresentare adeguatamente tali risorse in bilancio. È quindi emersa l'esigenza di individuare un criterio di valutazione capace di esprimere il "reale valore" dei beni, al fine di avvicinare il patrimonio contabile dell'azienda al suo valore economico effettivo. Nasce così l'idea di utilizzare come riferimento per il calcolo delle poste di bilancio un valore astratto chiamato "*fair value*", derivante dai valori correnti di mercato o dall'attualizzazione dei flussi di cassa. Tale tecnica contabile conduce ad una configurazione di reddito "maturato", formato anche da componenti non realizzate effettivamente, trascurando il principio della prudenza a favore della competenza economica. I risultati di sintesi vengono calcolati ipotizzando la vendita delle attività e l'estinzione delle passività al momento della valutazione, riflettendo uno scambio potenziale effettuato a condizioni di mercato. La crescente importanza di questa base di misurazione risiede nella sua capacità di incorporare nel valore degli elementi patrimoniali i benefici economici futuri anche in ambienti fortemente

⁷ Cfr. JAIJAI RAM P. (2013). "Fair Value Accounting vs. Historical Cost Accounting", in *Review of Business Information Systems*, 17 (1), pp. 1-6.

variabili di gestione, al contrario del costo storico in grado di riflettere in modo adeguato le funzionalità di una risorsa solo in condizioni relativamente stabili.

L'*International Accounting Standards Board* ha riconosciuto il potenziale di questo nuovo approccio contabile, tanto che le modifiche apportate nelle susseguenti versioni del *Conceptual framework*, precedentemente descritte, sono rivolte ad un utilizzo sempre più estensivo del *fair value*. Questo metodo tende ad essere maggiormente allineato con i sistemi giuridici di *common law*, in quanto capace di soddisfare le esigenze conoscitive previsionali dei fornitori di capitale, coerentemente all'obiettivo del bilancio IAS/IFRS. Nonostante ciò, il *framework* pubblicato nel 2010 riportava le stesse parole dell'edizione precedente del 1989, cioè continuava a sostenere che la base di valutazione più utilizzata per la predisposizione dei bilanci fosse il costo storico, di solito combinato con criteri differenti. Questa dicitura è stata eliminata solamente nell'ultima versione del quadro concettuale risalente al 2018, segnando un ulteriore passo verso una contabilità basata sul *fair value*. Tuttavia, ad oggi, non è possibile affermare di essere giunti ad un approccio di pura *Fair Value Accounting*, bensì ad un sistema "misto". Inizialmente si pensava che lo IASB volesse procedere a piccoli passi per fare in modo che tutti potessero comprendere e accettare questa tecnica di misurazione, tale teoria è stata in seguito smentita dal "*2013 Discussion Paper*" e dal "*2015 Exposure Draft*". Il *Board*, infatti, ha ribadito nel nuovo *framework* che non sempre è auspicabile l'utilizzo di un'unica base di misurazione, perché circostanze diverse potrebbero portare a preferire un particolare criterio valutativo in quanto: più facile e meno costoso da capire e da implementare in quella specifica situazione, maggiormente verificabile, meno soggetto a errori e sottoposto a un minor livello di incertezza rispetto ad un altro.⁸ Pertanto, dopo aver considerato la natura dell'elemento contabile e lo scopo della valutazione, è importante selezionare, per le diverse voci di attività, passività, ricavi e spese, la tecnica di misurazione capace di fornire le informazioni più utili agli investitori, nel rispetto delle caratteristiche qualitative e del vincolo di costo. In questa prospettiva, tutti i sistemi contabili presentano più di un criterio valutativo, ma essi vengono definiti sulla base di quello

⁸ Cfr. INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB (giugno 2018). "Basis for conclusions – Conceptual Framework for financial reporting 2018".

portante: come se questo metodo fosse quello normalmente adottato e gli altri fossero delle alternative. È quindi possibile dire che, dopo l'ultima revisione del *framework*, il bilancio IAS/IFRS prevede un sistema contabile misto basato sul *fair value*, dove talvolta è possibile evitare gli effetti indesiderati della *Fair Value Accounting* utilizzando l'*Historical Cost Accounting* laddove consentito.

Un veloce sguardo merita di essere dato alla posizione assunta dall'Unione Europea a riguardo. I principi contabili internazionali rappresentano, per la dottrina economico-aziendale comunitaria, un momento di "rottura" rilevante. Il motivo può essere ricondotto ai diversi presupposti contabili e giuridici alla base dei bilanci IAS/IFRS rispetto a quelli europei. A livello di valutazione, la prassi contabile comunitaria è storicamente fondata sul criterio del costo storico e gli studi effettuati sul campo dimostrano che ancora oggi le aziende sono riluttanti ad accettare il cambiamento della logica di misurazione. Dal punto di vista normativo, tuttavia, l'Europa ha subito cercato di adeguarsi alle disposizioni internazionali, inserendo progressivamente il *fair value*. La Direttiva UE 65/2001, *in primis*, introduce la possibilità di valutare gli strumenti finanziari con tale criterio; successivamente la Direttiva 51/2003 estende tale concessione a tutte le attività e passività alle quali è applicabile a livello internazionale.

In conclusione, è opportuno sottolineare come la scelta tra costo storico e *fair value* non si limita soltanto all'adozione di un diverso metodo di contabilizzazione degli eventi di gestione, ma può incidere profondamente sulla funzione economico-giuridica del bilancio, portando ad una diversa configurazione degli equilibri di potere all'interno e all'esterno dell'organizzazione aziendale.⁹

Di seguito si procede con una descrizione più dettagliata di queste due principali basi di misurazione.

⁹ Cfr. SCHIERA M., BALDELLI M. G. (2015). "Il criterio base di valutazione del costo storico e del fair value nei processi di valutazione del bilancio d'esercizio: prime proposizioni", in <http://amsacta.unibo.it/4292/>.

1.2 Modello del costo storico

Per molti secoli il costo storico è stato il metodo valutativo principale per la redazione dei bilanci. Nel 1935, la SEC (*Securities and Exchange Commission*) insistette per l'utilizzo esclusivo di questo criterio nei report delle società statunitensi: l'unico a non fornire "informazioni fuorvianti".¹⁰ Una monografia dell'*American Accounting Association* (AAA) del 1940 viene considerata come la prima opera autorevole a promuovere i vantaggi di una contabilità basata sul costo storico.

Questo sistema poggia i suoi fondamenti sull'idea che il valore di un elemento sia rappresentato dal sacrificio economico sostenuto al momento dell'acquisizione, misurato in termini monetari. In particolare, le attività vengono valutate sulla base del corrispettivo sostenuto per acquisirle o crearle internamente, più eventuali costi di transazione; le passività sono rilevate all'importo delle risorse ottenute in cambio dell'obbligazione oppure al valore che dovrebbe essere pagato per estinguerle, meno i costi di transazione.¹¹ Quando c'è uno scambio con l'esterno, il costo storico dipende da come il bene è entrato a far parte del complesso aziendale:

- nel caso di un'acquisizione è il prezzo stabilito dal venditore;
- se l'acquisizione avviene attraverso una permuta corrisponde al valore dell'oggetto trasferito alla controparte;
- quando si ottiene in cambio di una partecipazione al capitale sociale è il valore concordato dell'*asset*;
- in caso di donazione è il valore di mercato del bene, calcolato sulla base del prezzo di prodotti simili o stabilito da un esperto indipendente.

Le spese accessorie possono essere relative a: trasporto, remunerazione degli intermediari, installazione, montaggio, formazione, adeguamento, quindi costi necessari per portare il bene in uno stato di utilizzabilità. Qualora due o più beni vengano acquisiti o prodotti congiuntamente, eventuali costi comuni sono allocati ai singoli elementi attraverso delle basi stabilite dai manager dell'impresa.

¹⁰ Cfr. ZEFF S. A. (2005). "The Evolution of U.S. GAAP: The Political Forces Behind Professional Standards", in *CPA Journal Online*.

¹¹ Cfr. INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB (2018). "Conceptual Framework for financial reporting 2018".

Viene chiamato anche “costo d’origine” perché è il valore di scambio originario registrato, misurato e valutato al momento dell’iscrizione in bilancio. In sostanza, riflette una transazione (o un altro evento) effettivamente verificatasi, la quale si pone in un rapporto causa-effetto con il relativo costo: la prima infatti va a determinare l’insorgenza e la misura del secondo.¹² Questo valore originario è la sintesi di tutte le condizioni esistenti in quel momento per quella particolare operazione, sul quale possono incidere le aspettative delle parti, le asimmetrie informative e possibili circostanze distorsive, come il potere negoziale dei contraenti o la necessità di concludere tempestivamente lo scambio.

Si ritiene che fornisca un’informazione prudenziale circa i benefici che la risorsa offrirà in futuro all’impresa, ossia il “minimo ritorno atteso” (valore recuperabile) derivante dal suo utilizzo nel processo produttivo oppure dalla vendita.

Il costo storico è fisso e viene usato come base di valutazione degli elementi fino al momento della loro cessione o liquidazione. Tuttavia, tale misura necessita di essere aggiornata nel tempo. Ad esempio, per riflettere il consumo delle risorse dovuto all’obsolescenza, al deterioramento fisico o ad altre cause, il costo viene rettificato con la tecnica di *amortization* (per attività immateriali) o *depreciation* (per attività materiali). Inoltre, se il valore dell’attività scende al di sotto del suo valore contabile è necessario applicare una riduzione di valore (*impairment*); al contrario, se un’obbligazione diventa più onerosa, il valore in bilancio deve essere aumentato.

L’*Historical Cost Accounting* è tipica di un sistema contabile di tipo “reddituale”, dove l’azienda è percepita come complesso organizzato di risorse capaci di generare flussi di reddito. In questo caso, la variazione di valore del capitale si determina come differenza tra ricavi e costi, pertanto il prospetto economico è il principale veicolo informativo. Questo approccio si basa sul concetto di “*matching*”, ossia la possibilità di iscrivere i costi sostenuti tra le componenti di periodo solo nel momento in cui sono realizzati i relativi ricavi, mentre gli altri vengono rinviati a periodi futuri.

Caratteristica fondamentale della valutazione al costo storico è il rispetto del principio di “prudenza”, che impone la contabilizzazione delle perdite anche se solo presunte e impedisce l’iscrizione di ricavi non realizzati, per evitare la distribuzione

¹² Cfr. PIZZO M. (2000). “Il fair value nel bilancio d’esercizio”, CEDAM, Padova.

di utili non effettivi che potrebbe turbare la continuità dell'azienda nel tempo. Le attività, quindi, tendono ad essere sottostimate e le passività sovrastimate, riportando cautelatamente in bilancio lo scenario peggiore. La dottrina del conservatorismo ritiene essenziale questo approccio viste le condizioni di incertezza in cui opera la maggior parte delle entità economiche. Un possibile effetto collaterale correlato a questo principio è il fatto che molte attività immateriali non vengono riportate in contabilità, perché la loro capacità di creare benefici economici futuri è troppo incerta nel momento in cui viene sostenuto il costo.

La visione retrospettiva su cui si erige questo sistema orienta la contabilità al passato. Il patrimonio netto è determinato partendo dagli importi di scambio originari, potenzialmente molto lontani dai valori correnti di mercato, pertanto il rapporto *Price-to-Book value* (P/B) è tipicamente diverso da 1. I valori di mercato degli *asset* acquisiscono rilievo solamente quando sono inferiori all'importo iscritto in contabilità oppure nel momento in cui le attività escono dalla sfera giuridica dell'impresa.

1.2.1 Pro e contro dell'*Historical Cost Accounting*

Uno dei principali vantaggi del costo storico è "l'affidabilità" (*reliability*), infatti la sua componente base è una misura certa, in quanto proviene normalmente da documenti formali derivanti da scambi con soggetti esterni. Fino al 2010, l'affidabilità costituiva una delle caratteristiche fondamentali dell'informativa di bilancio dello IASB e prevedeva il rispetto dei principi di "prevalenza della sostanza sulla forma", "neutralità", "prudenza" e "completezza". La prudenza è indiscutibilmente l'elemento tipico di questo sistema contabile e anche uno dei più apprezzati dai suoi sostenitori, perché impedisce la distribuzione di utili non effettivamente realizzati ed è quindi una garanzia di integrità del patrimonio. Questo approccio al conservatorismo può essere considerato come una forma di cautela nella formulazione di giudizi in condizioni di incertezza, infatti conduce ad una valutazione neutrale delle poste contabili. Inoltre, i costi storici riescono a descrivere il fenomeno in modo completo perché, come sostengono Schiera e Baldarelli (2015), capaci di cogliere il valore di funzionamento di un bene, ossia l'utilità minima che riuscirà a fornire all'azienda. È quindi facile intuire il motivo per

cui il costo storico è stato per diverso tempo la base di misurazione tipica dei report redatti secondo i principi contabili internazionali.

Tuttavia, nel 2010, il riferimento all'affidabilità è stato sostituito con la "rappresentazione fedele", che non prevede più gli aspetti della prevalenza della sostanza sulla forma, considerato ridondante, e della prudenza. I principi contabili internazionali hanno deciso di assegnare minor importanza al conservatorismo, ritenendo che la ricerca di maggiori informazioni possa essere usata come trattamento migliore contro l'incertezza; alcuni autori, tra cui Marra (2016), hanno inoltre evidenziato i problemi connessi a questo principio, come il suo orientamento al breve termine e il fatto che un suo eccessivo utilizzo possa portare alla falsificazione dei conti.

In seguito, sono state messe in discussione anche le qualità di neutralità e completezza attribuite inizialmente al costo storico. Per quanto riguarda la prima, vari studiosi (Barlev e Haddad, 2003; Serakibi, 2014; Jaijairam 2013) ritengono che l'*Historical Cost Accounting* non sia in grado di assicurare la mancanza di pregiudizi, anzi consente di mascherare i risultati delle operazioni e la reale posizione finanziaria dell'azienda, lasciando ampi spazi alla manipolazione. Questo provoca un aumento dei costi di agenzia a causa dei conflitti "principale-agente", perché i manager hanno un maggior margine per nascondere scelte di investimento sbagliate ed evitare la riduzione del patrimonio netto. L'organo gestorio ha la possibilità di stimare una diversa vita utile dei beni cambiando le quote di ammortamento, rivalutare un *asset* quando il valore contabile è superiore a quello recuperabile, rideterminare la valutazione di un credito inesigibile e vendere un bene sottostimato. Le prime tre operazioni sono il frutto di uno stratagemma contabile, mentre la quarta comporta una reale cessione che potrebbe non essere coerente con gli interessi degli *stakeholder*.

La completezza, invece, non appare pienamente soddisfatta poiché il costo storico riflette le condizioni esistenti nel momento in cui il bene è entrato a far parte dell'azienda, senza riportare alcuna informazione sui prezzi correnti di mercato. Questo conduce probabilmente a decisioni di investimento meno efficaci e meno informate, dal momento che i fornitori di capitale necessitano di conoscere le prospettive future dell'entità, oltre che la performance passata e l'attuale posizione

finanziaria. L'eccessivo orientamento verso il passato, inoltre, impedisce di avere un'informativa tempestiva.

La quasi totalità degli autori ritiene che l'HCA fornisca delle informazioni non molto rilevanti per il processo decisionale degli utilizzatori del bilancio. Il costo è fisso e non riflette le variazioni di valore, questo consente di eliminare gran parte dell'incertezza nella valutazione iniziale ma crea un'incertezza maggiore nel futuro. A questo sistema contabile è associata una distorsione delle poste di bilancio, dovuta alla mancata considerazione delle variazioni nel livello e nella struttura dei prezzi, al fatto di ignorare gli effetti del cambiamento dei tassi di interesse e all'impossibilità di rappresentare gli utili non realizzati. Pertanto, esiste il rischio concreto che con il passare del tempo il prezzo di acquisizione di una voce sia molto distante dal suo valore effettivo. Ad esempio, un'attrezzatura soggetta a rapido miglioramento tecnologico potrebbe in breve tempo risultare obsoleta a causa di un'innovazione tecnologica disponibile sul mercato, in questo caso il valore contabile sarebbe superiore a quello reale e risulterebbe quindi necessaria la registrazione di una perdita di valore. Ancora più complicato da catturare con la contabilità di costo storico è l'aumento di valore di attività che si apprezzano nel tempo, come fabbricati o terreni; nel caso dei fabbricati, addirittura, potrebbe essere dato un *feedback* in direzione sbagliata, perché il loro importo contabile diminuisce sistematicamente con l'ammortamento sebbene l'attività sottostante si stia apprezzando. La possibile deformazione del patrimonio netto che ne deriva crea dei dubbi sulla rilevanza (*relevance*) delle informazioni fornite con il bilancio e rende più complicata la sua analisi. Inoltre, è possibile evidenziare anche il mancato rispetto del principio di rappresentazione fedele, ad esempio quando il tasso di svalutazione di mercato è significativamente diverso da quello contabile.

L'irrilevanza delle valutazioni al costo storico si intensifica nei periodi segnati da forte inflazione. Le immobilizzazioni e le relative quote di ammortamento sono sottostimate, i profitti sono maggiori rispetto a quelli reali e ciò sottopone l'azienda al pagamento di una tassa d'inflazione (nascosta) e la induce alla distribuzione di falsi dividendi. Tutto questo fa sorgere il dubbio sull'affidabilità del modello.¹³

¹³ Cfr. COZMA I. D. (2009). "Historical cost versus fair value", in *Annals of Faculty of Economics*, 3 (1), 860-865.

L'*historical cost* viene considerato una misurazione facilmente verificabile (Amaduzzi, 2009; Răscolean e Rakos, 2016, Cozma, 2009), basata su documenti oggettivi che riflettono transazioni già completate. Tuttavia, anche questa qualità è stata fortemente criticata (*Conceptual framework* 2018; Tkachuk, 2019; Lennard, 2018¹⁴). La stima della vita utile di un bene da cui dipende il periodo di ammortamento, l'identificazione e la misurazione delle perdite di valore di un'attività e della maggiore onerosità di una passività sono tutte operazioni soggettive. Allo stesso modo, quando si acquistano più beni con la stessa transazione oppure quando l'azienda costruisce internamente alcuni prodotti sorge il problema dell'allocazione dei costi comuni, che spesso viene fatta per mezzo di basi di ripartizione arbitrarie stabilite dai manager. Questo rende più difficoltose le operazioni di verifica da parte di soggetti terzi.

Molte altre sono le critiche mosse nei confronti del costo storico, che nel loro complesso hanno mostrato l'inadeguatezza di questo metodo di adattarsi all'attuale ambiente economico e sociale. Tra di esse è stato evidenziato come il rispetto della prudenza impedisca una piena applicazione del principio di competenza economica, perché perdite economiche di competenza futura possono essere anticipate all'anno in cui si avverte la loro probabile esistenza, mentre utili maturati in un determinato esercizio potrebbero essere rinviati se non ancora realizzati. Pertanto, il reddito registrato, molto probabilmente, divergerà da quello maturato nel periodo.

Un ulteriore svantaggio di questa tipologia di contabilità è il fatto che non riesca a garantire la comparabilità delle poste di bilancio tra differenti periodi temporali e tra entità diverse, poiché elementi simili vengono valutati in modo disomogeneo se acquisiti in date diverse.

Passando al punto di vista opposto, sono numerosi anche i vantaggi offerti dall'HCA. Il reddito contabile che deriva dalla sua applicazione rappresenta un valido riferimento per il controllo dell'operato del *management* nel rispetto delle funzioni ad esso assegnate (*stewardship*). Infatti, consente una corretta misurazione delle

¹⁴ In LIVNE G., MARKARIAN G. (2018). "The Routledge Companion to Fair Value in Accounting", Routledge, Abingdon (UK).

performance aziendali, effettuata in termini di confronto tra i risultati ottenuti e le scelte assunte dai manager.

Una delle qualità diffusamente attribuite al sistema contabile tradizionale è la sua minore onerosità rispetto ai modelli valutativi più recenti, poiché le transazioni vengono facilmente registrate ed è, in generale, meno complesso. Questo attributo assume particolare rilevanza alla luce del vincolo costi-benefici imposto dallo IASB. Al contrario, Mora *et al.* (2019) sostengono che il costo storico potrebbe sembrare poco costoso, ma questo non è vero una volta che inizia a sorgere la necessità di effettuare *impairment test* per trovare eventuali perdite di valore.

Infine, l'evidenza empirica mostra come ancora oggi il costo storico sia il metodo contabile più utilizzato nei bilanci delle imprese, grazie anche alla sua comprensibilità e facilità di applicazione. È sicuramente il criterio più ampiamente conosciuto dai redattori e dagli utilizzatori del bilancio, i quali nel corso degli anni hanno imparato ad interpretare ed usare le informazioni da esso fornite.

1.3 Modello del *fair value*

Nonostante sia ancora percepito come un modello contabile nuovo, in particolare nelle economie dei Paesi di *code law*, per risalire agli albori del *fair value* bisogna tornare indietro di oltre cent'anni, alla fine del XIX secolo. Apparve per la prima volta in un documento del 1898 emanato dalla Corte suprema degli Stati Uniti, da sempre precursori di questo criterio. Tuttavia, per lungo tempo ha ricoperto solo un ruolo marginale nei sistemi informativi delle imprese in tutto il mondo. Veniva utilizzato come valore segnaletico della congruità delle poste contabili e del grado di rischio relativo a specifiche operazioni di gestione, quindi come informazione aggiuntiva da inserire nelle note al bilancio o in altri documenti di corredo. Non aveva quindi alcun riflesso nella determinazione dei risultati di sintesi.

Il settore immobiliare e quello finanziario sono stati i primi ad avvertire l'esigenza di conoscere il valore corrente dei loro investimenti. Per entrambi il costo storico poteva dirsi un metodo superato, non in grado di fornire informazioni utili e tempestive ai *financial user*. Nel primo caso, con il passare del tempo il valore contabile degli immobili diveniva sempre meno espressivo del loro valore di

mercato. In ambito finanziario, invece, la dinamicità delle operazioni di *trading* rendeva necessario conoscere in tempi brevi i rischi connessi alle negoziazioni e la comparsa di eventuali segnali crisi.¹⁵

Nel 1990, un discorso del presidente in carica della SEC, Douglas Breeden, diede il via a quella che fu “una delle iniziative più significative nello sviluppo dei principi contabili”¹⁶. Breeden sostenne che il *fair value* era l’unica base di valutazione rilevante e che gli istituti finanziari dovevano utilizzarlo per misurare i loro investimenti. Sulla scia di questa innovativa dichiarazione, la *Fair Value Accounting* (FVA) fu introdotta a tutti gli effetti nei report delle aziende americane nel 1993 con l’emanazione dello SFAS 115¹⁷, per la contabilizzazione di determinati investimenti in titoli di debito e di capitale. Era comunque evidente che il processo di espansione del *fair value* non si sarebbe arrestato, anzi avrebbe portato al progressivo abbandono del costo storico, in quanto più coerente con le esigenze di un’economia globalizzata e basata sulle informazioni. Questa fase evolutiva è culminata con l’emanazione dello SFAS 157 “*Fair Value Measurement*” nel 2006, entrato in vigore a partire dal 15 novembre 2007, che ha modificato radicalmente la prassi valutativa, cambiando la definizione di *fair value* e determinandone le tecniche di misurazione e divulgazione.

Lo IASB seguì le orme tracciate dallo *standard setter* americano. A livello internazionale, nel corso degli anni sono stati emanati diversi principi IAS/IFRS che richiedevano o consentivano l’utilizzo di questo metodo misurativo, gli stessi prevedevano anche i requisiti per il calcolo del *fair value*. Questa dispersione di informazioni ha causato delle incongruenze nelle tecniche valutative e di conseguenza una limitata comparabilità.¹⁸ Pertanto, il passo successivo fu quello di offrire uno specifico principio per dare un’univoca definizione alla contabilità del “valore equo”: l’IFRS 13 emanato nel 2011 ed entrato in vigore nel gennaio 2013,

¹⁵ Cfr. PIZZO M. (2000). “Il fair value nel bilancio d’esercizio”, CEDAM, Padova.

¹⁶ Cfr. BARLEV B., HADDAD J. R. (2003). “Fair value accounting and the management of the firm”, in *Critical Perspectives on Accounting*, 14, pp. 383-415.

¹⁷ SFAS (*Statements of Financial Accounting Standards*) è l’acronimo che racchiude i principi contabili statunitensi emanati dal FASB (*Financial Accounting Standards Board*), un’organizzazione indipendente senza scopo di lucro il cui obiettivo è quello di definire e migliorare i *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP) negli USA per le imprese private e pubbliche e per le organizzazioni no-profit.

¹⁸ Cfr. INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB (maggio 2011). “Basis for conclusions – IFRS 13”.

comprendente in allegato la relativa guida operativa. Si è trattato di un allineamento passivo allo standard emanato dal FASB qualche anno prima, facente parte del progetto congiunto tra le due autorità. Ad oggi, di fatto è possibile dire che, seppur con qualche variazione lessicale, la definizione generale di *fair value* è sostanzialmente uguale in tutti i *local GAAP*.

L'IFRS 13 non si occupa di definire gli elementi che devono essere valutati al *fair value*, poiché la determinazione dell'unità di conto è demandata ai singoli principi contabili. Viene invece esplicitata, al paragrafo 9, una nuova definizione di valore equo, avente il compito di rimuovere le ambiguità di quella precedente:

"...the price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date."

Dall'interpretazione di questa definizione si deduce chiaramente che il *fair value* viene ora considerato come un "prezzo d'uscita", che risulterebbe da condizioni di mercato quasi ideali (efficienti). Dovrebbe includere tutte le ipotesi fatte dagli operatori del mercato nel momento in cui si trovano a valutare un elemento, tipicamente comprendenti le aspettative sulle future entrate ed uscite di cassa, le incertezze riguardanti questi flussi e l'importo richiesto dai partecipanti per supportare questi rischi. Non vengono prese in considerazione le intenzioni dell'entità, infatti, il prezzo d'uscita è rilevante sia quando l'impresa intende vendere l'attività sia quando ha in progetto il suo utilizzo, perché è come se si prevedesse di trasferirla ad un altro operatore che la utilizzerebbe nello stesso modo e che pagherebbe solamente per i benefici che si attende dall'uso; la misurazione è sensibile solamente alla "voce del mercato"¹⁹. Nonostante in fase d'analisi venga fatto riferimento soprattutto alle attività, con questo metodo vengono valutate anche le passività, in particolare viene determinato il loro prezzo di trasferimento, che differisce da quello di estinzione perché considera nella valutazione anche il rischio di inadempimento.

Protagonista del processo di misurazione risulta essere una particolare attività o passività, considerata in una prospettiva *stand alone*, oppure una *cash-generating*

¹⁹ Cfr. BARLEV B., HADDAD J. R. (2003). "Fair value accounting and the management of the firm", in *Critical Perspectives on Accounting*, 14, pp. 383-415.

unit. Vengono prese in considerazione tutte le caratteristiche che gli operatori di mercato ritengono determinanti per la valutazione dello specifico elemento, quali le condizioni, la posizione ed eventuali restrizioni all'uso o alla vendita. Per questo motivo, il *fair value* non include i costi di transazione, importi tipici di ogni singolo scambio e non caratteristici dell'elemento valutato; diverso trattamento spetta alle spese di trasporto, che possono ridurre il valore dell'*asset* quando la sua ubicazione è considerata rilevante.

L'importanza rivestita da attività e passività suggerisce l'adozione di un approccio contabile "patrimonialista", secondo il quale il reddito deriva dalla variazione delle attività nette intercorsa tra due momenti successivi. L'impresa viene vista come un portafoglio di attività che i manager devono cercare di sfruttare al meglio al fine di massimizzare il valore per gli azionisti. Maggiore enfasi viene posta nel prospetto patrimoniale.

Nella FVA "lo scambio perde la sua storicità e specificità"²⁰ e ci si avvicina all'idea di un'ipotetica transazione potenzialmente conclusa a normali circostanze di mercato. Da qui deriva il soprannome di "*what if accounting*", assegnatole dai critici del sistema. Il reddito assume una configurazione "allargata", racchiudendo anche componenti non realizzati. Tale modello consente così:

- il superamento del rigido rispetto del principio di prudenza, per dare maggiore enfasi alla competenza economica;
- la rappresentazione del dinamico equilibrio di mercato e della sua aleatorietà, attraverso l'adeguamento continuo dei valori contabili;
- di comunicare tempestivamente ai destinatari del bilancio informazioni utili per le loro decisioni economiche.

Inoltre, il *fair value* deve essere calcolato a partire da una transazione non forzata, anzi è il prezzo al quale si incontrano le volontà delle parti che stanno negoziando, al di fuori di una condizione di necessità o di liquidazione coatta.

Questo scambio potenziale avviene idealmente alla data di valutazione, tipicamente coincidente con la chiusura dell'esercizio. Pertanto, il bilancio riporta valori correnti, capaci di orientare gli utilizzatori verso l'analisi dello scenario futuro. Il

²⁰ Cit. Pizzo M. (2000). "Il fair value nel bilancio d'esercizio", CEDAM, Padova.

valore equo consente di utilizzare lo strumento di informazione contabile in ottica prospettica.

L'ultimo passaggio da analizzare della definizione data dall'IFRS 13 riguarda i "market participants". Nella fase di misurazione, l'entità dovrebbe mettersi nei panni di ipotetici operatori di mercato e prendere in considerazione le assunzioni che questi utilizzerebbero per la valutazione, agendo nel loro miglior interesse. Costoro vengono individuati come acquirenti o venditori aventi le seguenti caratteristiche:

- indipendenza dall'entità, perciò non parti correlate con le quali la transazione potrebbe essere conclusa a condizioni diverse da quelle normali;
- aventi un'adeguata conoscenza di tutte le informazioni disponibili riguardanti l'attività o la passività, ottenibili con la dovuta diligenza;
- capaci di prendere parte alla negoziazione e disposti a farlo volontariamente, cioè la transazione non deve essere forzata.

Il *fair value* dovrebbe corrispondere al prezzo di vendita di un'attività o di trasferimento di una passività nel mercato principale, ossia quello con il maggior volume e livello per l'elemento in esame. Salvo prova contraria, si presume che sia quello in cui l'azienda opera. Essenziale è che l'entità abbia accesso a questo mercato, pertanto è ragionevole ritenere che la misurazione dipenda in parte anche dal soggetto economico di cui si redige il bilancio. Si può definire come un sistema contabile basato sul mercato ma "entity-relevant"²¹, perché riflette le opportunità economiche disponibili per quella determinata impresa. Se il mercato principale non esistesse oppure fosse inaccessibile, allora bisognerebbe fare riferimento al mercato più vantaggioso, che consente di massimizzare l'introito ricevuto per lo scambio, considerando anche i costi di transazione e trasporto. Per trovare questi mercati, non è necessario effettuare una ricerca esaustiva, è sufficiente considerare tutte le informazioni prontamente disponibili. Nel caso in cui non ci fossero mercati accessibili, bisognerebbe valutare i beni in base ad un ipotetico mercato creato a partire dalle ipotesi degli operatori. Questo succede tipicamente per le attività immateriali che spesso sono beni "unici", dunque la loro valutazione risulta essere più complessa e soggettiva.

²¹ Cfr. LENNARD A. (2018). "Fair value and the Conceptual Framework", in *The Routledge Companion to Fair Value in Accounting*, Routledge, Abingdon (UK).

Per l'individuazione delle potenziali "piazze di scambio" ai fini di calcolo del *fair value* delle attività e passività non finanziarie, viene considerato il loro miglior utilizzo che massimizza i benefici ottenibili, anche se non corrisponde con l'uso che intende farne l'impresa, purché sia un utilizzo fattibile dal punto di vista fisico, legale e finanziario. Questa condizione di massima profittabilità potrebbe derivare dall'utilizzo autonomo dell'elemento oppure in combinazione con altri.

Tale disposizione non vale per gli *asset* finanziari perché non hanno usi alternativi, i termini contrattuali e le caratteristiche sono specifici di un particolare strumento finanziario e il loro mutamento comporta l'insorgenza di un diverso *asset*.

Teoricamente, secondo la definizione data dall'IFRS 13, il valore equo dovrebbe essere una sorta di prezzo di mercato corrente. Tale coincidenza, però, si verifica solamente in presenza di mercati perfetti e completi, cioè quando sono disponibili prezzi osservabili per tutte le attività e le passività aziendali e quando queste sono tutte rappresentate in bilancio. L'evidenza dimostra che questa condizione è piuttosto rara, infatti spesso il *fair value* non corrisponde al valore di mercato.

Partendo da questo presupposto, lo IASB ha predisposto una gerarchia a tre livelli per il calcolo del *fair value* sulla base delle informazioni disponibili, ossia una sorta di guida per la misurazione. La logica su cui si basa questa tecnica è la preferenza per le misure di mercato, perché comprendono la visione di consenso dei partecipanti riguardo i flussi di cassa futuri e i tassi di sconto corretti per il rischio. Per questo motivo il primo livello nella scala gerarchica prevede l'utilizzo di corrispettivi quotati osservati in un mercato attivo per attività e passività uguali a quelle oggetto d'esame, purché nel rispetto del requisito di accessibilità a questi mercati alla data di valutazione. In questo caso, non è necessario effettuare alcun aggiustamento all'importo trovato perché è relativo ad elementi con caratteristiche identiche. Tale stima si può definire qualitativamente buona solo se l'elemento viene negoziato regolarmente su un mercato sufficientemente liquido²²; tutto ciò rende maggiormente probabile il suo impiego per attività e passività finanziarie. Una misura di questo tipo è sicuramente affidabile perché riflette la valutazione fatta da

²² Cfr. MARRA A. (2016). "The pros and cons of fair value accounting in a globalized economy: a never ending debate", in *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32 (4), pp. 582-591.

molti soggetti in possesso di varie informazioni, pertanto è anche più facile da verificare e non richiede alcun giudizio professionale interno. Tuttavia, se il prezzo di mercato non è disponibile oppure non è di buona qualità, bisogna passare agli step successivi.

Il secondo livello prevede una valutazione basata su: prezzi quotati in mercati attivi connessi ad elementi comparabili (la comparabilità si riferisce alla natura dei flussi di cassa), prezzi quotati per attività e passività identiche o simili non scambiate attivamente oppure altri input osservabili (come tassi d'interesse, volatilità, rischio di credito, tariffe nei mercati al dettaglio o all'ingrosso). Questi dati necessitano di essere aggiustati per riflettere le peculiari caratteristiche dell'oggetto; ma, quando gli adeguamenti sono particolarmente significativi, la misurazione viene considerata di terzo livello. Ad esempio, nella valutazione degli immobili potrebbero essere usati come base di calcolo i corrispettivi di vendita di altre proprietà, tuttavia la necessità di variare le stime per considerare la diversa posizione o condizione comporta lo slittamento al livello inferiore. Le stime così trovate partono da informazioni oggettive e controllabili, che vengono poi rettificata in base a giudizi del *management* che implicano una certa soggettività.

L'approccio "*mark-to-market*" fallisce se questi primi due step non possono essere utilizzati efficacemente, lasciando spazio all'approccio "*mark-to-model*" in cui il *fair value* viene determinato mediante modelli di valutazione. Il terzo livello infatti prevede l'utilizzo di input non osservabili, inevitabilmente bisognosi di adattamento all'elemento specifico. Il risultato è un valore equo stimato attraverso ipotesi e calcoli interni fatti dai manager, difficilmente verificabili da parte di soggetti esterni. Di fatto viene simulata l'esistenza di un possibile mercato e l'azienda deve determinare il prezzo d'uscita ponendosi nella prospettiva di un operatore, valutando tutte le informazioni internamente ed esternamente disponibili. L'entità va ad ipotizzare quale potrebbe essere il valore di scambio se ci fosse un mercato. Secondo Mora *et al.* (2019) ci sarebbe una sorta di incoerenza con una delle caratteristiche fondamentali del bilancio, perché non è possibile rappresentare fedelmente qualcosa che non esiste. Kolev (2018)²³, invece, sostiene che questa

²³ Cfr. KOLEV K. (2018). "The 'fairness' of fair value accounting", in *The Routledge Companion to Fair Value in Accounting*, Routledge, Abingdon (UK).

terza tecnica di calcolo sia un utile strumento per divulgare informazioni private possedute dall'azienda, tuttavia lascia ampi spazi per un intervento opportunistico. Uno studio di Riedl e Serafeim del 2011 dimostra come i beta azionari aumentino percorrendo la gerarchia dei livelli, a causa del maggior rischio attribuito ai valori equi basati su input non pubblici. Per diminuire questa incertezza e per aumentare la rilevanza e la credibilità delle stime dell'ultima classe è possibile affidare la valutazione ad un perito esterno oppure fornire un'informativa più ampia, anche su base volontaria. A tal proposito, l'IFRS 13 suggerisce di fornire un'analisi di sensitività quando il mutamento delle ipotesi non osservabili potrebbe far variare di molto il *fair value*.

Per il calcolo dei valori da iscrivere in contabilità, la FVA consente l'impiego di varie tecniche di valutazione. A seconda delle circostanze potrebbe essere più informativo l'utilizzo di un unico approccio oppure la combinazione di vari metodi, ad esempio ai fini del controllo. La scelta deve essere presa in relazione ai dati disponibili, alla tipologia di voce di bilancio e, soprattutto, in base alla tecnica che riesce a massimizzare l'uso di input osservabili. *Market, cost e income approach* sono i tre metodi più conosciuti per la misurazione del valore equo.

Il primo approccio confronta i dati di mercato provenienti da transazioni effettivamente realizzate per elementi simili o identici con i parametri economici dell'oggetto di valutazione. I multipli di mercato sono una tecnica coerente e spesso impiegata per questo metodo, la loro selezione prevede necessariamente un giudizio da parte del redattore. Alcuni esempi sono il rapporto "*Price-to-Earnings*" (P/E), dove il prezzo deriva dal corrispettivo di negoziazione o acquisizione di elementi comparabili mentre gli utili sono relativi all'oggetto in esame; oppure l'indice "Capitale investito/margine operativo lordo" (INVCAP/EBITDA).²⁴ Viene usato soprattutto per misurare attività e passività finanziarie e immobili.

Il metodo del costo, invece, conduce ad una stima del *fair value* che riflette il valore corrente di sostituzione, cioè il prezzo per costruire o acquisire un'attività comparabile con la stessa utilità futura, adeguato all'obsolescenza fisica, tecnologica

²⁴ Cfr. ZYLA M. L. (2012) "Fair Value Measurement: Practical Guidance and Implementation", John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey.

ed economica. È usato in modo più appropriato per valutare società del settore *real estate*, società in liquidazione e attività materiali. Rispetto agli altri metodi presenta dei limiti perché è meno completo, ad esempio non riporta informazioni riguardo l'importo, l'andamento e i rischi relativi ai benefici economici futuri dell'attività, e perché con il passare del tempo richiede delle stime molto soggettive.

Infine, con l'approccio reddituale il valore equo viene calcolato attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa o degli utili futuri, derivanti dalle aspettative del mercato. La base di valutazione di questo metodo è il *Discounted Cash Flow* (DCF), il quale richiede tre tipologie di informazioni: entrate ed uscite monetarie per il periodo di previsione analitica, il valore terminale e il tasso di sconto che tenga conto della rischiosità dei flussi di cassa e del valore temporale del denaro. Tra le tecniche di valutazione vengono utilizzati anche dei modelli di *option-pricing*, come la formula "*Black-Scholes-Merton*". Questo approccio viene spesso impiegato per misurare passività, attività immateriali e strumenti finanziari quando non sono negoziati in un mercato attivo.

Per concludere l'esame dell'IFRS 13 è importante sottolineare anche i requisiti di informativa richiesti. Come riporta PWC nella guida al *fair value* (2019), questa tipologia di misurazione necessita di numerose ipotesi e di un giudizio significativo da parte dei manager, pertanto gli utilizzatori del bilancio desiderano una maggior trasparenza sui calcoli e richiedono delle informazioni tempestive riguardo il processo di misurazione, l'impatto del valore equo sul bilancio attuale e su quelli futuri. Informazioni aggiuntive devono essere fornite quando si utilizza il terzo livello della gerarchia, per colmare le asimmetrie informative dovute alla presenza di input non osservabili, i quali comportano maggior incertezza e soggettività nella valutazione.

1.3.1 Pro e contro della *Fair Value Accounting*

La crescente complessità dell'attuale economia globalizzata e basata sulla continua innovazione rende indispensabile una profonda conoscenza dei mercati e delle imprese. A tal proposito, la contabilità al *fair value* è nota per fornire maggiori informazioni rispetto agli altri metodi contabili, offrendo un bilancio più completo.

Questa situazione va sicuramente a vantaggio degli utilizzatori del report finanziario, i quali possono prendere le loro decisioni economiche in modo più consapevole, ma favorisce anche l'azienda stessa quando deve contrattare con istituti di credito, dirigenti e altre parti²⁵. In particolare, l'impiego delle varie tecniche di valutazione richiede l'elaborazione di stime che portano alla divulgazione di informazioni private possedute dai manager; questa maggior trasparenza consente di ridurre le asimmetrie informative e i costi di agenzia.

La capacità di questo criterio di influenzare sensibilmente le scelte fatte dagli investitori deriva anche dalla tempestività con cui riesce a riflettere in bilancio i cambiamenti delle condizioni economiche, incoraggiando di conseguenza eventuali azioni correttive in modo più rapido.

È consolidata l'idea che la FVA riesca a soddisfare, meglio delle altre basi di misurazione, una delle caratteristiche fondamentali riportate dal nuovo *Conceptual framework*: la rilevanza, in quanto fornisce importi correnti di mercato e avvicina il patrimonio dell'impresa al suo valore economico reale.

La sua capacità di divulgare sempre dati aggiornati alla situazione attuale le consente di avere una funzione predittiva dei futuri *cash flow*, essenziale per prendere decisioni economiche lungimiranti, e di essere coerente con i modelli di gestione del rischio. L'esplicitazione del sacrificio corrente e del costo opportunità delle risorse investite permette di valutare l'operato del *management*. È possibile valutare la performance aziendale attraverso il confronto tra l'utile prodotto sulla base degli *asset* a disposizione, risultante dalla gestione da parte dei dirigenti, e il rendimento atteso dai partecipanti al mercato, ossia il *fair value* delle stesse attività; se l'entità fosse capace di sfruttare meglio le sue risorse, il suo reddito potrebbe risultare superiore alle aspettative del mercato.²⁶ Questa visione aggiornata, tuttavia, trascura completamente la prospettiva storica che talvolta potrebbe essere importante per monitorare i risultati degli eventi passati. Ci sono poi alcuni autori, come Dichev e Tang (2008) e Bezold (2009), che criticano il potere previsionale di questo metodo, sostenendo che i continui aggiustamenti di valore siano

²⁵ Cfr. BALL R. (2006). "International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors", in *Accounting and Business Research*, International accounting policy forum, pp. 5-27.

²⁶ Cfr. AMADUZZI A. (2009). "Dal costo al fair value. Il nuovo approccio IASB", Franco Angeli s.r.l., Milano.

imprevedibili e che la loro inclusione in bilancio renda difficile identificare le componenti ricorrenti dell'utile, riducendo la sua capacità informativa.

Come precedentemente detto, la rilevanza della misurazione al *fair value* dipende anche dal suo collegamento diretto con la realtà, con i valori economici di mercato, per questo motivo tende ad avere un'associazione più forte con i rendimenti azionari. Aumenta così l'efficienza con cui viene gestita l'impresa, ad esempio perché i manager non sono tentati di vendere le attività più profittevoli per ottenere un guadagno o di mantenere quelle di scarsa qualità per evitare l'iscrizione di perdite (come con il costo storico), i loro interessi si allineano maggiormente a quelli degli azionisti. Tuttavia, la piena corrispondenza tra patrimonio contabile e valore economico si verifica solo nel presupposto di mercati perfetti e completi e in ipotesi di valutazione al *fair value* di tutti gli elementi del capitale di funzionamento. In questo caso il valore equo sarebbe sicuramente la tecnica di valutazione ottimale, ma questa è una condizione piuttosto rara. Con la consapevolezza dell'imperfezione dei mercati, è stato dimostrato che il *market price* potrebbe discostarsi dal valore fondamentale dell'elemento in esame, diventando fonte di informazioni fuorvianti. Questa situazione viene accentuata quando i beni sono negoziati in mercati illiquidi, hanno una "scadenza" a lungo termine, sono scambiati raramente o c'è un'inadeguata regolamentazione di mercato; in tali contesti i corrispettivi di scambio potrebbero essere distorti a causa dell'irrazionalità degli investitori, di inefficienze o di problemi di liquidità, impedendo una rappresentazione fedele della realtà. Laux e Leuz (2009), però, fanno notare che neanche il costo storico riflette il valore intrinseco degli elementi, pertanto potrebbe comunque essere preferibile l'utilizzo di valori di mercato, magari integrati con ulteriori informazioni.

Una delle maggiori accuse mosse contro il *fair value* è la sua scarsa affidabilità, perché viene calcolato sulla base di transazioni potenziali, non effettive, la cui misurazione è inevitabilmente soggetta ad un processo di stima. Molti studiosi ritengono comunque che il livello di *reliability* oscilli a seconda degli input a disposizione per la valutazione. I dati osservabili provenienti dal mercato sono garanzia di maggior attendibilità perché sono un riferimento oggettivo e più facile da verificare. In particolare, quando le attività vengono valutate con il livello 1 della

gerarchia non viene apportato alcun aggiustamento da parte del redattore, quindi può essere considerata una valutazione neutrale, meno soggetta ad abusi contabili. Al contrario, il valore equo di terzo livello riporta un'approssimazione del prezzo di mercato, poiché quello effettivo non è disponibile; questo si traduce in una scarsa verificabilità dei dati e aumenta le opportunità di manipolazione. Infatti, la contabilità *mark-to-model* dà la possibilità ai valutatori di scegliere le tecniche di misurazione e le stime dei parametri, rendendo il bilancio vulnerabile a “*noise*”²⁷ e “*bias*”²⁸ e quindi mettendo in discussione la sua affidabilità. Inoltre, le ipotesi riguardanti i flussi di cassa futuri e i tassi di attualizzazione possono essere molto incerte e di conseguenza incrementare la probabilità di commettere errori. A prescindere da quanto detto, Ball (2006) fa notare che negli ultimi decenni tutte le tecniche valutative sono diventate sostanzialmente più attendibili, grazie alla nascita di nuovi mercati, allo sviluppo di banche dati elettroniche e a nuovi metodi di misurazione.

Il *fair value* viene apprezzato dagli utilizzatori del bilancio per il fatto di favorire la comparabilità e la coerenza (*consistency*) delle poste contabili. Gli importi sono omogenei e confrontabili, perché la valutazione di tutte le attività e passività avviene alla stessa data e dipende solo dalle caratteristiche delle stesse, cioè prescinde dalla posizione soggettiva di acquirente e venditore.

Lo IASB, come riportato nel “*Basis for conclusions*” dell'IFRS 13, e alcuni sostenitori del valore equo ritengono che i benefici apportati dall'uso di questo metodo, elencati in precedenza, siano superiori ai costi necessari per applicarlo. È però ampiamente riconosciuto che la FVA sia più onerosa da mantenere rispetto alle altre basi di misurazione, poiché richiede dei calcoli più complessi, spesso affidati a professionisti esterni. Essa, infatti, è meno conosciuta rispetto alla contabilità tradizionale sia dai redattori che dai destinatari e necessita di competenze tecniche più sviluppate.

²⁷ *Noise*: in italiano può essere tradotto con “rumore/disturbo”, è l'atto di rendere la situazione finanziaria di un'azienda migliore o peggiore di quella che realmente è, usando o abusando delle discrezionalità lasciate dai principi contabili.

²⁸ *Bias*: in italiano può essere tradotto con “preferenza/pregiudizio”. È un giudizio arbitrario o distorto che influenza una decisione.

Per quanto riguarda gli effetti del *fair value*, tra gli argomenti più dibattuti è presente il tema della volatilità. Alcuni autori, come Ball (2006) e Amaduzzi (2009), ritengono che possa essere considerata una qualità desiderabile perché implica la tempestiva inclusione in bilancio di nuove informazioni e fornisce un'indicazione della rischiosità aziendale. Contrariamente, la maggior parte della letteratura vede la volatilità come un problema, la causa della creazione di bolle speculative e successivi scoppi, con effetti disastrosi sull'economia. Gli *asset* misurati con tale metodo possono essere soggetti a frequenti oscillazioni di valore, le quali possono causare delle variazioni fuorvianti dell'utile, non sempre coerenti con il quadro finanziario di lungo termine, peggiorando l'efficienza allocativa dei capitali e minando la stabilità economica. In altre parole, si viene a creare un effetto pro-ciclico secondo cui l'andamento del mercato impatta sui risultati di gestione delle imprese, i quali a loro volta influenzano i valori di mercato. Per questo motivo, la contabilità al valore equo è stata accusata di contribuire alla prociclicità del sistema finanziario, ossia di amplificare le fluttuazioni migliorando le fasi espansive e peggiorando quelle recessive.

Il Congresso americano e la Commissione europea, oltre a numerose altre istituzioni ed esperti, sono convinti che abbia contribuito alla proliferazione della crisi finanziaria del 2007. Laux e Leuz (2009) individuano due problemi del *fair value* che potenzialmente potrebbero condurre l'economia in una spirale negativa. Il primo riguarda le fasi di "boom" dei mercati finanziari, durante le quali vengono registrate delle rivalutazioni delle attività che consentono alle banche di aumentare la loro leva finanziaria e quindi di concedere prestiti eccessivi alle aziende, rendendo più vulnerabile il sistema finanziario. Tuttavia, gli autori ritengono che la stessa situazione si potrebbe presentare anche con l'HCA (ad esempio attraverso la cartolarizzazione dei prestiti), pertanto conviene continuare ad usare il *fair value* combinato con una più prudente regolamentazione bancaria, costringendo gli istituti di credito a creare più riserve nei periodi favorevoli. Il secondo problema causato dalla volatilità si verifica durante le congiunture negative. Le banche, per mantenere la propria liquidità, potrebbero essere costrette a vendere i loro *asset* ad un prezzo inferiore al valore reale, provocando un effetto contagio per le altre

aziende che devono valutare le proprie attività con il *fair value*, con la conseguente iscrizione di perdite significative difficili da coprire.

Per smentire queste accuse mosse contro la FVA è intervenuta la SEC con uno studio²⁹ che dimostra che all'epoca della crisi le attività valutate con questo criterio erano effettivamente solo una piccola parte. Inoltre, questo dibattito ha trascurato gli effetti positivi forniti dalla volatilità, ignorando completamente la capacità del valore equo di fornire segnali di allerta precoce riguardo un'imminente crisi, che consentono di intervenire tempestivamente per invertire il trend negativo. A parere di chi scrive questa qualità dovrebbe essere maggiormente apprezzata, soprattutto alla luce delle regole previste dal nuovo "Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza".

1.4 Il *fair value* nei principi contabili IAS/IFRS: obblighi e facoltà

Il tema della misurazione delle poste contabili è da molto tempo protagonista di un lungo dibattito tra le varie scuole di pensiero. L'attenzione profusa nei confronti di questo argomento deriva dal fatto che viviamo in un mondo imperfetto, caratterizzato da attriti tra le parti in gioco e asimmetrie informative, dove le regole contabili devono essere progettate per soddisfare i bisogni della maggior parte dei soggetti coinvolti, fornendo informazioni efficaci per ridurre i difetti del mercato. Al contrario, in un mondo di mercati perfetti e completi i prezzi di scambio sarebbero i valori ottimali per l'iscrizione delle poste di bilancio, perché rappresenterebbero la sintesi di tutte le informazioni rilevanti, quindi la contabilità sarebbe capace di identificare i valori economici reali in modo preciso. In questo caso, tuttavia, la materia contabile sarebbe superflua e non avrebbe senso di esistere. Questa condizione di efficienza dei mercati è piuttosto rara nella pratica, pertanto il *fair value* (nella sua forma pura di prezzo negoziato) perde gran parte della sua attrattività, lasciando spazio all'apprezzamento di altre tecniche valutative.

²⁹ Cfr. US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2008). "Report and recommendations pursuant to section 133 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: study on mark-to-market accounting", in <http://www.sec.gov/news/studies/2008/marktomarket123008.pdf>.

Nei paragrafi precedenti sono state delineate le principali caratteristiche delle due basi di misurazione più comunemente utilizzate. La scelta tra questi due criteri comporta sempre un *trade-off* perché entrambi offrono dei benefici ma richiedono anche di sostenere dei costi. Normalmente questi “compromessi” variano a seconda dell’attività svolta dalle aziende, del settore economico e della funzione attribuita alla misurazione, pertanto è improbabile che la FVA (o l’HCA) sia sempre preferita a prescindere dalle circostanze.³⁰ Alle istituzioni contabili è affidato l’arduo compito di stabilire la base valutativa appropriata per ciascuna posta di bilancio; questa decisione viene presa considerando le caratteristiche specifiche dell’elemento, in seguito ad un’attenta ponderazione delle diverse idee riguardo quale metodo riesca a rappresentare meglio la realtà circostante.

Secondo Whittington (2008), i membri dello IASB e del FASB possono essere suddivisi in due grandi categorie: i sostenitori della *Fair Value View* e coloro che hanno un’*Alternative View*. A seguito della rivoluzione dell’ambiente economico e sociale avvenuta negli ultimi decenni, la *Fair Value View* sembra aver assunto un ruolo preponderante nello sviluppo dei principi contabili. I concetti teorici alla base di questa visione sono i seguenti:

- l’unico scopo del sistema di bilancio è fornire informazioni utili per l’assunzione di decisioni economiche;
- la *stewardship*³¹ non rappresenta un obiettivo distinto ed essenziale della contabilità, tuttavia può essere raggiunta incidentalmente;
- i destinatari del report finanziario sono investitori e creditori sia presenti che potenziali, non viene dato alcuno *status* privilegiato ai bisogni degli azionisti attuali;
- attività e passività devono essere misurate in modo da consentire agli utilizzatori di prevedere i futuri flussi di cassa;

³⁰ Cfr. LAUX C., LEUZ C. (2009). “The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate”, in *Accounting, Organizations and Society*, 34, pp. 826-834.

³¹ *Stewardship*: capacità del *management* di gestire le risorse di cui dispone per raggiungere una performance adeguata alle responsabilità affidategli dagli attuali azionisti.

- le informazioni contabili vengono utilizzate in ottica prospettica quindi devono riflettere il futuro, pertanto le transazioni e gli eventi passati sono rilevanti solo se possono essere d'aiuto nelle previsioni;
- il costo di acquisizione è una base di misurazione inadeguata per l'assunzione di scelte di investimento, mentre il valore di mercato risulta essere più informativo perché rispecchia i benefici economici futuri e prescinde dalla prospettiva della singola entità;
- i mercati sono sufficientemente efficienti e completi per fornire valori capaci di rappresentare fedelmente la realtà economica;
- il *fair value*, inteso come prezzo corrente d'uscita, è la tecnica di valutazione che riesce a meglio soddisfare gli obiettivi di bilancio.

Al polo opposto c'è l'*Alternative View*, così chiamata perché non è rappresentativa di un'ideologia contabile, ma racchiude tutte le proposte, per l'appunto, alternative rispetto alla precedente visione, derivanti da soluzioni pratiche senza uno specifico fondamento teorico. Appartengono a questa categoria i sostenitori del costo storico, ma non solo. Nel tentativo di scovare i suoi tratti comuni, è possibile identificare la priorità assegnata ai bisogni degli attuali azionisti, il ruolo centrale della funzione di *stewardship*, l'importanza della prospettiva storica e l'idea che l'ambiente economico sia imperfetto e incompleto.

Ad oggi, una parte significativa dei membri del Consiglio dei due principali *standard setter*, quello internazionale e quello statunitense, ha una preferenza per la *Fair Value View*. Uno dei componenti del FASB, L. Todd Johnson, nel 2005 confermava quanto appena detto, sostenendo che: "Il *Board* ha richiesto un maggior utilizzo delle misurazioni al *fair value* nei bilanci perché ritiene che tali informazioni siano più rilevanti per gli investitori e i creditori rispetto alle informazioni fornite dal costo storico. Queste misure riflettono meglio lo stato finanziario delle entità e facilitano la valutazione delle sue performance passate e delle prospettive future".

È evidente come la predominanza della *Fair Value View* abbia influenzato anche il processo di revisione del *Conceptual framework*. Molti dei cambiamenti apportati al nuovo quadro concettuale favoriscono un utilizzo estensivo del valore equo, tra questi:

- eliminazione del *trade-off* tra *relevance* e *reliability*, che veniva percepito come una giustificazione per non utilizzare il *fair value*, spesso carente di affidabilità. La caratteristica primaria diventa la “rilevanza”, mentre la “rappresentazione fedele”, sostituita dall’affidabilità, viene considerata in un secondo momento, pur rimanendo entrambe qualità essenziali per le decisioni economiche;
- rimozione del concetto di “prudenza” tra le caratteristiche desiderabili dell’informativa contabile, considerata limitativa di altri principi come la competenza e la neutralità, perché di fatto introduce delle distorsioni attraverso la sottovalutazione delle attività e la sopravvalutazione delle passività;
- la definizione degli elementi patrimoniali viene modificata. L’attività è “una risorsa economica attuale controllata dall’entità a seguito di eventi passati”. La passività invece è “un obbligo attuale dell’entità di trasferire una risorsa economica a seguito di eventi passati”. A queste definizioni fa seguito quella di “risorsa economica”: “è un diritto che ha il potenziale per produrre benefici economici”. Il cambiamento più significativo riguarda il passaggio da benefici economici “attesi” a “potenziali”; secondo lo IASB, infatti, la precedente versione introduceva delle distorsioni in bilancio perché non consentiva l’iscrizione di elementi gravati da un elevato grado di incertezza, aspetto che dovrebbe riguardare la “misurazione” e non la “rilevazione”. La tecnica contabile più coerente con queste definizioni non potrà che essere il *fair value*, capace di meglio catturare gli elementi di incertezza.

Tuttavia, come già detto, lo IASB, così come gran parte degli altri GAAP, ha optato per l’adozione di un sistema contabile misto. La presenza di una visione alternativa ha, infatti, impedito lo sviluppo di un sistema di pura FVA, lasciando ancora ampio spazio alla misurazione del costo storico, in particolare nelle valutazioni iniziali ma anche in quelle successive. La preferenza accordatagli dallo IASB, però, ha consentito al *fair value* di essere il metodo valutativo principale, per lo meno in linea teorica. Viene talvolta utilizzato come unico criterio di misurazione consentito, ad esempio per alcune tipologie di strumenti finanziari, in altri casi invece può essere

impiegato in alternativa al costo storico. Appartengono a quest'ultima categoria i seguenti *asset* non finanziari:

- Immobili, impianti e macchinari (IAS 16): la valutazione iniziale deve essere fatta al costo di acquisizione o costruzione, mentre per quelle successive le aziende possono scegliere tra il modello del costo e quello di rivalutazione, pari al *fair value* alla data di rideterminazione al netto di ammortamenti e perdite per riduzione di valore;
- Attività immateriali (IAS 38): vengono iscritte in bilancio al costo storico e le valutazioni seguenti possono essere fatte al costo oppure, se esiste un mercato attivo per l'elemento, con il modello della rivalutazione (che ha come base il *fair value*);
- Investimenti immobiliari (IAS 40): valutati inizialmente al costo, con la possibilità di scegliere per le misurazioni successive il criterio del costo storico oppure quello del *fair value*, il quale deve in ogni caso essere riportato nelle note al bilancio.

L'applicazione di questi tre principi risulta essere particolarmente interessante per gli studiosi della materia, perché consente di capire il livello di consenso raggiunto dalla misurazione al valore equo tra i redattori del bilancio. La maggior parte delle ricerche empiriche fatte in questo campo mostra che, nella pratica, quando viene concessa la facoltà di scelta alle aziende, questo metodo viene raramente adoperato. Perciò, nonostante il forte supporto che riceve dallo IASB, la diffusione del *fair value* è ancora molto limitata, è evidente che le imprese ripongono ancora la loro preferenza nella contabilità tradizionale.

Gli studi fatti in quest'ambito, come quelli di Quagli e Avallone (2010) e Marcon e Fasan (2018), mettono in luce come questa scelta risulti essere più variegata nell'applicazione dello IAS 40, dove l'adozione di uno dei due metodi a scapito dell'altro è più bilanciata rispetto a quanto avviene negli altri principi suddetti, in cui il costo storico gioca un ruolo dominante. La ragione di questa differenza potrebbe ricondursi al fatto che immobili, impianti, macchinari e *asset* intangibili sono beni che normalmente l'azienda detiene per un utilizzo all'interno del suo processo produttivo, per i quali il *fair value* può risultare meno rilevante e più costoso da calcolare. Gli investimenti immobiliari, invece, sono definiti "*in-exchange*

asset” perché sono tenuti dall’azienda per essere scambiati nel mercato, quindi è probabile che il loro valore equo sia utile per assumere decisioni di investimento; inoltre, ci si attende una misurazione affidabile vista la presenza di mercati più liquidi rispetto ad altri beni.

Alla luce di quanto esposto, si è ritenuto interessante analizzare più nello specifico il principio contabile IAS 40, per poi cercare di comprendere le possibili determinanti di questa *accounting choice*: prima attraverso l’esame della letteratura già esistente e in seguito mediante una ricerca empirica su un campione di aziende del settore *real estate*.

CAPITOLO 2

IAS 40 – Investimenti immobiliari³²

2.1 Stadi evolutivi dello IAS 40 e modifiche apportate dagli altri principi contabili³³

Lo IAS 40 – *Investment property* fa parte della raccolta di principi contabili emanati dallo IASB. Ha come scopo quello di determinare le modalità di rilevazione degli investimenti immobiliari nei bilanci delle imprese e la connessa informativa.

Risalendo la linea del tempo relativa alla contabilizzazione di questa voce è possibile identificare l'inizio della sua storia, a livello internazionale, con la pubblicazione dell'*Exposure Draft E26 – Accounting for investments* nell'ottobre del 1984, rappresentante una bozza dell'omonimo principio successivamente rilasciato dallo IASC. Nel marzo del 1986, dopo aver esaminato i commenti dei professionisti del settore e apportato le dovute modifiche alla proposta, è stato emanato lo IAS 25 - *Accounting for investments*, obbligatorio per i bilanci relativi all'esercizio avente inizio dal (o dopo il) 1° gennaio 1987. L'ambito di applicazione di questo documento era molto più ampio rispetto all'odierno IAS 40, infatti includeva il trattamento contabile di tutti gli investimenti, definiti come attività detenute dall'impresa al fine di accrescere la propria ricchezza attraverso l'ottenimento di una rendita (come interessi, royalties, dividendi, affitti), per l'apprezzamento del capitale o per altri benefici che possono derivare, ad esempio, dalle relazioni commerciali instaurate.³⁴ Venivano, quindi, regolamentati sia gli investimenti in *asset* tangibili, come terreni, fabbricati, riserve di oro e diamanti, sia in diritti finanziari, rappresentati da crediti diversi da quelli commerciali, partecipazioni al capitale di altre entità e diverse tipologie di strumenti finanziari.

³² Per la stesura di questo capitolo sono stati utilizzati: le varie versioni dello IAS 40, i documenti ad esso correlati come le "*Basis for conclusions*" e le norme contenute negli altri principi contabili richiamati dal testo.

³³ Tale paragrafo è stato redatto utilizzando, tra le altre, le informazioni trovate nel seguente link "<https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias40>".

³⁴ Cfr. INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE - IASC (1986). "IAS 25 – Accounting for investments".

Nel 1994 è stata approvata una versione revisionata di questo standard per l'allineamento con il nuovo formato previsto per i principi contabili internazionali, cambiando alcuni termini lessicali ma lasciando sostanzialmente invariato il contenuto.

A seguito dell'emanazione, nel 1998, dello *IAS 38 – Intangible asset* e dello *IAS 39 – Financial instruments: recognition and measurement*, si è ridotta notevolmente l'estensione applicativa dello *IAS 25*, rimanendo confinata, in particolare, ai beni del settore *real estate* e ad altre categorie marginali come oggetti da collezione e macchine d'epoca.

La pubblicazione dell'*Exposure Draft E64 – Investment property* nel luglio 1999 ha dato impulso ad una profonda riforma relativamente alla contabilizzazione degli investimenti immobiliari, proponendo per essi un apposito principio separato. I commenti ricevuti successivamente da varie organizzazioni internazionali e da singoli Stati hanno dato vita ad alcuni cambiamenti rispetto alla proposta iniziale, tra i quali una diversa modalità di misurazione (uno dei temi più dibattuti), arrivando all'approvazione del nuovo *IAS 40 – Investment property* nel marzo 2000. Quest'ultimo doveva essere adottato a partire dagli esercizi aventi inizio dal 1° gennaio 2001 o da data successiva e ha portato al ritiro dello *IAS 25*, oramai svuotato delle sue funzioni perché sostituito da principi più specifici. A livello europeo, questo standard è entrato in vigore con il Regolamento 1725/2003 della Commissione, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale con la Legge 261 del 13 ottobre 2003.³⁵

Tale principio è stato oggetto di critiche da parte di alcuni professionisti della materia, i quali ritenevano più adeguata l'inclusione degli investimenti immobiliari all'interno dello *IAS 16 – Property, plant and equipment*. La loro idea deriva dalla necessità di non lasciare ai manager la facoltà di decidere a quale categoria appartiene una determinata proprietà immobiliare, scelta che spesso sarebbe

³⁵ L'articolo 3 del Regolamento (CE) 1606/2002 prevede che i principi contabili internazionali non vengano immediatamente applicati dagli Stati membri, essi devono prima superare una procedura di omologazione, ottenendo l'approvazione tecnica da parte dell'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*, un comitato di esperti) e l'approvazione politica dell'ARC (*Accounting Regulatory Committee*, comitato composto dai rappresentanti dei governi nazionali). Inoltre, la decisione deve essere controllata dallo *Standards Advice Review Group* (SARG), che si occupa di garantire la neutralità dei pareri dell'EFRAG. Superato questo iter, lo standard viene adottato tramite un regolamento emesso dalla Commissione Europea, con efficacia di legge immediata.

guidata dalla base di valutazione a loro più conveniente piuttosto che da un criterio rigoroso; considerano, inoltre, la tecnica di misurazione dello IAS 16 adeguata anche per questa voce specifica.

A luglio del 2001, subito dopo il suo insediamento³⁶, lo IASB ha annunciato di voler intraprendere un progetto di miglioramento di alcuni principi contabili, tra cui lo IAS 40, per ridurre o eliminare alcune alternative, conflitti e sovrapposizioni, che nel tempo si erano venuti a creare a causa delle continue modifiche apportate ai diversi standard. Le nuove proposte sono confluite nell'*Exposure Draft – Improvements to International Accounting Standards*, pubblicato a maggio 2002. Per quanto riguarda gli investimenti immobiliari, il *Board* ha deciso di mantenere fondamentalmente il medesimo approccio adottato fino a quel momento, apportando solamente dei cambiamenti marginali, tra i quali, il più importante, riguardava il trattamento contabile dei leasing operativi da parte dei locatari.³⁷ Queste modifiche sono state inserite nella versione revisionata dello IAS 40 emanata a dicembre del 2003. Le entità dovevano adottare questo nuovo principio nell'esercizio avente inizio dal 1° gennaio 2005 o da data successiva, anche se veniva incoraggiata l'applicazione anticipata previa indicazione nelle note. È stato recepito dall'Unione Europea con il Regolamento 2238/2004, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale con la Legge 394 del 31 dicembre 2004, poi sostituito dal Regolamento 1126/2008 inserito in GU con la Legge 320 del 29 novembre 2008³⁸.

Quella del 2003 risulta essere l'ultima versione dello IAS 40, attualmente in vigore; tuttavia, il principio è in continuo mutamento a causa delle modifiche apportate agli altri standard ad esso correlati. Di seguito vengono elencate alcune delle variazioni più recenti e più rilevanti che hanno introdotto dei cambiamenti al documento originale:

³⁶ Il 1° aprile 2001 lo IASB (*International Accounting Standards Board*) ha sostituito lo IASC (*International Accounting Standards Committee*), assumendo la funzione di *standard setter* a livello internazionale.

³⁷ Cfr. INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB (2003). "Reasons for revising IAS 40".

³⁸ Tale regolamento si è reso necessario per riunire in un unico testo i principi contenuti nel Regolamento (CE) n. 1725/2003 e nei successivi atti di modifica, per semplificare la legislazione comunitaria e migliorare la chiarezza e la trasparenza della normativa contabile.

- Maggio 2008: attraverso l'*Annual Improvements to IFRSs 2007* viene estesa l'applicazione di questo principio anche alle proprietà in costruzione o in sviluppo destinate ad essere utilizzate come investimenti immobiliari, precedentemente rientranti nello IAS 16. Questa novità deve essere adottata, in modo prospettico, ai bilanci relativi agli esercizi aventi inizio dal 1° gennaio 2009 o successivamente;
- Maggio 2011: con l'emanazione dell'*IFRS 13 – Fair value measurement* viene pattuita una guida univoca per il calcolo del valore equo, valida per tutti gli standard, pertanto alcuni paragrafi dello IAS 40 sono stati modificati ed altri eliminati perché in contrasto con le nuove regole di misurazione. Le modifiche devono essere adottate contemporaneamente al nuovo principio;
- Dicembre 2013: l'*Annual Improvements to IFRSs 2011 – 2013 Cycle* chiarisce la relazione esistente tra l'*IFRS 3 – Business combinations* e lo IAS 40, stabilendo che una transazione può soddisfare contemporaneamente sia la definizione di aggregazione aziendale che di investimento immobiliare, situazione determinabile attraverso l'applicazione separata dei due principi. L'adozione di questo aggiornamento deve avvenire negli esercizi a partire dal 1° luglio 2014, però, se l'azienda è in possesso delle informazioni necessarie, è consentito modificare anche le transazioni già contabilizzate;
- Gennaio 2016: una delle variazioni più importanti degli ultimi tempi è stata apportata dal nuovo *IFRS 16 – Leases*, il quale provoca il cambiamento dell'ambito di applicazione dello IAS 40, andando ad includere sia gli investimenti immobiliari di proprietà che quelli posseduti da un locatario avente il diritto di utilizzo dell'*asset*. Le regole introdotte da questo nuovo standard sono entrate in vigore dal 1° gennaio 2019;
- Dicembre 2016: su suggerimento dell'*IFRS Interpretations Committee*, lo IASB ha pubblicato il documento *Transfers of Investment Property (Amendments to IAS 40)*, al fine di chiarire quando un'impresa è autorizzata a cambiare la qualifica di un immobile da o verso un investimento immobiliare. Le modifiche sono effettive a partire dal 1° gennaio 2018. È consentita anche l'applicazione retrospettiva soltanto se è possibile evitare il "senno del poi" (utilizzo di elementi noti a posteriori).

Le modifiche apportate negli anni hanno contribuito a plasmare l'attuale IAS 40. Si procede di seguito alla descrizione del principio in esame, accompagnata dalle considerazioni fatte dal *Board* riassunte nelle *Basis for Conclusions*, soffermandosi in particolare sull'*accounting choice* tra *fair value* e costo storico.

2.2 Finalità e ambito di applicazione

Gli investimenti immobiliari rappresentano il focus dello IAS 40, il cui obiettivo è quello di determinare le regole contabili per la loro rilevazione, misurazione e informativa. Questo principio può essere adottato da qualsiasi entità che detiene questa tipologia di *asset*, non soltanto dalle imprese del settore *real estate* come era stato proposto da alcuni commentatori.

Si definisce investimento immobiliare un terreno, un fabbricato (o parte di esso) oppure una proprietà immobiliare composta da entrambi, posseduto dall'azienda con il preciso scopo di percepire canoni di locazione, per l'apprezzamento del capitale nel tempo o per entrambi i motivi. Il possesso può essere esercitato sia a titolo di proprietà sia in base ad un contratto di leasing, in quest'ultimo caso è detenuto dal locatario sotto forma di attività consistente nel diritto di utilizzo³⁹. Le funzioni attribuite a questa posta contabile rendono evidente la sua capacità di produrre flussi di cassa indipendenti dalle altre attività aziendali, distinguendola dagli immobili "strumentali".

Nell'ambito imprenditoriale, infatti, gli immobili possono ricoprire vari ruoli e saranno soggetti a regole contabili diverse a seconda della categoria a cui appartengono. Lo IAS 40, responsabile della contabilizzazione degli immobili da investimento, non può essere applicato a:

- Immobili ad uso del proprietario (o strumentali): vengono impiegati per la produzione o la fornitura di beni, la prestazione di servizi o nell'amministrazione aziendale. Queste operazioni generano dei flussi di cassa attribuibili indistintamente a tutte le attività che hanno contribuito al processo

³⁹ Prima dell'emanazione dell'*IFRS 16 - Leases*, il locatario poteva applicare lo IAS 40 ad un investimento immobiliare posseduto tramite leasing finanziario e, solamente a certe condizioni, anche in caso di leasing operativo. Con la pubblicazione di questo nuovo principio è venuta meno la distinzione tra le due tipologie di leasing nella contabilità del locatario, di conseguenza è stato ampliato l'ambito di applicazione dello IAS 40 includendo il diritto d'uso di un investimento immobiliare detenuto tramite leasing in generale.

di creazione di valore. Sono compresi in questa definizione anche gli immobili in costruzione o in sviluppo che in futuro verranno usati con tale funzione e gli immobili concessi in utilizzo ai dipendenti. Questa categoria viene regolamentata dallo *IAS 16 - Property, plant and equipment* oppure dall'*IFRS 16 - Leases* in caso di possesso da parte del locatario tramite leasing;

- Immobili destinati alla vendita nel normale svolgimento dell'attività imprenditoriale, compresi quelli in fase di costruzione o sviluppo per una successiva cessione nel prossimo futuro. In questa circostanza viene adottato lo *IAS 2 - Inventories*.

Queste differenziazioni assicurano che ciascuna proprietà immobiliare sia coperta da un unico principio contabile, in base alle proprie peculiarità.

Talvolta, però, accade che un immobile abbia una destinazione "mista", ad esempio una parte di esso è detenuta per percepire canoni di locazione e una parte viene impiegata nel processo produttivo. In questo caso, se i diversi pezzi possono essere venduti o locati separatamente allora verranno contabilizzati in modo autonomo l'uno dall'altro, altrimenti il bene potrà essere qualificato come investimento immobiliare solo se la parte designata ad uso del proprietario non è significativa.

Il *Board*, inoltre, esclude la possibilità di applicare questo standard alle attività biologiche connesse all'agricoltura, contabilizzate secondo lo *IAS 41 - Agriculture* o lo *IAS 16* (se si tratta di terreni o piante fruttifere), e ai diritti e riserve minerarie (come petrolio, gas naturale e altre risorse simili non rinnovabili) il cui trattamento rientra nell'*IFRS 6 - Exploration for and evaluation of mineral resources*.

Per rendere più chiaro l'ambito applicativo dello *IAS 40*, vengono proposti i seguenti esempi relativi ad alcuni casi particolari di investimenti immobiliari:

- Terreno posseduto dall'azienda in attesa di un apprezzamento del capitale investito nel lungo termine;
- Terreno il cui utilizzo futuro non è ancora stato determinato, poiché la scelta che dovrà essere presa viene considerata una decisione di investimento;
- Edificio di proprietà (o attività legata al diritto di utilizzo dell'edificio) oggetto di locazione tramite uno o più leasing operativi. In questo caso è importante sottolineare che ci saranno almeno due parti, locatore e locatario, che si

qualificano come “possessori” di un interesse sul medesimo fabbricato, il quale verrà iscritto da entrambi tra le attività nel proprio prospetto patrimoniale. Al contrario, un locatore che concede una proprietà in leasing finanziario non può definirsi “possessore”, perciò iscriverà in bilancio solamente un credito pari al valore dell’investimento netto nel leasing, non l’investimento immobiliare che sarà invece rilevato dal locatario⁴⁰;

- Edificio attualmente non occupato ma destinato ad essere concesso in leasing operativo;
- Immobile in fase di costruzione o sviluppo per essere successivamente utilizzato come investimento immobiliare.

Più controverso risulta essere il caso in cui l’entità che possiede l’immobile fornisce agli occupanti dei servizi accessori a quello principale. Se tali servizi costituiscono una parte marginale del contratto generale, non influiranno sulla qualificazione del bene che verrà trattato come investimento immobiliare. L’esempio tipico è quello dell’affitto di un fabbricato adibito ad ufficio, di cui il proprietario si impegna a garantire la sicurezza e la manutenzione. Al contrario, se i servizi offerti sono significativi, l’immobile deve essere valutato come “ad uso del proprietario”. Questa situazione si verifica solitamente per hotel o proprietà simili (come ristoranti, bar e case di riposo), concessi in gestione tramite contratti assai variegati, in base ai quali il proprietario potrebbe mantenere un’esposizione rilevante e influire sui flussi finanziari generati dall’attività di gestione, uscendo dalla sfera applicativa dello IAS 40.

Lo IASB ha preferito evitare di fornire una guida quantitativa per chiarire il concetto di “significatività” dei servizi accessori, ritenendo che questa causerebbe delle distinzioni arbitrarie. Pertanto, richiede alle aziende di elaborare dei criteri propri (che includeranno sia fattori qualitativi che quantitativi⁴¹), coerenti con le previsioni dello standard, per determinare la classificazione dell’immobile. Qualora la

⁴⁰ Le regole di contabilizzazione del leasing per il locatore sono rimaste sostanzialmente identiche anche dopo la pubblicazione dell’IFRS 16, mantenendo la distinzione tra leasing operativi e finanziari. Per quanto riguarda i primi, deve essere rilevata in bilancio l’attività sottostante in base alla sua natura; per i secondi, come detto, il locatore elimina dal proprio bilancio il bene e iscrive un credito pari al valore attuale degli importi che andrà ad incassare.

⁴¹ Cfr. PWC (dicembre 2019). “Applying IFRS for the real estate industry”.

distinzione dovesse essere particolarmente complicata, i parametri utilizzati per la scelta dovranno essere esposti nelle note.

Un giudizio da parte dei redattori è necessario anche per determinare se l'investimento immobiliare acquisito rappresenta un'attività singola, un gruppo di attività o un'aggregazione aziendale (*business combination*); la valutazione deve basarsi sulle linee guida dell'*IFRS 3 - Business combinations*. In sostanza, l'acquisizione si qualifica come complesso di beni quando non presenta alcun vincolo aziendale sistematico, mentre un'aggregazione aziendale è caratterizzata da un insieme di input e processi che combinati tra di loro sono in grado di produrre un output. La differenza essenziale tra queste due classi è la modalità di rilevazione iniziale delle attività identificabili.

L'ultima specificazione riportata dallo standard in merito all'ambito di applicazione dello IAS 40 riguarda le locazioni infragruppo. Un'entità proprietaria di un immobile che viene locato ed occupato dalla capogruppo o da un'altra controllata deve trattare tale bene come investimento immobiliare nel proprio bilancio individuale (sempre se ne rispetta la definizione generale). La stessa attività, invece, deve essere considerata come immobile ad uso del proprietario nel bilancio consolidato che include entrambe le imprese. Questo punto è stato piuttosto dibattuto, infatti alcuni professionisti hanno proposto di evitare una contabilizzazione differenziata dello stesso bene nelle due diverse tipologie di bilancio, escludendo la possibilità di qualificare come investimento immobiliare qualsiasi immobile occupato da un'impresa dello stesso gruppo. Le loro motivazioni, respinte dal *Board*, si basavano sulle seguenti idee: le ragioni che spingono la controllata a detenere la proprietà non sono coerenti con quelle previste dallo IAS 40, riguardano piuttosto il rispetto di una direttiva della capogruppo (questa affermazione può essere confermata dal fatto che spesso l'affitto pagato non viene stabilito a normali condizioni di mercato); il costo per valutare lo stesso immobile in due modi diversi potrebbe superare i benefici informativi per gli utilizzatori; questi ultimi potrebbero essere confusi dalla differente classificazione; quando la transazione avviene a condizioni diverse da quelle di mercato, il *fair value* del bene è meno rilevante quindi è preferibile la contabilizzazione tradizionale secondo lo IAS 16.

2.3 Rilevazione e valutazione iniziale

Gli investimenti immobiliari vengono rilevati tra le attività nel prospetto patrimoniale, in un'apposita voce separata da quella di "immobili, impianti e macchinari" [IAS 1 par. 54 a) e b)]. I requisiti per la loro iscrizione in bilancio corrispondono a quelli previsti dal *Conceptual framework*⁴² per tutte le tipologie di *asset*, ossia deve essere probabile la generazione di benefici economici futuri a favore dell'entità che li detiene e il loro costo può essere attendibilmente misurato.

Per la valutazione iniziale di questa posta, lo IAS 40 prescrive l'utilizzo del criterio del costo, definito come l'ammontare di disponibilità liquide, mezzi equivalenti o il *fair value* di altro corrispettivo dato per l'acquisizione o la costruzione del bene. A questo importo vengono aggiunte le spese dell'operazione direttamente attribuibili all'oggetto in esame, come compensi professionali per le prestazioni legali ricevute e imposte relative al trasferimento della proprietà immobiliare. Le spese iniziali di avvio (escluse quelle necessarie per assicurare il normale funzionamento del bene), le perdite operative antecedenti al raggiungimento del livello di impiego pianificato e gli importi anomali di risorse usate per costruire o migliorare l'immobile sono, invece, esclusi dal computo del costo.

Qualora venga pattuito contrattualmente un pagamento differito, il valore di rilevazione corrisponde al prezzo d'acquisto depurato degli interessi passivi impliciti, i quali verranno rilevati separatamente e ripartiti per tutta la durata del finanziamento.

Successivamente all'iscrizione iniziale, l'entità potrebbe incorrere in ulteriori spese correlate alla proprietà immobiliare. A seconda della loro natura queste possono essere:

- Imputate a conto economico: quando sono sostenute per il mantenimento del bene, legate alla sua manutenzione e riparazione ordinaria. Ad esempio, costi di manodopera e di piccoli ricambi;

⁴² In realtà la nuova versione del *Conceptual framework* emanata nel 2018 ed entrata in vigore dal 1° gennaio 2020 prevede dei criteri diversi per la rilevazione delle attività, quali il rispetto della rilevanza, della rappresentazione fedele e del vincolo costi/benefici. L'impatto di questo nuovo quadro concettuale non si è ancora esteso ai singoli principi contabili, perciò si prevede che a breve i requisiti di rilevazione previsti dallo IAS 40 vengano allineati alle nuove disposizioni.

- Capitalizzate: se sono relative a miglioramenti, sostituzioni o manutenzioni straordinarie che portano ad un incremento dei benefici economici originariamente accertati. Possono essere aggiunte al valore contabile dell'immobile solamente se rispettose dei criteri previsti per la rilevazione delle attività. Rientrano in questa categoria anche i costi di demolizione di parte del fabbricato, se sono diretti a portare il bene nella condizione prevista per l'uso⁴³.

L'azienda potrebbe, inoltre, decidere di sostituire alcuni elementi della proprietà immobiliare posseduta. In questo caso, il costo di sostituzione viene portato ad incremento del valore contabile (nel rispetto dei requisiti di rilevazione), mentre la parte rimpiazzata deve essere stornata. L'eliminazione contabile viene eseguita in modo diverso a seconda del metodo di valutazione scelto successivamente alla rilevazione iniziale (vedere paragrafo successivo). Quando la contabilizzazione è fatta al costo storico, se non è possibile determinare il valore contabile della parte da dismettere, il costo di sostituzione può essere usato come approssimazione del corrispettivo sostenuto al momento del suo acquisto o della sua costruzione. Dall'altro lato, la valutazione al *fair value* del bene, in alcuni casi, è già indicativa della perdita di valore dell'elemento rimpiazzato. Se così non fosse, potrebbe essere complicato decidere il valore equo della parte da eliminare; in alternativa è possibile aggiungere il costo di sostituzione al valore totale e procedere con la rideterminazione del *fair value* dell'attività.

I paragrafi da 27 a 29 disciplinano l'iscrizione in bilancio di un investimento immobiliare acquisito in permuta. Esso deve essere valutato al *fair value* del bene ceduto, o di quello ricevuto se di più facile determinazione. Tuttavia, se lo scambio manca di sostanza commerciale oppure il valore equo non può essere calcolato attendibilmente, allora viene impiegato il valore contabile dell'attività ceduta.

Sono presenti due eccezioni alla regola generale di valutazione degli investimenti immobiliari nel momento dell'iscrizione. La prima interessa la contabilità del locatario, il quale deve rilevare in bilancio il diritto di utilizzo dell'immobile (non

⁴³ Cfr. PWC (dicembre 2019). "Applying IFRS for the real estate industry".

l'attività sottostante) conformemente all'IFRS 16, cioè al costo corrispondente all'importo della passività del leasing incrementato per i pagamenti eseguiti prima o alla data di inizio del contratto e per i costi di dismissione, ridotto degli incentivi ricevuti.

La seconda specificità riguarda le aggregazioni aziendali, per le quali l'IFRS 3 prevede la contabilizzazione iniziale delle attività e passività identificabili al *fair value* calcolato alla data di acquisto, con l'impossibilità di capitalizzare i costi di transazione.

2.4 Valutazione successiva alla rilevazione iniziale: l'*accounting choice* tra costo storico e *fair value*

All'epoca dello IAS 25, era possibile scegliere tra quattro diversi trattamenti contabili per la valutazione degli investimenti successiva alla rilevazione iniziale. Tuttavia, la facoltà di scelta tra questa varietà di metodi poteva inasprire i problemi legati alla comparabilità delle voci di bilancio.

Con l'emanazione dell'*Exposure Draft E64*, lo IASC aveva proposto l'utilizzo di un'unica base di misurazione per tutti gli investimenti immobiliari: il *fair value*. I sostenitori di questo criterio ritengono che le informazioni da esso fornite siano più utili per l'assunzione di decisioni economiche da parte dei *financial user*. Inoltre, considerano la valutazione al valore equo essenziale per misurare la performance finanziaria degli investimenti immobiliari. Infatti, la loro propensione a produrre flussi di cassa indipendenti rispetto alle altre attività dell'impresa rende più appropriato l'impiego della FVA, i cui pregi sono meno evidenti nella valutazione degli immobili ad uso del proprietario. Paoloni (2006) aggiunge che da sempre le società del settore immobiliare, in particolare, operano un continuo controllo dei prezzi di mercato dei patrimoni immobiliari, per rendere più efficace la gestione degli stessi, pertanto l'impiego del *fair value* come criterio valutativo consente un avvicinamento tra i valori contenuti nei report finanziari e quelli usati dal sistema informativo extracontabile come strumenti di controllo della gestione.

Il *Basis for conclusions* del 2000 riporta anche una sintesi dei commenti che sono stati fatti da coloro che erano contrari all'impiego del *fair value* in questa

circostanza. Essi argomentavano la loro tesi, innanzitutto, dimostrando la difficoltà di calcolare in modo attendibile tale valore: spesso infatti non esiste un mercato attivo per questa voce di bilancio, le transazioni immobiliari non sono né frequenti né omogenee e sono caratterizzate da una significativa negoziazione tra le parti, sono beni unici quindi è difficile trovare dei *comparables*. Questi problemi sono accentuati nei Paesi in cui la professione di perito immobiliare è meno consolidata. In questo scenario, il costo storico viene considerato più coerente, meno volatile e meno soggettivo. Sostenevano poi che fosse prematuro estendere l'utilizzo del *fair value* agli investimenti immobiliari, dal momento che neanche lo IAS 39⁴⁴ obbligava a valutare tutti gli *asset* finanziari con tale metodo, nonostante sia più facile da implementare per questa categoria di attività. In terzo luogo, ritenevano poco logico applicare il valore equo alle attività detenute per l'investimento e il metodo del costo storico per attività di breve termine, come le rimanenze, per le quali il *fair value* sarebbe più rilevante. Come ultima motivazione, i costi di mantenimento di una FVA erano considerati eccessivi in rapporto ai benefici informativi ottenuti dagli utilizzatori. Queste preoccupazioni si intensificavano in riferimento alle aziende il cui oggetto principale non fosse quello di detenere gli immobili per l'apprezzamento nel lungo termine.

Il *Board*, dopo un'attenta analisi dei pregi esposti dai sostenitori della *Fair Value View* e dei commenti negativi ricevuti da coloro che possiedono un'*Alternative View*, ha ritenuto impraticabile, in questa fase, imporre la valutazione al valore equo per tutti gli investimenti immobiliari. Allo stesso tempo, però, riconosceva i suoi vantaggi e pertanto ne consigliava l'adozione.

Il nuovo IAS 40, quindi, fin dalla sua emanazione nel 2000, concede ai redattori del bilancio la facoltà di scegliere, per la valutazione successiva alla rilevazione iniziale, fra due diverse tecniche di misurazione:

- modello del costo storico;
- modello del *fair value*.

Questa opzione viene considerata come parte di un processo evolutivo che condurrà verso la FVA, per lo meno per quanto riguarda questa categoria di beni, in attesa che

⁴⁴ Lo IAS 39 è stato sostituito dall'*IFRS 9 - Financial Instruments*, la cui versione definitiva è stata emanata nel luglio del 2014 ed è entrata in vigore il 1° gennaio 2018.

preparatori e utilizzatori del bilancio acquisiscano maggiore esperienza con questo metodo e che i mercati immobiliari si sviluppino nel tempo.

Anche lo IASB, che subito dopo il suo insediamento ha avviato un progetto di “*Improvements*” degli standard, ha discusso sulla possibilità di rimuovere la scelta tra le due basi di misurazione, arrivando alla conclusione che fosse necessario aspettare ancora perché questi eventi avessero luogo. Lo *standard setter* si è però prefissato di tenere la questione sotto controllo, verificando periodicamente se sia necessario mantenere l’alternativa del costo storico.

Lo IASB (e prima di lui lo IASC) ha preferito essere cauto nell’introduzione del valore equo in questo campo perché era la prima volta che veniva applicato alle attività non finanziarie e, inoltre, era una novità per la maggior parte dei Paesi europei⁴⁵. Nonostante ciò, non c’è alcun dubbio riguardo la predilezione dello IASB per il *fair value*, la quale verrà messa in luce anche dall’analisi puntuale di questo principio contabile.

Un esempio significativo di questa preferenza è riportato nel paragrafo 32, dove viene richiesto alle aziende che optano per l’*historical cost model* di calcolare comunque il *fair value* e di riportarlo nelle note del bilancio; secondo Quagli e Avallone (2010) si tratta della premessa logica essenziale per permettere una più facile transizione verso la contabilità al valore equo nel prossimo futuro.

Indipendentemente dal metodo scelto per la valutazione, la regola generale prevede che questo debba essere applicato a tutte le proprietà immobiliari possedute dall’entità. Tuttavia, il paragrafo 32A ammette un’eccezione: per tutti gli investimenti immobiliari connessi a passività, le quali hanno un rendimento direttamente collegato all’andamento del *fair value* di tali immobili, può essere scelta una valutazione diversa (costo storico o valore equo), a prescindere da quella prevista per le altre proprietà immobiliari. Tale disposizione serve per evitare un *accounting mismatch* tra la misurazione dell’attività e quella della correlata passività.⁴⁶

⁴⁵ Cfr. QUAGLI A., AVALLONE F. (2010). “Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry”, in *European Accounting Review*, 19 (3), pp. 461-493.

⁴⁶ Cfr. PWC (settembre 2019). “Fair value measurements – global edition”.

Secondo lo *IAS 8 - Accounting policies, changes in accounting estimates and errors* è possibile variare, negli esercizi successivi, il criterio valutativo prescelto ma solo se il cambiamento consente all'informativa di bilancio di essere più attendibile e significativa. Tuttavia, il verificarsi di queste condizioni viene giudicato "altamente improbabile" nel passaggio da *fair value* a costo storico, confermando indirettamente la superiorità accordata alla contabilità a valori correnti.

2.4.1 Modello del *fair value*

Quando l'entità opta per il modello del *fair value* deve utilizzare tale metodo per misurare tutti i propri investimenti immobiliari alla data di chiusura dell'esercizio e in generale ad ogni valutazione successiva alla rilevazione iniziale. L'immobile dovrà essere valutato al valore equo fino alla sua dismissione o cambiamento di destinazione, anche se il calcolo dovesse diventare più complesso a causa di una minore frequenza delle transazioni comparabili e/o di prezzi di mercato meno prontamente disponibili. In questi casi, il *Board* ha preferito non concedere la possibilità di passare ad una contabilizzazione al costo storico, poiché i manager potrebbero sfruttare la mancanza di affidabilità come pretesto per un impiego discontinuo del valore equo nei mercati in crisi.

Le proprietà immobiliari così misurate verranno iscritte nel prospetto patrimoniale senza essere ammortizzate. Il loro valore riflette le condizioni di mercato esistenti alla data di valutazione, perciò è in continuo mutamento. Le variazioni del loro *fair value* devono essere contabilizzate come utili o perdite nel conto economico dell'esercizio in cui si sono verificate, influenzando direttamente il reddito d'esercizio, senza essere rilevate tra le altre componenti del conto economico complessivo (*other comprehensive income*). Quest'ultimo è stato un passaggio piuttosto dibattuto, poiché molti commentatori temono che la rilevazione di profitti non realizzati possa portare ad una distribuzione eccessiva di dividendi e incrementare la volatilità del bilancio. Secondo lo *standard setter*, invece, il rispetto del principio di competenza economica fornisce informazioni più rilevanti e trasparenti per valutare la performance finanziaria degli investimenti immobiliari. In questo modo il valore equo viene applicato nella sua forma "pura", che si differenzia dal modello di rideterminazione previsto dallo IAS 16 per la valutazione

di immobili, impianti e macchinari, secondo il quale la rivalutazione delle attività deve essere iscritta a patrimonio netto come riserva.

Per garantire l'affidabilità e l'oggettività della valutazione degli immobili da investimento, lo IAS 40 raccomanda (senza alcun obbligo) che la stima del *fair value* venga affidata ad un esperto indipendente, dotato di un'adeguata e riconosciuta qualifica professionale e con una recente esperienza nelle valutazioni di beni della stessa tipologia e nella medesima localizzazione di quello in esame. Uno studio condotto da Ernst & Young nel 2018⁴⁷ su un campione mondiale di aziende quotate del settore *real estate* ha dimostrato che quasi tre quarti di esse si rivolgono effettivamente ad esperti indipendenti per stimare il valore equo dell'intero portafoglio di investimenti immobiliari.

Dal 2013, le linee guida per la misurazione e l'informativa del *fair value* degli investimenti immobiliari rientrano nell'ambito di applicazione dell'IFRS 13 e sono molto più dettagliate di quelle previste in precedenza dallo IAS 40.

A causa della natura delle attività immobiliari, le quali spesso hanno caratteristiche uniche e non sono scambiate con regolarità, e la conseguente mancanza di input osservabili per attività identiche, la misurazione del valore equo per questi beni rientra nel secondo oppure, molto più frequentemente, nel terzo livello della gerarchia. Per esempio, è possibile utilizzare come base di misurazione il prezzo di vendita di un immobile simile, se disponibile, ossia un input osservabile (livello 2); spesso però è necessario apportare degli adeguamenti significativi per riflettere le caratteristiche proprie del bene valutato, quali la localizzazione, le condizioni e le restrizioni all'uso (livello 3).⁴⁸

Sia lo IAS 40 che l'IFRS 13 richiedono alle entità di divulgare le assunzioni principali utilizzate per il calcolo del valore equo, in particolare si fa riferimento agli input impiegati. Il tasso di attualizzazione, l'affitto netto per metro quadro, il rendimento in uscita e i ricavi derivanti da canoni di locazione sono le informazioni quantitative

⁴⁷ Cfr. ERNST & YOUNG (dicembre 2019). "IFRS real estate survey".

⁴⁸ Cfr. SUNDGREN S., MAKI J., SOMOZA-LOPEZ A. (2018). "Analyst coverage, market liquidity and disclosure quality: a study of fair-value disclosures by European real estate companies under IAS 40 and IFRS 13", in *International Journal of Accounting*, 53 (1), pp. 54-75.

fornite con maggior frequenza secondo la ricerca condotta da Ernst & Young, citata in precedenza.

Nella misurazione del *fair value* bisogna tenere in considerazione, tra le altre cose, le ipotesi che gli operatori del mercato utilizzerebbero nella determinazione del prezzo dell'attività alle condizioni di mercato correnti; per le proprietà immobiliari ci si riferisce in particolare alle loro aspettative in merito al reddito futuro. Per questo motivo si ritiene più conveniente stimare il valore equo degli immobili con un approccio di mercato, facendo riferimento alle vendite di proprietà comparabili, oppure con un approccio reddituale, usando come input gli affitti ottenuti dalla proprietà in esame o da altre simili. Il metodo del costo di sostituzione, invece, seppur consentito, non risulta appropriato per valutare tali beni, il cui valore deriva dai benefici economici attesi per il futuro.⁴⁹

Quando viene determinato il *fair value* di un investimento immobiliare, l'entità deve evitare il doppio conteggio di attività e passività che sono rilevate separatamente in stato patrimoniale. Il paragrafo 50 riporta alcuni tra gli esempi più frequenti sui quali porre attenzione:

- ascensori e condizionatori generalmente sono inclusi nel calcolo del valore equo dell'edificio in cui sono installati, quindi non devono essere iscritti a parte come impianti e macchinari;
- i canoni d'affitto di un ufficio spesso tengono in considerazione il fatto che questo è già arredato, pertanto il *fair value* dell'immobile comprende anche il valore del mobilio;
- per calcolare il valore equo di una proprietà immobiliare concessa in leasing operativo non si considera la competenza economica dei canoni riscossi o da riscuotere, pertanto il locatore deve iscrivere i relativi risconti passivi o ratei attivi come voci distinte;
- nella contabilità del locatario l'attività consistente nel diritto di utilizzo viene rilevata separatamente dalla passività del leasing, perciò se la valutazione ottenuta per un immobile è al netto dei pagamenti previsti bisogna aggiungere

⁴⁹ Cfr. PWC (settembre 2019). "Fair value measurements – global edition".

l'importo della passività per ottenere il valore contabile dell'investimento immobiliare.

Se per evitare questo doppio conteggio, la valutazione originaria della proprietà viene rettificata significativamente ai fini dell'iscrizione in bilancio, allora il paragrafo 77 richiede di mostrare nelle note come si è arrivati a quel valore contabile.

Un altro punto a favore di questa base di misurazione è riscontrabile nel fatto che lo IASB concede una presunzione relativa riguardo la capacità di valutare attendibilmente il *fair value* di un investimento immobiliare su base continuativa. Tuttavia, ci sono delle circostanze eccezionali in cui, fin dal momento dell'acquisizione o del cambiamento di destinazione di un immobile, è evidente che l'utilità della valutazione al valore equo sarà nulla: questo si verifica quando la variabilità nella gamma di valori ragionevoli del *fair value* è molto ampia e la probabilità dei vari risultati è difficile da determinare. In questi casi è possibile confutare la presunzione di affidabilità, ma solamente in sede di rilevazione iniziale (disposizione valida anche per le proprietà in costruzione). Per evitare decisioni arbitrarie da parte dei manager, le situazioni di impossibilità di determinare attendibilmente il valore equo sono state circoscritte all'assenza di un mercato attivo per immobili comparabili e all'indisponibilità di tecniche alternative di stima del *fair value* (come quelle basate sull'attualizzazione dei flussi finanziari attesi). Quando si presenta tale problema è possibile derogare alla regola generale di uniformità della valutazione, applicando, esclusivamente agli immobili in questione, il metodo del costo previsto dallo IAS 16 oppure dall'IFRS 16, a seconda rispettivamente dell'esercizio della proprietà o del possesso sul bene. L'entità deve continuare ad applicare questo criterio fino al momento della dismissione.

Se si presentano questi casi eccezionali, l'azienda è tenuta a riportare distintamente tra le informazioni integrative l'importo di questi investimenti immobiliari ed indicare: la descrizione dei singoli beni; il motivo per cui il loro valore equo non può essere stimato con attendibilità e un probabile intervallo di valori entro il quale potrebbe essere compreso; al momento della dismissione, il loro valore contabile e l'utile o la perdita derivanti dalla vendita.

Un'altra eccezione al principio di omogeneità dei criteri valutativi riguarda gli investimenti immobiliari in costruzione. Essi sono stati inseriti nell'ambito di applicazione dello IAS 40 solamente nel 2007, quando il *Board*, a seguito di una richiesta di chiarimenti, si è reso conto dell'incoerenza di questa esclusione. Inoltre, ha sottolineato che l'esperienza acquisita nell'uso del valore equo fosse sufficiente per consentirne una stima più attendibile. Anche in questa occasione, alcuni professionisti contabili hanno espresso le loro preoccupazioni, sollevando il dubbio che questa nuova previsione potesse portare le aziende a valutare molti immobili al costo, poiché al momento della rilevazione iniziale (quando il bene è in fase di costruzione) il *fair value* potrebbe non essere attendibilmente determinabile. Per quanto riguarda questa particolare situazione di transito, l'affidabilità della stima del valore equo risulta essere condizionata da vari fattori, i cui effetti dovranno essere monitorati durante tutto il processo di costruzione, quali lo stato di avanzamento del progetto, l'ottenimento delle autorizzazioni a costruire, la disponibilità di dati di mercato in merito ad iniziative simili, la possibilità di misurare con sicurezza i costi di sviluppo e il valore dell'immobile completato.⁵⁰ Per risolvere questo problema, si è arrivati alla soluzione di consentire la valutazione degli investimenti immobiliari in costruzione con il metodo del costo se il loro valore equo non potesse essere determinato attendibilmente, fino a quando questa stima diventerà attendibile o la costruzione sarà ultimata, qualora ciò accada prima.

Nel momento in cui viene terminata la fabbricazione o lo sviluppo dell'immobile costruito in economia per il quale si è convenuta la misurazione al *fair value*, la differenza tra il valore equo a tale data, ossia l'importo al quale deve essere iscritto in bilancio, e il suo attuale valore contabile deve essere rilevata nel conto economico complessivo.

⁵⁰ Cfr. COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA – CONSOB (2013). "Raccomandazione n. DIE/0061944 del 18/07/2013 – Oggetto: Raccomandazione in materia di valutazione al *fair value* dei beni immobili delle società immobiliari quotate".

2.4.2 Modello del costo

Dopo la rilevazione iniziale, se l'entità opta per il modello del costo, deve valutare gli investimenti immobiliari applicando uno dei seguenti principi a seconda delle caratteristiche dell'oggetto in esame:

- *IFRS 5 - Non-current assets held for sale and discontinued operations*, se l'attività soddisfa i criteri per essere classificata come posseduta per la vendita (o è inclusa in un gruppo in dismissione destinato alla vendita);
- *IFRS 16 - Leases*, se gli immobili sono detenuti tramite leasing, misurando l'attività consistente nel diritto di utilizzo, e non rientrano nell'ambito di applicazione dell'IFRS 5;
- *IAS 16 - Property, plant and equipment*, limitatamente alle disposizioni sul metodo del costo, in tutti gli altri casi.

Affinché un'attività non corrente venga classificata come posseduta per la vendita, l'IFRS 5 chiede che vengano rispettate le seguenti condizioni: il suo valore contabile deve essere recuperato principalmente tramite operazioni di cessione, deve essere immediatamente disponibile per la vendita nelle condizioni in cui si trova attualmente, la sua alienazione deve essere altamente probabile. Alla data di chiusura dell'esercizio, se l'investimento immobiliare posseduto dall'entità presenta queste caratteristiche, viene valutato al minore tra il suo valore contabile e il *fair value* al netto dei costi per la transazione (paragrafo 15). Dal momento in cui gli immobili vengono classificati come posseduti per la vendita sono iscritti separatamente in stato patrimoniale e viene interrotta la procedura di ammortamento.

Il metodo del costo esposto nello IAS 16, invece, prevede che le attività vengano contabilizzate al corrispettivo di acquisto o costruzione più eventuali oneri successivi oggetto di capitalizzazione, così come previsto per la rilevazione iniziale, al netto degli ammortamenti accumulati e di qualsiasi perdita per riduzione di valore accumulata (paragrafo 30). L'ammortamento prevede la ripartizione sistematica del valore iniziale del bene lungo tutta la sua vita utile, utilizzando un criterio che rifletta le modalità con le quali si presume che i suoi benefici economici

siano sfruttati dall'entità. I terreni e i fabbricati vengono iscritti separatamente anche se sono stati acquistati insieme, poiché generalmente i terreni, al contrario dei fabbricati, hanno vita utile illimitata quindi non vengono ammortizzati. Inoltre, in base a questo modello, gli investimenti immobiliari sono soggetti ad *impairment test*, con il quale è possibile rilevare una perdita di valore ogni qualvolta il valore contabile dell'*asset* è superiore al suo valore recuperabile (rappresentato dal maggiore tra il *fair value* al netto dei costi di dismissione e il valore d'uso).⁵¹

Infine, il locatario deve valutare il proprio investimento immobiliare, rappresentato dal diritto di utilizzo dell'immobile in suo possesso, tramite le norme del paragrafo 30 dell'IFRS 16, ossia al costo di rilevazione iniziale al netto degli ammortamenti e delle riduzioni di valore accumulati (come previsto dallo IAS 16) e rettificato per tenere conto di eventuali rideterminazioni della passività del leasing (che è la componente più consistente per la determinazione del diritto d'uso).

2.5 Cambiamenti di destinazione

Un trasferimento di destinazione che consenta ad un immobile di entrare o uscire dalla sfera applicativa dello IAS 40 è possibile solamente se si dovesse verificare un cambiamento d'uso dello stesso. Secondo il paragrafo 57 questo avviene quando:

- il *management* ritiene che un bene soddisfi o cessi di soddisfare la definizione di investimento immobiliare;
- ci sono delle prove, ossia delle azioni osservabili, che dimostrano tale cambiamento. Un mutamento delle intenzioni della direzione aziendale circa l'uso dell'immobile non costituisce un'evidenza sufficiente.

Per meglio comprendere il verificarsi di queste situazioni, viene riportato un elenco non esaustivo di esempi di cambiamenti di destinazione:

- da investimento immobiliare ad immobile ad uso del proprietario: quando l'entità inizia ad utilizzare il bene nello svolgimento dell'attività aziendale o

⁵¹ Per maggiori approfondimenti riguardo le modalità per determinare una riduzione di valore di un'attività consultare lo IAS 36 - *Impairment of Assets*.

avvia un progetto di sviluppo dello stesso per un futuro impiego avente la stessa finalità;

- da investimento immobiliare a rimanenza: se viene sottoposto ad un processo di sviluppo con la prospettiva di una vendita futura;
- da immobile ad uso del proprietario ad investimento immobiliare: nel momento in cui l'entità cessa di utilizzare l'immobile per la propria gestione operativa;
- da rimanenza a investimento immobiliare: quando viene avviato un contratto di leasing operativo.

Le seguenti fattispecie, invece, non danno luogo ad alcun cambiamento di destinazione:

- quando l'azienda decide di dismettere un investimento immobiliare in fase di sviluppo, esso non viene riclassificato come rimanenza, ma continua ad essere contabilizzato secondo lo IAS 40 fino a quando verrà stornato contabilmente;
- quando vengono apportate delle migliorie ad un investimento immobiliare per poi continuare ad impiegarlo con il medesimo scopo, la sua classificazione rimane la medesima anche nel periodo di transizione.

Bisogna porre particolare attenzione alle variazioni nell'uso degli immobili poiché, oltre a causare la soggezione degli stessi a principi contabili diversi, potrebbero rendere necessario un cambiamento dei criteri valutativi impiegati fino a quel momento. Questo problema non si pone quando l'azienda sceglie il modello del costo, perché i trasferimenti di categoria tra investimenti immobiliari, immobili ad uso del proprietario e rimanenze non provocano alcuna modifica al valore contabile del bene, lasciando invariato il suo costo sia a livello valutativo che di informativa. La questione diventa, invece, più complicata quando si utilizza il metodo del *fair value* per gli investimenti immobiliari.

In questo caso, con il passaggio da proprietà immobiliare posseduta per l'investimento a immobile strumentale o a rimanenza, il valore equo alla data del cambiamento di destinazione deve essere impiegato come sostituto del costo per la successiva rilevazione iniziale in conformità allo IAS 16, IFRS 16 o IAS 2.

Nella situazione opposta, quando un immobile impiegato nella gestione aziendale viene trasformato in immobile da investimento, l'entità è tenuta ad applicare lo standard originario (IAS 16 o IFRS 16) fino alla data dell'effettivo mutamento d'uso, continuando ad ammortizzare il fabbricato o l'attività consistente nel diritto di utilizzo e a contabilizzare eventuali perdite per riduzione di valore. Nel momento in cui si verifica il passaggio deve essere rilevata in bilancio qualunque differenza tra il valore contabile degli immobili calcolato mediante lo IAS 16 o l'IFRS 16 e il *fair value* a tale data. L'importo che ne deriva deve essere trattato come una rivalutazione di attività secondo le disposizioni dello IAS 16:

- la minusvalenza (valore contabile maggiore del *fair value*) viene rilevata come costo nel prospetto di conto economico complessivo; a meno che in bilancio non figuri una riserva di rivalutazione per lo stesso bene iscritta precedentemente, in questo caso il decremento viene rilevato nel prospetto delle altre componenti di conto economico complessivo a riduzione della riserva di patrimonio netto;
- la plusvalenza (valore contabile minore del *fair value*) è imputata a conto economico complessivo solo fino a concorrenza di una precedente perdita per riduzione di valore di quell'immobile, quindi per l'importo necessario a ripristinare il valore contabile originario al netto dell'ammortamento accumulato. Una riserva di rivalutazione nel patrimonio netto deve essere costituita per la parte restante che eccede le precedenti svalutazioni. Questa riserva rimarrà in bilancio fino alla dismissione del bene, ossia all'effettiva realizzazione dei profitti relativi alla plusvalenza, quando verrà girata agli utili portati a nuovo (senza transitare per il conto economico).

Diversamente da quanto finora esposto per gli immobili ad uso del proprietario, il cambiamento di destinazione da rimanenza a investimento immobiliare valutato al *fair value* comporta l'iscrizione nel prospetto di conto economico complessivo di qualsiasi differenza tra il valore equo a tale data e il suo valore contabile attuale, in conformità a quanto previsto dallo IAS 2 per la vendita delle rimanenze.

2.6 Dismissioni

Il valore di un investimento immobiliare viene stornato contabilmente dal prospetto patrimoniale, cioè viene eliminato dalla attività di bilancio, nel momento della sua dismissione oppure quando è permanentemente inutilizzato e non ci si attende alcun beneficio economico dalla futura dismissione.

La dismissione del bene può configurarsi con la vendita o con la stipula di un contratto di leasing finanziario (nel leasing operativo, invece, il locatore continua a rilevare l'attività nel suo stato patrimoniale).

Per determinare la data di cessione e della conseguente eliminazione dalla contabilità del cedente bisogna fare riferimento al momento in cui è adempiuta l'obbligazione di fare attraverso il trasferimento del bene al cliente. Secondo il paragrafo 31 dell'*IFRS 15 - Revenue from contracts with customers*, il trasferimento si verifica con l'acquisizione del controllo dell'investimento immobiliare da parte del beneficiario, ossia quando quest'ultimo può decidere dell'uso dell'attività e trarne dei potenziali benefici. Lo standard presenta anche una serie di indicatori da considerare per stabilire la data dell'effettivo passaggio del controllo: quando sorge l'obbligo in capo al beneficiario di pagare per l'attività, all'ottenimento del titolo di proprietà sul bene, all'avvenuto trasferimento del possesso materiale dell'immobile, quando il cliente acquisisce i rischi e i benefici significativi dell'oggetto trasferito, quando la parte acquirente accetta l'attività.

Bisogna, invece, fare riferimento all'*IFRS 16* per determinare la data di dismissione relativa alla stipula di un contratto di leasing finanziario, che corrisponde al momento in cui il locatore mette l'attività sottostante a disposizione del locatario (data di decorrenza del leasing).

La differenza tra il ricavato netto della dismissione e il valore contabile dell'investimento immobiliare rappresenta, a seconda del segno, una plusvalenza o una minusvalenza da iscrivere nel prospetto di conto economico complessivo.

Il corrispettivo da includere nell'utile o nella perdita derivanti dall'eliminazione contabile della proprietà immobiliare e le successive modifiche dell'importo stimato vengono calcolati in conformità alle disposizioni sulla determinazione del prezzo dell'operazione previste dall'*IFRS 15*. Tale prezzo corrisponde all'ammontare che

l'entità si aspetta di ricevere in cambio del trasferimento della proprietà al cliente, tenendo in considerazione i termini del contratto e le abituali pratiche commerciali ed escludendo gli importi riscossi per conto terzi (come le imposte sulla vendita). Un eventuale corrispettivo non monetario deve essere valutato al *fair value*. Se viene concordata una dilazione di pagamento, l'importo da riscuotere in un secondo momento è attualizzato per ottenere l'equivalente prezzo per contanti. La differenza tra questo importo e il credito viene rilevata come interesse attivo.

La stipula di particolari contratti, generalmente di tipo assicurativo, potrebbe consentire all'entità di ottenere dei risarcimenti da parte di terzi al verificarsi di determinati eventi, quali la riduzione di valore, la perdita o l'abbandono dell'immobile. Questi rimborsi vengono iscritti nel prospetto di conto economico complessivo nel momento in cui diventano esigibili, separatamente rispetto alla rilevazione degli eventi che li hanno generati e di eventuali acquisti o costruzioni di beni sostitutivi.

2.7 Informazioni integrative

Per incrementare la trasparenza e l'affidabilità del bilancio, lo IAS 40 nei paragrafi da 74 a 79 prescrive una serie di informazioni aggiuntive che devono essere riportate nelle note del bilancio. Tali informazioni si suddividono in una parte di carattere generale e una parte riservata a coloro che hanno optato per il metodo del *fair value* o, alternativamente, una parte prevista per chi ha scelto il costo storico come modello valutativo.

Qualsiasi entità in possesso di almeno un bene rientrante nell'ambito applicativo dello IAS 40, oltre alle altre informazioni richieste dagli altri standard e indipendentemente dal criterio valutativo adottato, deve indicare in conformità al paragrafo 75:

- a) quale metodo ha deciso di applicare per la valutazione successiva alla rilevazione iniziale: *fair value* o costo;
- b) [eliminato]

- c) criteri propri elaborati dell'entità per distinguere le diverse tipologie di immobile (da investimento, ad uso del proprietario, posseduto per la vendita nel normale svolgimento dell'attività aziendale), quando questa classificazione risulta particolarmente difficile;
- d) [eliminato]
- e) l'affidamento o meno dell'incarico di stima del valore equo ad un perito indipendente e qualificato;
- f) gli importi rientranti nell'utile o nella perdita del prospetto di conto economico complessivo relativi a: ricavi per canoni attivi da locazione di investimenti immobiliari, costi operativi diretti (incluse manutenzioni e riparazioni) legati ad una proprietà immobiliare che ha prodotto ricavi da canoni nel corso dell'esercizio, separatamente ai ricavi relativi ad immobili che non hanno generato canoni, la variazione complessiva del *fair value* derivante dal trasferimento di un investimento immobiliare da un gruppo di attività valutate al costo ad uno in cui è impiegato il valore equo;
- g) l'esistenza e gli importi relativi a restrizioni sulla realizzabilità degli investimenti immobiliari o sulla liquidazione di ricavi e incassi derivanti dalla dismissione;
- h) esistenza di obbligazioni contrattuali per l'acquisizione, la costruzione o lo sviluppo di immobili da investimento e per la loro riparazione, manutenzione o l'apporto di migliorie.

Oltre alle informazioni generali appena riportate, le aziende che hanno scelto il modello del *fair value* devono fornire agli utilizzatori del bilancio una riconciliazione tra il valore contabile della voce "investimenti immobiliari" di inizio e fine esercizio.

Il paragrafo 76, in particolare, chiede di mostrare:

- a) gli incrementi dell'importo iscritto in contabilità dovuti a nuove acquisizioni e, separatamente, quelli derivanti da successivi costi capitalizzati;
- b) il valore delle nuove acquisizioni avvenute mediante aggregazioni aziendali, che portano ad un aumento del valore contabile della posta di bilancio;

- c) gli *asset* che, conformemente alle disposizioni dell'IFRS 5, vengono classificati come posseduti per la vendita (o inclusi in un gruppo di dismissione detenuto per la vendita) e le attività che sono state dismesse;
- d) l'importo delle rettifiche del valore equo rilevate nel risultato economico d'esercizio;
- e) le eventuali differenze nette di cambio originate dalla conversione di tali voci di bilancio in una differente valuta o, viceversa, dal passaggio da una moneta di presentazione estera a quella dell'entità;
- f) i cambiamenti di destinazione degli immobili da o a investimenti immobiliari;
- g) altre variazioni.

Informazioni aggiuntive vengono richieste, come già riportato nei paragrafi precedenti, nei casi eccezionali in cui l'entità è costretta a valutare un immobile al costo perché non è possibile valutare attendibilmente il *fair value*.

Diversamente, se l'azienda decide di impiegare il modello di contabilità tradizionale, è tenuta ad indicare in nota al bilancio le seguenti informazioni:

- a) il criterio di ammortamento utilizzato;
- b) la vita utile stimata del bene oppure il tasso di ammortamento scelto;
- c) il valore contabile lordo e l'ammortamento accumulato (comprensivo delle perdite totali per riduzione di valore) risultati all'inizio e alla fine dell'esercizio;
- d) la riconciliazione tra il valore iscritto nel prospetto patrimoniale di inizio e di fine esercizio, che comprenda le seguenti specificazioni:
 - i. incrementi dovuti a nuove acquisizioni e, separatamente, quelli derivanti dalla capitalizzazione di spese successive;
 - ii. incrementi di valore per acquisizioni tramite *business combinations*;
 - iii. investimenti immobiliari che vengono classificati come posseduti per la vendita (o compresi in un gruppo in procinto di essere venduto) e quelli che sono stati dismessi nel corso del periodo;
 - iv. ammortamenti;
 - v. ammontare delle perdite per riduzione di valore determinate mediante *impairment test* e i relativi ripristini di valore avvenuti durante l'esercizio;

- vi. le differenze nette di cambio registrate in seguito alla conversione di valori espressi in moneta estera;
- vii. cambiamenti nell'uso degli investimenti immobiliari da o a rimanenze e immobili strumentali;
- viii. altre variazioni.

e) la stima del *fair value* del bene.

In aggiunta alle informazioni integrative richieste dal principio contabile a loro dedicato, per quanto riguarda gli investimenti immobiliari bisogna rispettare anche gli obblighi di informativa previsti dagli altri standard richiamati nello stesso IAS 40. Per riportare alcuni esempi: l'IFRS 13 chiede alle entità di fornire informazioni quantitative e qualitative riguardanti le assunzioni fatte e i processi utilizzati per calcolare il valore equo di tali beni; secondo l'IFRS 15 le società del settore *real estate* devono rilevare i ricavi derivanti da contratti con i clienti (dismissione di immobili) separatamente dalle altre fonti di reddito, tra cui distintamente dai canoni attivi di locazione; l'IFRS 16 prevede che il proprietario di un investimento immobiliare fornisca l'informativa del locatore relativamente ai leasing che ha sottoscritto, mentre che colui che ha il diritto di utilizzo del bene presenti le informazioni richieste al locatario e le informazioni richieste al locatore per qualsiasi attività posseduta in leasing operativo.

CAPITOLO 3

Le determinanti della *fair value option* nello IAS 40 e lo sviluppo delle ipotesi

3.1 Cenni introduttivi: *accounting choice* nel contesto europeo e presupposti alla base della ricerca

L'adozione obbligatoria dei principi contabili internazionali per i bilanci consolidati delle società quotate europee fornisce agli studiosi un contesto interessante nel quale ricercare le determinanti della scelta contabile.

Il sistema informativo di bilancio dell'Unione Europea è stato completamente rivoluzionato nel 2005, con l'abbandono dei GAAP nazionali e il passaggio agli IFRS.⁵² La motivazione principale che ha spinto le autorità europee a compiere questo passo, e che da sempre alimenta le azioni dello *standard setter* internazionale, è stata quella di favorire l'armonizzazione delle pratiche contabili e, di conseguenza, migliorare la comparabilità dei bilanci. Gli IFRS, infatti, forniscono alle aziende una base comune per redigere dei report finanziari di qualità elevata, che secondo i regolatori sarebbero capaci di appianare le differenze tra le informazioni fornite dalle varie entità, rendendo più agevoli le analisi di mercato da parte degli operatori e quindi promuovendo investimenti efficienti al di fuori dei confini nazionali.⁵³ Al contrario, i GAAP locali riflettono le forze economiche e politiche caratteristiche di un determinato Paese, pertanto rappresentano regole contabili non omogenee che ostacolano l'efficienza del mercato internazionale dei capitali.⁵⁴

⁵² Il riferimento è solamente ai bilanci consolidati delle società quotate. Per quanto riguarda i bilanci consolidati delle società non quotate e i bilanci separati in generale, i singoli Stati hanno la facoltà di decidere se imporre o meno l'utilizzo degli IFRS. Pertanto, i GAAP locali continuano ad essere applicati in molte circostanze.

⁵³ Cfr. MULLER K. A., RIEDL E. J., SELFHORN T. (2011). "Mandatory fair value accounting and information asymmetry: evidence from the European Real Estate Industry", in *Management Science*, 57 (6), pp. 1138-1153.

⁵⁴ Cfr. FASAN M., MARCON C. (2018). "Accounting choice under IFRS: the role of accounting tradition and managerial opportunism", in *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 8 (3), pp. 209-223.

Molti studi (Ball, 2006; Zeff, 2007; Muller *et al.*, 2011; Nobes, 2013; Fasan e Marcon, 2018) dimostrano che l'adozione dei medesimi principi di bilancio non è stata sufficiente per ottenere un miglioramento effettivo della qualità informativa e una completa comparabilità, poiché non è ancora stata raggiunta l'uniforme applicazione degli stessi. In particolare, Nobes (2006) ha identificato otto aspetti della normativa contabile che inducono le aziende ad adottare delle pratiche non omogenee a livello internazionale: diverse versioni degli IFRS, diverse traduzioni dei principi, lacune dovute alla mancata regolamentazione di specifici argomenti, opzioni palesi concesse dallo IASB, opzioni nascoste che lasciano spazio al giudizio del redattore, stime di misurazione, problemi dovuti alla transizione verso nuovi standard, applicazione imperfetta delle norme.

Queste aree di discrezionalità nella redazione dei bilanci, concesse spesso involontariamente dallo IASB, consentono ai manager di decidere tra varie tecniche di misurazione e di esposizione delle voci. L'autore ritiene che in queste situazioni le diverse pratiche contabili pre-IFRS continuino ad influenzare l'informativa aziendale, perciò individua come principale determinante della differente applicazione degli standard internazionali la tradizione contabile.

In una ricerca successiva del 2012, lo stesso Nobes e Stadler dimostrano che, nonostante la forte associazione tra scelta di politica contabile e Paese, gli IFRS non vengono impiegati in modo uniforme neanche all'interno dei confini nazionali. Per questo motivo, sostengono che le scelte dei redattori siano influenzate anche da altri fattori, quali il settore di appartenenza e le caratteristiche proprie dell'azienda.

Gli studi appena citati sono stati una rampa di lancio per una vasta gamma di ricerche empiriche sul tema dell'*accounting choice* e dei suoi *driver* nel contesto europeo. A livello internazionale, invece, la letteratura in quest'ambito era già molto sviluppata. Le prime ricerche sono partite dagli Stati Uniti a seguito dell'istituzione dell'APB (*Accounting Principles Board*, predecessore del FASB) e risalgono agli anni '60. La maggior parte dei progressi, però, sono stati fatti negli anni '90 e 2000, *in primis* sulla base dei contributi offerti dalla "*Positive Accounting Theory*" di Watt e Zimmerman (1990).

La definizione più diffusa di “scelta contabile” è stata elaborata da Fields *et al.* nel 2001:

“An accounting choice is any decision whose primary purpose is to influence (either in form or substance) the output of the accounting system in a particular way...”

Francis (2001) sostiene che questa definizione sia piuttosto ampia dal punto di vista di varie dimensioni. La prima riguarda la natura del decisore, che potrebbe essere un revisore, un membro del comitato di revisione, uno *standard setter*, ma nella maggior parte dei casi si fa riferimento alle scelte prese dai manager. In secondo luogo, la definizione mostra delle eterogeneità nella natura della decisione, poiché potrebbe riferirsi a: scelte tra regole alternative ugualmente accettabili, giudizi e stime necessari per l'applicazione dei principi, decisioni riguardo il grado di *disclosure*, scelte sulla tempistica di adozione di nuove norme, attività di *lobbying*, decisioni di esposizione delle voci e di costruzione dei prospetti di bilancio, scelte reali di produzione, investimento e finanziamento. Infine, la terza dimensione è relativa alle diverse conseguenze che le scelte contabili possono avere sul reddito: alcune hanno sia effetti immediati che nel lungo termine, altre invece influenzano solamente le componenti dell'utile periodo per periodo.

Storicamente, gli IFRS contengono un maggior numero di *accounting choice* rispetto ai principi contabili nazionali, poiché sono il risultato di una serie di negoziazioni tra professionisti appartenenti a diverse scuole di pensiero e provenienti da diversi Paesi.⁵⁵ Nel corso degli anni, però, lo IASB ha progressivamente ridotto il numero di opzioni, al fine di aumentare la comparabilità.

Fields *et al.* (2001) ritengono che sia impossibile, o comunque non conveniente, eliminare completamente le scelte contabili. Infatti, un rigido sistema di regolamentazione dovrebbe idealmente essere capace di disciplinare ogni singola circostanza, ma la velocità con cui si presentano nuove fattispecie contabili richiederebbe la progettazione continua di nuove regole.

La flessibilità contabile consente ai preparatori del bilancio di utilizzare il proprio giudizio personale basato su una serie di informazioni private in loro possesso,

⁵⁵ Cfr. NOBES C. (2013). “The continued survival of international differences under IFRS”, in *Accounting and Business Research*, 43 (2), pp. 83-111.

riducendo in tal modo le asimmetrie informative tra *insider* e *outsider*. Questa situazione, tuttavia, potrebbe anche danneggiare gli utenti dell'informativa economico-finanziaria, perché è probabile che siano costretti a sostenere maggiori costi per l'analisi di bilancio, a causa dell'incentivo concesso ai manager di trasmettere informazioni opportunistiche.

Secondo l'opinione di Kvaal e Nobes (2010), le opzioni contabili hanno senso di esistere solamente nella misura in cui consentono ad entità con caratteristiche diverse di rappresentare equamente e fedelmente le proprie attività, cioè se l'adozione di diversi metodi contabili permette di ottenere una comparabilità "autentica" piuttosto che una comparabilità "superficiale"⁵⁶. Dal loro punto di vista, questo beneficio della flessibilità non sarebbe in grado di prevalere sui problemi causati, relativi al mancato obiettivo di armonizzazione internazionale e al fatto che le varie opzioni potrebbero trarre in inganno alcuni lettori del bilancio non particolarmente attenti. Pertanto, gli autori consigliano allo IASB di continuare i suoi sforzi per eliminare le discrezionalità concesse dai principi contabili, sebbene non sia ancora stato individuato il livello ottimale di standardizzazione.

La maggior parte della letteratura esistente sull'*accounting choice* si pone l'obiettivo di indagare le possibili determinanti che guidano i manager nella scelta tra le varie alternative contabili.

Fields *et al.* (2001) suddividono questi studi in tre grandi gruppi, ognuno dei quali si basa su un'imperfezione del mercato che rende rilevante la contabilità e che i manager cercano di sfruttare attraverso la loro influenza sui numeri contabili:

- costi di agenzia: in questo caso l'*accounting choice* può essere usata per incidere sugli accordi di compensazione e sui patti di debito, entrambi stipulati per allineare gli interessi delle parti;
- asimmetrie informative: l'*accounting choice* può essere usata come strumento mediante il quale i manager possono divulgare informazioni agli *stakeholder*;

⁵⁶ Cfr. ZEFF S. A. (2007). "Some obstacles to global financial reporting comparability and convergence at a high level of quality", in *The British Accounting Review*, 39, pp. 290-302.

- externalità che colpiscono le parti non contraenti: attraverso l'*accounting choice* i redattori del bilancio possono intervenire sui numeri contabili e di conseguenza influenzare le decisioni di questi soggetti.

Nel prosieguo di questo elaborato verrà analizzata una specifica tipologia di scelta contabile: la *fair value option* nello IAS 40. Essa, rispetto alle altre situazioni di discrezionalità in bilancio, può essere più facilmente osservabile poiché è una cosiddetta “opzione palese”, cioè è prevista esplicitamente dallo IASB. Inoltre, permette di comprendere la preferenza dei manager, piuttosto che quella delle autorità di regolamentazione, nei confronti di uno tra i due principali metodi di misurazione delle poste contabili. La soluzione da loro adottata assume particolare rilevanza perché dovrebbe riflettere le preferenze del mercato, dal momento che i manager sono tenuti a rappresentare gli interessi degli *stakeholder* esterni.⁵⁷

L'idea di impiegare lo IAS 40 come base di studio deriva dal fatto che molte ricerche, tra cui quelle di Christensen e Nikolaev (2013) e di Fasan e Marcon (2017, 2018), dimostrano che gli investimenti immobiliari, rispetto alle altre attività non finanziarie, offrono una distribuzione più equilibrata nella scelta tra costo storico e *fair value*. Immobili, impianti e macchinari (IAS 16) e attività intangibili (IAS 38), infatti, continuano ad essere valutati quasi esclusivamente con il criterio tradizionale, nonostante lo IASB conceda la medesima possibilità di scelta. È probabile che questa differenza dipenda dalle diverse caratteristiche e dal diverso utilizzo di queste tipologie di *asset*. Gli immobili detenuti per scopi di investimento vengono negoziati più frequentemente, di conseguenza esistono mercati liquidi che rappresentano una fonte indipendente di verifica dei valori correnti e quindi viene percepita una maggiore affidabilità della stima del loro valore equo. Inoltre, i cambiamenti di valore degli investimenti immobiliari (visibili solo con l'applicazione del criterio del *fair value*) sono rilevanti per gli investitori perché consentono di determinare la performance operativa. Al contrario, per le attività detenute con lo scopo di generare reddito dal loro utilizzo viene preferita la

⁵⁷ Cfr. CHRISTENSEN H. B., NIKOLAEV V. V. (2013). “Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test?”, in *Review of Accounting Studies*, 31, pp. 734–775.

valutazione al costo storico, poiché i benefici della contabilità corrente non sono considerati sufficienti a giustificare la maggiore complessità e l'elevato costo.

Ci sono ulteriori motivazioni che rendono lo IAS 40 una fonte d'indagine interessante. È stato il primo principio contabile a consentire l'utilizzo del valore equo per le attività non finanziarie, oltre ad essere l'unico che ad oggi permette di contabilizzare le rivalutazioni e le svalutazioni degli *asset* non finanziari direttamente in conto economico, mentre lo IAS 16 e lo IAS 38 prevedono una forma non pura di contabilità al *fair value*. Un'altra particolarità di questo standard è il fatto di imporre alle entità di fornire il valore equo degli investimenti immobiliari, per la rilevazione della voce nei prospetti di bilancio oppure nelle note informative.

La scelta tra costo storico e *fair value* è guidata innanzitutto dal rispetto delle qualità dell'informativa contabile richieste dal *Conceptual framework*, in particolare il *trade-off* tra rilevanza e rappresentazione fedele gioca un ruolo fondamentale nell'indirizzare i manager verso la decisione migliore. Tenendo in considerazione questo presupposto, l'elaborato si occupa di individuare e analizzare alcuni fattori che possono essere determinanti per la *fair value option*, cioè le ragioni che hanno portato a preferire la misurazione al valore equo (o al costo storico) per la valutazione successiva alla rilevazione iniziale degli investimenti immobiliari.

A seguito di un attento esame della letteratura per trovare delle variabili che potessero spiegare la scelta contabile effettuata nello IAS 40, il passaggio successivo della ricerca è stato quello di sviluppare delle ipotesi che verranno testate su un campione di aziende europee del settore immobiliare, al fine di comprendere se le entità che scelgono il *fair value* hanno effettivamente delle caratteristiche differenti rispetto a quelle che optano per il costo storico.

Nell'elaborazione delle ipotesi si sono tenuti in considerazione quattro presupposti. Il primo di questi riguarda la capacità del valore equo di fornire informazioni maggiori e più aggiornate.⁵⁸ Questo criterio di valutazione, infatti, viene apprezzato dagli investitori perché permetto loro di valutare più facilmente le performance attuali e potenziali delle imprese, facendo emergere gradualmente in bilancio il

⁵⁸ Cfr. QUAGLI A., AVALLONE F. (2010). "Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry", in *European Accounting Review*, 19 (3), pp. 461-493.

plusvalore legato all'apprezzamento degli immobili, senza dover attendere l'effettivo realizzo. Il costo storico, invece, spesso risulta essere troppo lontano dal valore corrente delle attività e quindi poco espressivo dei potenziali flussi di cassa futuri. Muller *et al.* (2008)⁵⁹, mediante l'impiego del *bid-ask spread*, la percentuale di giorni senza negoziazioni e il volume degli scambi, hanno dimostrato che le aziende che scelgono il *fair value* hanno una minore asimmetria informativa e una migliore liquidità, a prova del fatto che questo metodo viene percepito come più informativo.

La seconda assunzione da tenere in considerazione per la determinazione delle ipotesi presuppone che le imprese che adottano il valore equo per la rilevazione degli investimenti immobiliari presentino valori contabili di capitale proprio e utili più elevati.⁶⁰ Infatti, con tale criterio è possibile riflettere in bilancio sia i cambiamenti di valore in aumento che in diminuzione dei beni, anche se tali utili o perdite non sono ancora stati realizzati. Se i beni vengono misurati con il costo storico, invece, si possono riconoscere solo le perdite di valore tramite l'*impairment test*.

Il terzo presupposto spiega che le aziende variano raramente i criteri di valutazione impiegati, innanzitutto a causa del principio di *consistency*, il quale richiede un utilizzo costante delle pratiche contabili per evitare che queste varino a seconda della convenienza e per garantire la comparabilità nel tempo. Questo principio rende costoso per le aziende effettuare il passaggio da costo storico a *fair value*, perché i manager dovranno convincere i revisori che il nuovo metodo consente una rappresentazione migliore dell'economia aziendale e dovranno giustificare la modifica agli utilizzatori del bilancio.⁶¹

L'ultimo presupposto, nonché quello più caratteristico dello IAS 40, riguarda la diversa percezione che gli investitori hanno delle informazioni *recognized* rispetto

⁵⁹ Cfr. MULLER K. A., RIEDL E. J., SELFHORN T. (marzo 2008). "Causes and consequences of choosing historical cost versus fair value", Working paper, Pennsylvania State University, Harvard University and Ruhr-Universität Bochum.

⁶⁰ Cfr. ISRAELI D. (2015). "Recognition versus disclosure: evidence from fair value of investment property", in *Review of Accounting Studies*, 20, pp. 1457-1503.

⁶¹ Cfr. CHRISTENSEN H. B., NIKOLAEV V. V. (2013). "Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test?", in *Review of Accounting Studies*, 31, pp. 734-775.

a quelle *disclosed*.⁶² Le aziende sono obbligate a riportare in bilancio il *fair value* degli investimenti immobiliari, sia nel caso in cui decidano di adottare tale modello per la rilevazione dei beni sia se optano per il modello del costo storico. Se gli operatori del mercato attribuissero lo stesso peso alle informazioni fornite nei prospetti numerici e a quelle riportate nelle note esplicative, non avrebbe senso indagare le determinanti della scelta tra le due basi di misurazione nel contesto dello IAS 40, poiché gli investitori, in ogni caso, sono in possesso del valore equo degli investimenti immobiliari. Al contrario, per lo sviluppo delle ipotesi di seguito riportate, si assume che le informazioni *recognized* vengano considerate dal mercato come più rilevanti rispetto a quelle *disclosed*, coerentemente con le prove fornite dalla maggioranza degli studi in tale ambito. Sundgren *et al.* (2018) affermano che molti professionisti criticano le informazioni riportate nelle note, in generale, per essere troppo “ingombranti”, cioè il loro uso eccessivo rende la lettura del bilancio più lunga e complessa, incrementando solo marginalmente la qualità dell’informativa economico-finanziaria. Muller *et al.* (2015) hanno utilizzato un campione di aziende europee del settore immobiliare per dimostrare che i prezzi delle azioni hanno un’associazione più stretta (maggior *earnings informativeness*) con i valori equi *recognized* piuttosto che con quelli *disclosed*, a prova del fatto che i primi vengono valutati dagli investitori come più significativi. Gli autori attribuiscono questa diversa percezione, innanzitutto, alla minor affidabilità *ex ante* delle informazioni divulgate nelle note. Questa previsione deriva dai minori controlli interni (da parte della direzione) ed esterni (da parte di revisori o altri soggetti) a cui sono sottoposti questi dati rispetto a quelli che vanno ad incidere direttamente nella situazione patrimoniale e finanziaria, condizione che lascia spazio alla presenza di maggiori *noise*, ovvero ad un numero più elevato di errori di misurazione. La seconda causa della minore significatività degli importi *disclosed* è stata individuata nell’incompleta elaborazione delle informazioni in essi contenute da parte degli investitori, le quali non vengono incorporate interamente nel valore dei titoli azionari (mettendo in dubbio l’efficienza dei mercati dei capitali). La

⁶² Le informazioni *recognized* sono quelle che vengono fornite nei prospetti numerici di bilancio attraverso la contabilizzazione delle voci. Le informazioni *disclosed*, invece, sono quelle fornite nelle note.

spiegazione di ciò è data dai più elevati costi di elaborazione dei dati dovuti alla maggiore rischiosità percepita dei valori equi “divulgati”.⁶³

Nei seguenti paragrafi vengono descritti sei tra i principali *driver* della *fair value option* per la valutazione degli investimenti immobiliari, individuati tramite lo studio della letteratura. Sulla base delle informazioni emerse da quest’analisi vengono sviluppate quattro ipotesi che guideranno la ricerca empirica del quarto capitolo, le quali cercano di prevedere gli effetti dei seguenti fattori sull’*accounting choice: ownership structure*, dimensione aziendale, *leverage*, impegno verso la trasparenza contabile. Si presume che l’impatto di questi elementi sulla scelta contabile sia maggiore qualora gli investimenti immobiliari costituiscano una percentuale significativa del totale attivo.

La tradizione contabile, invece, verrà utilizzata come variabile di controllo, poiché i molteplici studi condotti su di essa sono concordi nel dimostrare i suoi effetti sulla scelta tra *fair value* e costo storico.

Per quanto riguarda l’opportunità manageriale, sebbene sia tra le determinati più esaminate dalla letteratura, non viene elaborata alcuna ipotesi in merito ai suoi esiti, poiché chi scrive condivide l’idea che tale variabile non sia funzionale per spiegare la scelta contabile, essendo essa una decisione da prendere *ex ante*.

Nel capitolo successivo, invece, saranno riportati i risultati della ricerca empirica e verranno testate le ipotesi sviluppate.

3.2 Tradizione contabile

Fino al 2005, in Europa, i bilanci erano redatti sulla base dei principi contabili nazionali del Paese di domicilio, pertanto anche gli investimenti immobiliari venivano contabilizzati secondo i GAAP locali. A livello europeo, i trattamenti contabili previsti per queste attività non finanziarie possono essere classificati in due gruppi: il modello del costo e il modello di rivalutazione.

Alcuni Stati, come Italia, Francia, Germania, Spagna e Austria, richiedono alle aziende di valutare gli investimenti immobiliari con l’*historical cost model*, di fatto la

⁶³ Cfr. MÄKI J., SOMOZA-LOPEZ A., SUNDGREN S. (2016). “Ownership structure and accounting method choice: A study of European Real Estate Companies”, in *Accounting in Europe*, 13 (1), pp. 1-19.

loro rilevazione in bilancio non viene distinta da quella di “immobili, impianti e macchinari”. In questi casi, il valore contabile è soggetto ad un processo sistematico di ammortamento in base alla stima della vita utile del bene e possono essere rilevate *una tantum* delle svalutazioni per perdite di valore, entrambi da iscrivere direttamente in conto economico. Talvolta, in circostanze abbastanza limitate, è consentita una rivalutazione delle attività da riportare nel patrimonio netto, ad esempio in Italia quando una legge speciale lo permette. Alcune entità locate in questi Paesi potrebbero decidere di divulgare volontariamente il valore equo dei propri beni nelle note.

Secondo i GAAP del Regno Unito, invece, gli investimenti immobiliari devono essere valutati con il criterio dell'*open market value* (molto simile al *fair value* descritto dallo IASB), senza alcun ammortamento e con le rivalutazioni iscritte in una riserva di patrimonio.

Infine, altri Stati, tra cui Belgio, Paesi Bassi e Polonia, consentono di scegliere tra il modello del costo e quello di rivalutazione.

Come è noto, con l'adozione dei principi contabili internazionali, le aziende sono tenute ad applicare lo IAS 40 per la contabilizzazione degli *investment property*, pertanto hanno la facoltà di optare per la valutazione al *fair value* (consigliata dallo IASB) oppure per il costo storico. Dal 2005, sono stati condotti numerosi studi nell'ambito dell'Unione Europea per comprendere le possibili determinanti capaci di guidare i manager nella scelta tra questi due metodi. La tradizione contabile è sicuramente uno dei fattori centrali di queste ricerche. Molti studiosi (Nobes, 2006 e 2013; Muller *et al.*, 2008 e 2011; Christensen e Nikolaev, 2013; Fasan e Marcon, 2017 e 2018), infatti, hanno dimostrato che le pratiche contabili pre-IFRS continuano ad influenzare fortemente i bilanci delle società redatti secondo gli standard internazionali. Per questo motivo, è probabile che quando lo IASB consente ai manager di impiegare la propria discrezionalità, essi tendano ad utilizzare le regole di rendicontazione originarie del proprio Paese. Nel caso specifico della *fair value option* nello IAS 40, questo si traduce nella propensione a valutare gli investimenti immobiliari al valore equo solamente laddove i principi contabili nazionali richiedono il modello di rivalutazione, al contrario, nei Paesi in cui prevale

la contabilità tradizionale è probabile che continui ad essere utilizzato il modello del costo.

Kvaal e Nobes (2010) identificano quattro possibili ragioni del continuo verificarsi di queste differenze contabili tra i vari Stati:

- fattori istituzionali legati ai diversi sistemi legali, finanziari, contabili e fiscali che avevano precedentemente influenzato la nascita delle diverse pratiche nazionali e che continuano ad essere rilevanti anche dopo l'adozione degli IFRS, perché le attività di monitoraggio aziendale, di applicazione delle norme e la tassazione rimangono prevalentemente locali;
- i bilanci consolidati vengono redatti a partire dai bilanci separati, di conseguenza subiranno l'influenza delle regole contabili (tipicamente basate sui GAAP nazionali) impiegate dalla capogruppo e dalle sussidiarie;
- si parla talvolta di mantenimento dello *status quo*⁶⁴, di "*stickiness*" (viscosità) o di conservatorismo⁶⁵ per indicare il tentativo dei manager di mantenere uniformi le tecniche di rendicontazione nel tempo, evitando in tal modo di uscire dalla "zona di comfort" e assicurando la massima comparabilità;
- gli amministratori preferiscono ridurre al minimo il numero di modifiche apportate ai loro sistemi contabili per limitare i costi di transizione agli IFRS.

Zeff (2007) specifica che le scelte contabili sono guidate da quattro fattori culturali tipici di un determinato Paese, che formano la base su cui si reggono i sistemi informativi aziendali: cultura economico-finanziaria, cultura contabile, cultura dell'*auditing*, cultura normativa.

Ball (2006) suggerisce, invece, che la tradizione contabile continuerà ad influenzare l'*accounting choice* fintanto che "gli incentivi di preparatori (manager) e di chi è tenuto a far rispettare la legge (revisori, tribunali, autorità di regolamentazione, consigli di amministrazione, azionisti, politici, analisti, agenzie di *rating*, stampa) rimangono principalmente locali".

⁶⁴ Cfr. PINTO M. J. T., MARTINS V. A., SILVA D. M. (2015). "Accounting choices: The Brazilian case of real estate investment", in *Revista Contabilidade & Finanças*, 26 (69), pp. 274-289.

⁶⁵ Cfr. CAIRNS D., MASSOUDI D., TAPLIN R., TARCA A. (2011). "IFRS fair value measurement and accounting policy choice in the United Kingdom and Australia", in *The British Accounting Review*, 43, pp. 1-21.

Secondo Fasan e Marcon (2017), queste variabili endogene, che caratterizzano ciascuna nazione, verranno difficilmente modificate da un insieme di principi contabili sviluppato in modo esogeno da uno *standard setter* internazionale.

Gli stessi autori sottolineano la rilevanza dell'*accounting tradition*, la quale, oltre ad influenzare direttamente la scelta tra *fair value* e costo storico, va ad incidere anche sulle altre determinanti. Questo è dovuto al fatto che la stessa variabile potrebbe essere usata in contesti diversi come *proxy* per diverse determinanti oppure potrebbe avere un impatto diverso a seconda del contesto istituzionale in cui viene esaminata.

Per riassumere quanto finora detto, gli studi citati offrono delle prove significative del fatto che le scelte contabili non siano omogenee, ma variano a livello internazionale e anche all'interno dei confini europei in modo non casuale. Nell'assumere le decisioni di rendicontazione ai sensi degli IFRS, i manager tendono ad essere guidati dalle prassi nazionali pre-IFRS. Tuttavia, molte di queste ricerche sono state condotte nell'anno di transizione ai principi contabili internazionali oppure negli anni immediatamente successivi, pertanto è probabile che molte società non avessero ancora acquisito una sufficiente familiarità con queste nuove pratiche. Alcuni autori, infatti, sospettano che l'influenza della tradizione contabile sia solamente una questione transitoria che tenderà a svanire con il passare del tempo: la globalizzazione e il "processo di apprendimento" consentiranno di incrementare l'armonizzazione delle pratiche. A tal proposito, Kvaal e Nobes (2012) hanno comparato dei bilanci relativi all'esercizio 2008/2009 con quelli del 2005/2006 appartenenti alle medesime aziende e hanno scoperto che effettivamente ci sono stati dei cambiamenti nelle politiche contabili, però è ancora chiaramente visibile la propensione a seguire un *pattern* nazionale.

Lo stesso studio (Kvaal e Nobes, 2012), supportato dalla successiva ricerca di Nobes e Perramon (2013), ha evidenziato un'associazione più forte tra *accounting choice* e Paese per le aziende di dimensioni inferiori. Infatti, è possibile notare una maggiore uniformità nelle loro scelte contabili, che continuano ad essere condizionate per la maggior parte da fattori locali. Esse tendono ad essere meno esposte all'influenza internazionale, perciò potrebbero essere meno attente a sfruttare le discrezionalità

concesse dallo IASB e meno interessate a soddisfare il mercato (ad esempio perché i proprietari tendono a coincidere con i manager). Al contrario, le aziende di dimensioni maggiori, pur essendo ancora lontane dal raggiungimento di una completa armonizzazione, sono più inclini a seguire le pratiche internazionali poiché è probabile che siano sottoposte alla revisione di una Big 4, che siano quotate nelle Borse estere e che abbiano investitori stranieri.

Vengono ora riportate due diverse metodologie di ricerca utilizzate dagli esperti in materia per cercare di catturare gli effetti della tradizione contabile sulla *fair value option*. La prima tecnica analizzata è stata impiegata da Quagli e Avallone (2010) e suddivide i Paesi in due gruppi: quelli con mercati finanziari più sviluppati (dove i capitali vengono forniti principalmente dagli investitori di mercato) e quelli con mercati finanziari meno sviluppati (in cui le aziende fanno affidamento sul finanziamento bancario). Questo metodo ha permesso di confermare la significativa influenza delle pratiche nazionali sulle scelte contabili, poiché è stato dimostrato che l'adozione del *fair value* è più probabile nei *capital market-based system* rispetto ai *credit-based system*. I primi, infatti, sono portati ad accogliere in modo più favorevole la misurazione al valore equo, visto il maggior interesse degli investitori a conoscere il valore corrente degli investimenti immobiliari e la possibilità di ottenere delle stime più affidabili, con un conseguente costo inferiore di raccolta delle informazioni.

Il secondo filone di ricerca sul ruolo della tradizione contabile come determinante della scelta tra costo storico e *fair value* è il più diffuso in letteratura e utilizza come *proxy* l'appartenenza dell'azienda al contesto dell'Europa continentale piuttosto che al contesto anglosassone. Tale classificazione è stata proposta da Nobes nel 1983 e si basa sulle differenze tra Paesi di *code-law* e Paesi di *common-law*, rispettivamente, che si distinguono per la presenza di diversi sistemi economici e giuridici, diversi modelli di capitalismo e per l'utilizzo di diverse pratiche contabili. In particolare, nei Paesi di *code-law* le aziende tendono ad avere una proprietà più concentrata quindi le comunicazioni vengono trasmesse attraverso canali privati di informazione, il capitale viene raccolto tramite il sistema bancario pertanto i bilanci sono rivolti soprattutto ai creditori finanziari, la contabilità viene usata con lo scopo di definire

i profitti distribuibili e le tasse da pagare, la regolamentazione contabile è codificata da leggi pubbliche o da principi emanati da organismi contabili nazionali, le rivalutazioni sono in conflitto con le previsioni delle autorità di tassazione e non possono essere distribuite prima della realizzazione.⁶⁶ La preferenza di queste aziende per un'informazione più prudente e affidabile, come riferito nel primo capitolo, ha portato allo sviluppo di un sistema di contabilità basato sui costi storici. Dall'altro lato, nei Paesi di *common-law*, le pratiche contabili si sono sviluppate separatamente dalle norme fiscali e sono definite dal settore privato, la proprietà tende ad essere dispersa e anche le società di medie dimensioni vengono quotate in Borsa, il mercato azionario è più sviluppato, le rivalutazioni servono agli investitori per valutare le performance attuali e future. In questo contesto, il bilancio viene utilizzato come strumento per ridurre le asimmetrie informative, di conseguenza c'è stata una maggiore diffusione della *Fair Value Accounting*.

Sulla base di questi presupposti, ci si attende che le aziende locate nei due contesti delineati effettuino delle scelte contabili tra di loro non omogenee. Nello specifico, Fasan e Marcon (2017, 2018) hanno dimostrato che le società anglosassoni hanno maggiori probabilità di scegliere il valore equo, rispetto alle società dell'Europa continentale. Questo risultato conferma la rilevante influenza dei GAAP nazionali nella scelta di quale metodo impiegare per la valutazione degli investimenti immobiliari.

I numerosi studi presenti in letteratura, che si avvalgono della classificazione proposta da Nobes (1983) come *proxy* per verificare l'impatto della tradizione contabile, sono concordi nei risultati prodotti dalla ricerca empirica. Per questo motivo, come detto prima, si è deciso di non adottare tale determinante come variabile indipendente, dato che i suoi effetti sono già noti, bensì verrà usata come variabile di controllo per verificare la bontà dei risultati ottenuti dai test.

⁶⁶ Cfr. CHRISTENSEN H. B., NIKOLAEV V. V. (2013). "Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test?", in *Review of Accounting Studies*, 31, pp. 734–775.

3.3 *Ownership structure*

Per “*ownership structure*” si intende la struttura proprietaria dell’azienda, ossia l’organizzazione interna di un’entità che determina i diritti e i doveri dei soggetti che detengono interessi sul patrimonio netto. Attraverso la suddivisione delle quote di partecipazione al capitale, vengono definite le modalità di distribuzione della proprietà e il controllo dell’azienda.⁶⁷

L’*ownership structure* è uno dei fattori chiave del *business model* di un’entità, insieme ad altri elementi come ad esempio la dimensione aziendale (analizzata successivamente), il modello di gestione, le caratteristiche dell’attività e della clientela. Il *business model* viene utilizzato per descrivere il contenuto, la struttura e la *governance* dei progetti aziendali, quindi espone le attività e le strategie adottate per distinguersi dai concorrenti, soddisfare le esigenze operative ed economiche e creare valore per gli *stakeholder*. Numerose alternative di configurazione possono essere adottate per i vari fattori che definiscono questo strumento, in modo tale da consentire all’azienda di ottenere un vantaggio competitivo, un determinato livello di redditività e un valore aggiunto. Secondo Pinto *et al.* (2015), la scelta relativa alla tecnica di valutazione degli investimenti immobiliari è correlata a come viene costruito il modello di *business*. Di conseguenza, anche la struttura proprietaria rientra tra le determinanti della *fair value option*.

A seconda del numero di azionisti e della percentuale di capitale posseduta da ognuno di essi, l’assetto proprietario di una società può essere configurato in vari modi, che possono essere ricondotti a due fattispecie: proprietà concentrata o proprietà dispersa. La prima fattispecie si verifica più frequentemente nelle società dell’Europa continentale, mentre la seconda è tipica del contesto anglosassone.⁶⁸

Si parla di *ownership concentration* quando il pacchetto azionario di controllo è detenuto da un ristretto numero di soggetti. Gli azionisti con un numero significativo di quote di partecipazione hanno il potere di intervenire sulla gestione aziendale,

⁶⁷Cfr. www.igi-global.com/dictionary/.

⁶⁸ Cfr. FASAN M., MARCON C. (2017). “Drivers of fair value choice under IFRS in the Anglo-Saxon and Continental European contexts”, in *Sviluppo, sostenibilità e competitività delle aziende. Il contributo degli economisti aziendali*, Il Mulino, Bologna, pp. 27-54.

controllando l'operato dei manager e riducendo la probabilità di opportunismo gestionale.⁶⁹

Nella situazione opposta, in cui il numero di *shareholder* è molto elevato e ognuno di essi possiede un'esigua quantità di azioni, si fa riferimento alla *ownership dilution*. I piccoli azionisti non hanno né i mezzi né la motivazione per intraprendere delle azioni di monitoraggio sulla gestione, perché dovrebbero sopportare tutti i costi del controllo ma otterrebbero solo una piccola parte dei benefici, corrispondente alla loro quota.⁷⁰

La dispersione della proprietà, di fatto, provoca un trasferimento del potere di controllo sulle attività aziendali dagli azionisti (*principal*) ai manager (*agent*). La separazione tra proprietà e controllo causa molto spesso l'insorgere di asimmetrie informative tra le parti, le quali consentono al *management* di perseguire degli obiettivi divergenti da quelli degli azionisti.⁷¹ In questo modo, si vengono a creare dei conflitti di agenzia interni (che si distinguono da quelli esterni, tra azionisti e finanziatori, di cui si parlerà nella sezione dedicata al *leverage*), a cui vengono associati dei costi per la risoluzione delle controversie.

Per mitigare i conflitti di agenzia, sia interni che esterni, si utilizza la contrattazione, spesso basata sui numeri contabili. Questi ultimi possono essere influenzati dai preparatori del bilancio attraverso le scelte contabili, pertanto Fields *et al.* (2001) ritengono probabile che essi utilizzino la propria discrezionalità per incrementare i loro compensi o per evitare la violazione dei patti di debito (vedere paragrafo 3.4). Nonostante ciò, la teoria dell'efficienza contrattuale suggerisce che un certo grado di flessibilità nella rendicontazione è auspicabile, poiché migliora l'allineamento degli interessi di manager e proprietari.

⁶⁹ Cfr. LEAN H. H., TING I. W. K., KWEH, Q. L. (2015). "Ownership concentration, family ownership and leverage: Evidence from Malaysia", in *Malaysian Journal of Economic Studies*, 52(2), pp. 117-133.

⁷⁰ Cfr. MADHANI P. M. (2016). "Ownership concentration, corporate governance and disclosure practices: A study of firms listed in Bombay Stock Exchange", in *The IUP Journal of Corporate Governance*, 15 (4), pp. 7-36.

⁷¹ Cfr. WATT R. L., ZIMMERMAN J. L. (1990). "Positive Accounting Theory: a ten year perspective", in *The Accounting Review*, 65 (1), pp. 131-156.

Quando c'è una maggiore concentrazione della proprietà, l'azienda tende ad essere gestita secondo la "visione del proprietario".⁷² I manager, infatti, sono sottoposti ad un monitoraggio più stretto, pertanto sono più inclini a soddisfare gli interessi dei possessori di capitale.⁷³ Gli azionisti più grandi, di solito, hanno obiettivi di lungo termine, perciò desiderano incrementare il valore dell'azienda e le sue performance. Per questo motivo sono portati a preferire una contabilità più conservativa e meno volatile, capace di ridurre il rischio percepito dagli investitori e quindi di diminuire il costo del capitale. Il metodo di misurazione che riesce a soddisfare al meglio le preferenze di questi azionisti è il costo storico, come è stato dimostrato da vari studi (Lamm-Tennant e Rollins, 1994; Muller *et al.*, 2008; Israeli, 2015).

Israeli (2015), inoltre, sostiene che le imprese con un forte monitoraggio da parte dei proprietari hanno minori probabilità di utilizzare contratti di compensazione basati sui numeri contabili, poiché si avverte di meno la necessità di allineare gli interessi delle parti, riducendo in questo modo l'incentivo dei manager di optare per il modello del *fair value* (nel presupposto che gli amministratori scegliessero il valore equo per aumentare la propria compensazione).

Mäki *et al.* (2016) evidenziano che i principali fornitori di capitale possono avere accesso ad informazioni privilegiate e assumono un ruolo attivo nella gestione. In questa situazione, le asimmetrie informative, oltre ad essere minori, possono essere risolte tramite comunicazioni private con gli investitori in base alle loro esigenze. Il bilancio diventa un mezzo meno rilevante per fornire informazioni, di conseguenza è più probabile la preferenza per la contabilità tradizionale (Muller *et al.*, 2008 e 2011; Mäki *et al.*, 2016). I benefici informativi del *fair value*, infatti, non sono sufficienti per giustificare i più elevati costi di misurazione.

Un'ulteriore punto a favore della misurazione al costo storico in caso di *ownership concentration* deriva dalla minore frequenza con cui sono scambiate le azioni di queste società, calcolata da Mäki *et al.* (2016) con il *turnover ratio* (media annuale

⁷² Cfr. PINTO M. J. T., MARTINS V. A., SILVA D. M. (2015). "Accounting choices: The Brazilian case of real estate investment", in *Revista Contabilidade & Finanças*, 26 (69), pp. 274-289.

⁷³ Cfr. MULLER K. A., RIEDL E. J., SELFHORN T. (marzo 2008). "Causes and consequences of choosing historical cost versus fair value", Working paper, Pennsylvania State University, Harvard University and Ruhr-Universität Bochum.

del numero di azioni scambiate diviso azioni totali), poiché la necessità di fornire informazioni tempestive ai potenziali investitori è minore.

Dall'altro lato, una struttura proprietaria dispersa è sinonimo di minor monitoraggio sui manager, i quali sono tentati di sfruttare la discrezionalità offerta dai numeri contabili per perseguire i propri interessi, utilizzando il criterio valutativo che consente di aumentare i valori di bilancio.

Pinto *et al.* (2015), inoltre, dichiarano che le aziende "frammentate" sono maggiormente vulnerabili al giudizio del mercato; per questo motivo optano per il metodo contabile che permette loro di anticipare le opportunità di crescita futura e quindi di mostrare dei profitti migliori, in modo da attirare l'attenzione dei potenziali investitori, che confrontano le performance di varie aziende per scegliere dove impiegare i propri capitali.

Il minor potere e capacità di controllo degli azionisti con piccole quote di capitale e la mancata partecipazione alla gestione aziendale fanno sorgere la necessità di risolvere il problema delle asimmetrie informative. Esse possono essere mitigate attraverso delle tecniche contabili che consentano di fornire informazioni di qualità più elevata, tempestive e trasparenti.⁷⁴ Il bilancio, in questo caso, è lo strumento più efficiente per comunicare con gli investitori.

Nel complesso, questi studi sono concordi nel dimostrare che in presenza di una maggiore *ownership dilution*, le aziende scelgono più frequentemente il modello del *fair value* per i vantaggi forniti dalla sua capacità informativa e per la possibilità di iscrivere risultati contabili migliori (nei periodi di espansione del mercato). Questi benefici, in presenza di un alto livello di asimmetrie informative, sono superiori ai costi necessari per effettuare la misurazione a valori correnti.

La scelta dell'impresa tra costo storico e *fair value* per la valutazione degli investimenti immobiliari rifletterà la domanda percepita di informazioni in bilancio proveniente da investitori attuali e potenziali, oltre che a tenere in considerazione il

⁷⁴ Cfr. MULLER K. A., RIEDL E. J., SELFHORN T. (marzo 2008). "Causes and consequences of choosing historical cost versus fair value", Working paper, Pennsylvania State University, Harvard University and Ruhr-Universität Bochum.

trade-off tra costi e benefici per ciascun criterio. In conclusione, coerentemente con la letteratura analizzata, viene elaborata la seguente ipotesi:

H1: in presenza di una struttura proprietaria più frammentata (azionariato diffuso), la probabilità di optare per il fair value è maggiore.

3.4 Financial leverage

Come accennato nel paragrafo precedente, i conflitti di agenzia possono essere anche esterni, tra azionisti e creditori. Si vengono a creare perché i creditori detengono la pretesa primaria sulle entrate dell'azienda, ma le decisioni operative capaci di influenzare i flussi di cassa e i relativi rischi vengono prese dai manager, che rappresentano la volontà degli azionisti.⁷⁵ Per trovare un punto di incontro tra gli interessi divergenti di queste due categorie di soggetti, si ricorre alla stipulazione di contratti, come affermato da Fields *et al.* (2001), che prendono il nome di *covenant*.⁷⁶ Anch'essi (come i contratti di compensazione) si basano spesso sui numeri contabili, pertanto gli amministratori possono utilizzare la loro discrezionalità per evitare di infrangere l'impegno assunto.

A tal proposito, la leva finanziaria⁷⁷, calcolata solitamente come rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto, viene impiegata da molti studiosi come *proxy* per la vicinanza alla violazione dei patti di debito (Watt e Zimmerman, 1990; Fields *et al.*, 2001; Taplin *et al.*, 2014; Israeli, 2015). Questa variabile viene considerata in molti elaborati come una possibile determinante della scelta contabile, infatti, quando il livello di indebitamento risulta particolarmente elevato, c'è un incentivo maggiore

⁷⁵ Cfr. WATT R. L., ZIMMERMAN J. L. (1986). "Positive Accounting Theory", Prentice-Hall, New Jersey.

⁷⁶ In finanza con il termine *covenant* si indica un accordo tra impresa e creditori, contenuto nei contratti di finanziamento, che ha come scopo quello di tutelare i creditori dai danni derivanti da una gestione eccessivamente rischiosa dei flussi di cassa aziendali. Questa clausola può essere espressa in forma positiva o negativa. I *positive covenant* sono delle azioni specifiche che l'impresa si impegna ad eseguire. I *negative covenant*, invece, prevedono che l'impresa si astenga dal compiere determinate azioni che potrebbero comportare il deterioramento della capacità di rimborsare il debito esistente. Nel momento in cui vengono superati i limiti imposti dall'accordo, potrebbe essere disposta l'immediata esigibilità delle somme ancora dovute oppure potrebbe esserci una rinegoziazione del prestito.

⁷⁷ L'indice di leva finanziaria, chiamato anche tasso di indebitamento finanziario, è una misura relativa del valore delle passività finanziarie dell'azienda. Consente di conoscere la proporzione tra debiti non operativi ed equity che viene utilizzata per finanziare le attività aziendali ed è una misura della solidità patrimoniale. Spesso si trova questo indice al netto delle attività finanziarie, cioè il rapporto tra posizione finanziaria netta e patrimonio netto (tasso di indebitamento finanziario netto).

ad intraprendere delle azioni capaci di aumentare il reddito, al fine di diminuire il *leverage* e quindi evitare l'inosservanza delle clausole sul debito e i relativi costi di inadempienza. Per quanto riguarda l'opzione concessa dallo IAS 40, i manager sceglieranno con più probabilità il *fair value*, poiché si presume che questo metodo consenta di iscrivere dei valori più elevati di patrimonio netto.

Questo tema è stato piuttosto dibattuto ed ha fatto emergere idee contrastanti riguardo vari aspetti. Ad esempio, Lys (1984) sostiene che la leva finanziaria non ritragga in modo appropriato il rischio di insolvenza poiché viene calcolata in modo endogeno dall'azienda, a meno che non venga fornita una valutazione indipendente del valore delle attività sottostanti.

Uno studio condotto da DeAngelo *et al.* (1994) su un campione di imprese in crisi rivela che le scelte contabili fatte dai manager riflettono soprattutto la consapevolezza dei problemi finanziari dell'impresa, piuttosto che il tentativo di migliorare artificialmente i risultati o di mitigare la violazione dei *covenant*. Oltretutto, questi vincoli sul debito sono particolarmente stringenti nelle entità in reale difficoltà economica e sono soggetti ad un monitoraggio più attento, pertanto è praticamente impossibile riuscire ad aggirarli.

Quagli e Avallone (2010), invece, ritengono illogica l'ipotesi che il *fair value* possa essere utile per eludere il superamento dei limiti imposti nei contratti di prestito, perché questi ultimi sono calcolati senza prendere in considerazione le rivalutazioni del valore di mercato.

Infine, Pinto *et al.* (2015) non condividono l'idea che i manager usufruiscano del valore equo per cercare di rispettare le clausole sul debito, perché sarebbe come "giocare con il fuoco", data la possibilità che si verifichino delle variazioni in diminuzione del valore corrente dei beni. Inoltre, suggeriscono di usare il rapporto tra posizione finanziaria netta ed EBITDA come indicatore dell'indebitamento dell'entità, che rappresenta effettivamente uno dei principali vincoli dei patti di debito.

A partire dagli anni '90, gli studiosi hanno iniziato ad elaborare delle nuove ipotesi in merito all'utilizzo del *financial leverage* come determinate dell'*accounting choice*, impiegandolo come *proxy* dell'efficienza contrattuale.

Esiste un primo filone di ricerca, a cui fanno capo gli studi di Quagli e Avallone (2010), che ipotizza che in presenza di un elevato tasso di leva finanziaria ci sia una maggiore probabilità di utilizzare il modello del costo storico. Secondo gli autori, il conservatorismo favorisce una migliore protezione dei finanziatori e, di conseguenza, minori costi di contrattazione tra i proprietari dell'impresa e i suoi prestatori di capitale. La prudenza che caratterizza la contabilità tradizionale limita i possibili contenziosi in merito alla distribuzione dei dividendi, garantendo ai creditori una miglior tutela dell'integrità patrimoniale, evitando di far uscire dall'azienda utili non ancora realizzati. Tuttavia, le prove risultanti dalla ricerca empirica eseguita su un campione di 76 aziende europee quotate del settore *real estate* dimostrano che questa ipotesi non è rilevante per spiegare la *fair value option* nello IAS 40. Per questo motivo si suppone che i possessori di debito usufruiscano di canali privati di informazione, diversi dal sistema informativo di bilancio, per verificare il valore dei beni aziendali.

Taplin *et al.* (2014) e Mäki (2020) evidenziano l'impatto negativo del *fair value* sull'efficienza contrattuale, ribadendo la relazione inversa tra indebitamento e contabilità al valore equo. Le caratteristiche di questo metodo valutativo, come la sua minor verificabilità e attendibilità e la maggiore volatilità, possono causare l'insorgere di situazioni di incertezza tra i creditori, che si traducono in un incremento dei tassi di interesse sul debito.

La corrente letteraria opposta smentisce però quest'ultima affermazione, sottolineando che, per accedere al mercato dei prestiti, alle aziende viene chiesto di fornire in garanzia le proprie attività, le quali devono essere valutate al loro valore corrente. Dal momento che i finanziatori sono disposti a prestare il loro denaro in base al *fair value* di questi *asset*, di conseguenza significa che percepiscono tale misurazione come sufficientemente attendibile. Inoltre, il costo incrementale di ottenere delle stime affidabili del valore equo per l'iscrizione dei beni in bilancio è inferiore quando questi importi sono già stati calcolati per scopi finanziari. Tali teorie sono state elaborate da Christensen e Nikolaev (2013), che hanno successivamente dimostrato, attraverso una ricerca empirica su un campione di 275 aziende domiciliate in Germania e nel Regno Unito, che un maggior livello di

indebitamento (leva finanziaria più elevata) è effettivamente associato ad una maggiore probabilità di optare per il *fair value* nella valutazione degli investimenti immobiliari.

Questa ipotesi viene confermata, secondo gli stessi autori, dalle preferenze dei finanziatori. Per questi soggetti il *fair value* rappresenta una fonte di informazioni sulla solvibilità dei propri debitori e consente una negoziazione più efficiente dei patti di debito perché riporta i valori correnti delle attività⁷⁸, contribuendo a ridurre l'asimmetria informativa tra le parti. In questo caso, il *financial leverage* cattura le relazioni di potere tra proprietari e finanziatori. Nello specifico, un importo più elevato di questo indice è sinonimo di una più forte influenza dei creditori sulle decisioni aziendali. Anche Fasan e Marcon (2017) concordano con questa previsione ma limitatamente alle imprese locate nei Paesi dell'Europa continentale, dove i conflitti di agenzia esterni sono più diffusi. Dall'altro lato, essi forniscono una diversa interpretazione del tasso di indebitamento finanziario per le imprese appartenenti al contesto anglosassone, in particolare viene impiegato come *proxy* dei conflitti di agenzia interni. Un livello più elevato di leva finanziaria sottopone i manager ad un controllo più stretto e li costringe a porre maggiore attenzione nell'utilizzo delle risorse aziendali, invece in presenza di un indice basso saranno più liberi di agire secondo i propri interessi. Tuttavia, non è stata confermata dai risultati del test l'ipotesi opportunistica secondo cui le imprese anglosassoni con un basso livello di *financial leverage* scelgono con più probabilità il *fair value*, metodo che dovrebbe consentire ai manager di aumentare i valori contabili e la loro retribuzione.

La teoria elaborata da Quagli e Avallone (2010) e sostenuta da molti altri autori viene ulteriormente smentita dalle analisi di Gigler *et al.* (2009), i quali affermano che il conservatorismo contabile in realtà riduce l'efficienza contrattuale. Infatti, nel momento in cui deve essere presa una decisione, ad esempio la scelta se mantenere o liquidare un determinato bene per far fronte al pagamento dei propri debiti in caso di difficoltà finanziaria, il criterio del costo storico potrebbe aumentare la

⁷⁸ Cfr. QUAGLI A., AVALLONE F. (2010). "Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry", in *European Accounting Review*, 19 (3), pp. 461-493.

probabilità di inviare falsi allarmi, cioè anticipare la violazione dei patti di debito e le conseguenze che ne possono derivare.

I risultati significativi ottenuti dall'analisi empirica di Christensen e Nikolaev (2013), la conferma proveniente dalla ricerca di Gigler *et al.* (2009) e gli studi in merito alla volontà dei manager di evitare la violazione dei *covenant* conducono all'elaborazione della seguente ipotesi:

H2: le imprese con un elevato financial leverage (alto tasso di indebitamento), hanno una maggiore probabilità di optare per il modello del fair value.

3.5 Dimensione aziendale

Quagli e Avallone (2010), basandosi sui risultati della loro ricerca, affermano che la dimensione aziendale rappresenta la variabile più significativa per spiegare la scelta dei manager tra *fair value* e costo storico nella valutazione degli investimenti immobiliari. Gli autori sviluppano la loro ipotesi seguendo la "*Political Cost Theory*" elaborata da Watt e Zimmerman nel 1978, utilizzando la dimensione come *proxy* dei costi politici. Questa teoria fonda le sue radici sull'idea che le società possano essere sottoposte ad attacchi politici; essi nascono come conseguenza delle attività di *lobbying* messe in atto da alcuni soggetti che hanno incentivi a fare pressione affinché vengano effettuati dei trasferimenti di ricchezza dalle imprese a sé stessi oppure verso altri beneficiari.⁷⁹ Tipicamente queste *lobby* si attivano per richiedere alle istituzioni una regolamentazione più rigorosa per le aziende e l'imposizione di tasse più elevate. L'ampia visibilità acquisita dalle società di grandi dimensioni è la causa di una maggiore esposizione a pressioni politiche e normative. Di conseguenza, una grande impresa è soggetta a maggiori costi politici, derivanti in particolare da redistribuzioni (sfavorevoli) della ricchezza oppure relativi ad azioni legali per opporsi alle nuove disposizioni normative o costi imposti dalle associazioni sindacali. Tra le varie tattiche adottate dalle aziende per ridurre questi oneri politici c'è quella di diminuire il reddito dichiarato per evitare di attirare

⁷⁹ Cfr. HAGERMAN R. L., ZMIJEWSKI M. E. (1979). "Some economic determinants of accounting policy choice", in *Journal of Accounting and Economics*, 1 (2), pp. 141-161.

l'attenzione del pubblico. Per questo motivo, molti autori (Watt e Zimmerman, 1978; Hagerman e Zmijewski, 1979; Quagli e Avallone, 2010) sostengono che in presenza di una maggiore dimensione è probabile che i manager scelgano il modello del costo storico, per evitare l'iscrizione in bilancio delle rivalutazioni del valore corrente degli investimenti immobiliari, che aumenterebbero ulteriormente la dimensione aziendale. Questa ipotesi è coerente anche con quanto affermato da Qiang (2007) in merito alla più elevata efficienza contrattuale garantita dal conservatorismo contabile, il quale consente di ridurre i costi di agenzia, la visibilità politica, l'impatto della fiscalità e le controversie legali tra le parti.

Per ribadire la preferenza nei confronti della contabilità tradizionale, Lamm-Tennant e Rollins (1994) evidenziano il desiderio dei manager delle grandi aziende di evitare la volatilità degli utili. Infatti, aumenti significativi dei profitti possono essere percepiti come un prezzo eccessivo imposto ai consumatori, mentre importanti riduzioni degli utili possono essere interpretate come un segnale di difficoltà economica e finanziaria. Entrambi sono eventi che attirano l'attenzione del pubblico e che potrebbero comportare maggiori costi politici.

Pinto *et al.* (2015), invece, esprimono il loro disappunto nei confronti di questa ipotesi: sottolineano che le imprese di grandi dimensioni sono considerate delle "icone" nel mercato, in particolare le società quotate, e la loro visibilità le rende esposte ad un monitoraggio continuo, pertanto le rivalutazioni degli investimenti immobiliari valutati al *fair value* non sono sufficienti per influire sulla loro notorietà.

Al di là di quest'ultima considerazione, la relazione inversa tra dimensione aziendale e utilizzo del valore equo viene storicamente dimostrata da molti studi di letteratura contabile, soprattutto sulla base dei principi della *Political Cost Theory*. Utilizzando i tradizionali assunti di questa corrente di pensiero viene elaborata la seguente ipotesi:

H3: le imprese di maggiori dimensioni sono meno propense a scegliere il criterio del fair value.

Esiste, però, anche un altro filone letterario che viene di seguito illustrato per ragioni di completezza espositiva. Esso ha iniziato a diffondersi in tempi più recenti e, al

contrario di quello appena presentato, prevede un utilizzo più frequente del valore equo nelle società di grandi dimensioni. Il presupposto alla base di questa ipotesi è la migliore capacità informativa della contabilità a valori correnti rispetto a quella tradizionale. Muller *et al.* (2008, 2012), Mäki *et al.* (2016) e Sundgren *et al.* (2018) mettono in luce l'importanza della comunicazione tra imprese di grandi dimensioni e mercato. La loro ampia visibilità e gli elevati bisogni finanziari rendono necessario un maggior impegno verso una divulgazione più trasparente e di qualità superiore. La “*Legitimacy Theory*” e la “*Proprietary Costs Theory*” vengono impiegate per dimostrare che le grandi imprese sono esposte ad una maggiore domanda di informazioni da parte del mercato.

Secondo la *Legitimacy Theory*, ogni operazione effettuata dall'azienda deve essere congruente con i valori e le norme della comunità e conforme alle sue aspettative.⁸⁰ “*Legitimacy*” riflette una sorta di consenso che l'impresa deve guadagnarsi dal mercato ed è una “risorsa” indispensabile che le permette di sopravvivere in un ambiente turbolento e competitivo. La *legitimacy* si può ottenere tramite vari espedienti, tra i quali la divulgazione di informazioni aziendali agli *stakeholder* per aggiustare le loro aspettative sulla società. Le aziende di grandi dimensioni tendono ad attirare di più l'attenzione del pubblico, hanno un maggior impatto sulla comunità e devono soddisfare le esigenze di numerosi *stakeholder*, pertanto ricevono una forte pressione pubblica per un'informativa più ampia e di miglior qualità, che consenta loro di mantenere o migliorare la loro *social responsibility reputation*. Le ragioni del diverso livello di *disclosure*, che caratterizza entità con dimensioni differenti, sono spiegate dal fatto che i manager delle grandi aziende sono consapevoli dei maggiori benefici che possono ottenere tramite il soddisfacimento delle aspettative di divulgazione pubblica, mentre le imprese di piccole dimensioni sono riluttanti a fornire un'informativa completa per timore che possa danneggiare la loro posizione competitiva.

Quest'ultima affermazione si collega alla “*Proprietary Costs Theory*”. Essa afferma che le società hanno una serie di incentivi a divulgare volontariamente le proprie

⁸⁰ Cfr. SOLIKHAH B. (2015). “An overview of Legitimacy Theory on the influence of company size and industry sensitivity towards CSR disclosure”, in *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 14 (5), pp. 3013-3023.

informazioni con lo scopo di ridurre le asimmetrie informative e il costo del capitale. Tuttavia, la loro volontà di essere il più trasparenti possibile viene ostacolata dai costi relativi al rilascio di informazioni, che comprendono, oltre alle spese di preparazione, diffusione e controllo delle notizie, anche i costi indiretti causati dall'utilizzo dannoso per l'impresa delle informazioni divulgate da parte di concorrenti o di altri soggetti. Di conseguenza, anche in questo caso, il livello di *disclosure* è influenzato dal relativo *trade-off* tra costi e benefici.

Prencipe (2004) sostiene che la dimensione aziendale è correlata positivamente con l'ampiezza della divulgazione, dal momento che solo nelle imprese più grandi i vantaggi del fornire molte informazioni appaiono superiori agli svantaggi. Queste società, infatti, subiscono una pressione più forte relativamente alla richiesta di informazioni da parte di numerosi analisti e altre parti interessate, dovuta anche ai conflitti di agenzia che di solito si vengono a creare tra attuali e potenziali fornitori di capitale. In questa situazione, un'ampia *disclosure* fornisce una serie di benefici derivanti dalla riduzione delle asimmetrie informative e dal soddisfacimento dei bisogni informativi degli *stakeholder*. Dall'altro lato, gli svantaggi sembrano essere inferiori per le aziende più grandi: i forti costi fissi di preparazione e divulgazione incidono in misura minore sugli utili aziendali, possiedono più risorse per difendersi dagli attacchi della concorrenza, hanno un maggior potere contrattuale nelle relazioni con fornitori e clienti che garantisce un rapporto fiduciario più stabile.

La risposta contabile a questo maggior impegno delle grandi società verso la trasparenza è l'utilizzo del *fair value* come metodo valutativo, capace di fornire informazioni più rilevanti e tempestive al mercato.

Le considerazioni appena esposte, però, pur avendo un ragionevole fondamento logico, non sono ancora molto diffuse nel panorama della *fair value option* dello IAS 40, per questo motivo si è deciso di continuare ad attenersi alla classica tesi basata sulla teoria dei costi politici per lo sviluppo della terza ipotesi di questa ricerca. Tuttavia, si prevede che le innovative intuizioni della *Legitimacy Theory* e della *Proprietary Costs Theory* aumenteranno la loro notorietà nel tempo, arrivando ad influenzare il comportamento dei manager nella scelta contabile tra *fair value* e costo storico per la valutazione degli investimenti immobiliari.

3.6 Impegno alla trasparenza contabile

Per cominciare l'analisi di questa determinante dell'*accounting choice*, viene immediatamente rivelata l'ipotesi elaborata ai fini della ricerca empirica condotta nel capitolo successivo, in coerenza con i risultati ottenuti dalla maggior parte degli studi analizzati (Muller e Riedl, 2002; Muller *et al.*, 2008 e 2011; Israeli, 2015):

H4: le società che decidono di impegnarsi maggiormente per offrire un report finanziario più trasparente ai propri stakeholder scelgono con più probabilità il modello del fair value.

Il solo fatto di assumersi l'onere di stimare il valore equo delle proprie attività viene percepito dagli investitori come un segnale di impegno dell'azienda nei confronti di una maggiore chiarezza nelle comunicazioni. Il *fair value*, infatti, come già illustrato più volte in questo elaborato, si distingue per la sua capacità informativa di alta qualità (presupposto della ricerca). La sua stima consente di divulgare al mercato notizie private riguardanti, in particolare, le aspettative dei manager sui potenziali flussi di cassa futuri che le attività valutate saranno in grado di generare. Il riconoscimento tempestivo delle variazioni di valore degli *asset*, inoltre, facilita la misurazione delle performance aziendali. Queste caratteristiche della contabilità a valori correnti si riflettono nella creazione di prospetti di bilancio più trasparenti. Se davvero gli operatori di mercato percepiscono i vantaggi e l'utilità di questa base di misurazione, allora la mancata fornitura dei *fair value* delle attività aziendali dovrebbe tradursi in un aumento delle asimmetrie informative e nella riduzione dell'efficienza informativa dei prezzi azionari (intendendo per "mancata fornitura" l'utilizzo del costo storico come criterio valutativo, tenendo in considerazione il presupposto che il valore equo *disclosed* non possiede lo stesso valore informativo di quello *recognized*).⁸¹

Attraverso l'impiego del *bid-ask spread* e del *Market-to-Book value*, è stato effettivamente dimostrato che un impegno credibile alla trasparenza assicura una diminuzione del divario di informazioni tra impresa e mercato.

⁸¹ Cfr. MULLER K. A., RIEDL E. J., SELFHORN T. (settembre 2008). "Consequences of voluntary and mandatory Fair Value Accounting: evidence surrounding IFRS adoption in the EU real estate industry", Working paper, Pennsylvania State University, Harvard University and Ruhr-Universität Bochum.

Il *bid-ask spread* viene stabilito dai *market maker* (intermediari finanziari aventi questo specifico compito), come la differenza tra il prezzo a cui sono disposti ad acquistare un titolo (in questo caso l'azione societaria) e il prezzo a cui vorrebbero venderlo. La difformità tra questi due valori deriva dalla presenza di tre tipi di costi di negoziazione: per l'esecuzione delle transazioni, per la detenzione di un portafoglio titoli non coerente con la strategia rischio-rendimento prevista dai *market maker*, per la negoziazione con investitori non informati. Quest'ultima componente, la più rilevante ai fini di questa analisi, può portare a maggiori spese implicite a carico degli investitori in seguito all'aumento del *bid-ask spread* da parte degli intermediari finanziari, a causa della più elevata asimmetria informativa da loro percepita.⁸²

Il *Market-to-Book value*, invece, è il rapporto tra il valore di mercato del patrimonio netto (numero di azioni in circolazione moltiplicato per il loro prezzo unitario) e il suo valore contabile (differenza tra il valore di bilancio delle attività e delle passività). Viene utilizzato come *proxy* del livello di asimmetria informativa, perché un alto valore di questo indice è sinonimo dell'esistenza di opportunità di crescita note ai manager che non vengono rivelate tramite i numeri contabili, quindi sconosciute agli investitori.⁸³

Per riassumere, l'impegno profuso dall'azienda per la trasparenza contabile si dovrebbe tradurre in una riduzione delle asimmetrie informative, misurata con la diminuzione del *bid-ask spread* e del *Market-to-Book value*.

Una comunicazione efficiente con il mercato si riflette in una serie di vantaggi a favore dell'azienda stessa, che possono essere riassunti in un minor costo del capitale. Infatti, gli investitori tipicamente apprezzano la trasparenza, perché attenua l'incertezza e quindi il rischio percepito, di conseguenza riducono il rendimento richiesto all'azienda.⁸⁴ Anche le banche e gli altri istituti finanziari hanno incentivi a ridurre il tasso di interesse sui prestiti concessi alle imprese

⁸² Cfr. MULLER K. A., RIEDL E. J. (2002). "External monitoring of property appraisal estimates and information asymmetry", in *Journal of Accounting Research*, 40 (3), pp. 865-881.

⁸³ Cfr. QUAGLI A., AVALLONE F. (2010). "Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry", in *European Accounting Review*, 19 (3), pp. 461-493.

⁸⁴ Per maggiori approfondimenti si fa riferimento al "*Capital Asset Pricing Model*".

quando viene fornita un'informativa più ampia e di maggiore qualità, poiché consente loro di tenere sotto controllo le variazioni di valore delle attività a garanzia del prestito e, in generale, la solvibilità dell'azienda.⁸⁵

Oltre all'utilizzo del *fair value*, ci si attende che una società orientata verso la trasparenza fornisca ulteriori segnali di questo suo impegno, che a loro volta rendono più probabile la scelta per una contabilità a valori correnti.

Una delle *proxy* di cui gli studiosi si servono è l'adozione volontaria degli IFRS prima che venissero resi obbligatori. Muller *et al.* (2008, 2011) dimostrano che questi *early adopter* hanno beneficiato di una diminuzione del *bid-ask spread* e che sono riusciti a mantenere questo minor valore rispetto alle altre aziende anche dopo il 2005. Tuttavia, tale variabile non viene impiegata in questo studio poiché solamente un numero ristretto di imprese del campione scelto per l'analisi mette a disposizione bilanci così datati.

I tre segnali che, ai fini di questa ricerca, vengono indagati come possibili *proxy* dello sforzo fatto dalle aziende per fornire una maggiore trasparenza contabile sono i seguenti: l'utilizzo di periti esterni per la valutazione degli *asset*, l'affidamento dell'incarico di revisione ad una Big 4, la partecipazione all'EPRA.

Lo IAS 40, al paragrafo 32, consiglia alle aziende di affidarsi ad un esperto indipendente per la valutazione degli investimenti immobiliari. Talvolta, infatti, i benefici informativi del valore equo potrebbero essere messi in ombra dai problemi di attendibilità delle stime, soprattutto per gli immobili da investimento per i quali spesso è necessario basarsi su un approccio di misurazione *mark-to-model*. Da questo punto di vista il *fair value* introduce maggiore discrezionalità gestionale nella contabilità, riducendo di conseguenza la verificabilità degli importi iscritti in bilancio e alimentando il rischio di comportamenti opportunistici. Per risolvere questi problemi conviene che la valutazione delle attività venga fatta da un soggetto esterno. Le sue stime, più oggettive, precise e accurate, consentono di ridurre gli errori di misurazione e le distorsioni o, quantomeno, danno una maggiore sicurezza di affidabilità degli importi agli *stakeholder*. Muller *et al.* (2012) hanno provato che

⁸⁵ Cfr. MULLER K. A., RIEDL E. J. (2002). "External monitoring of property appraisal estimates and information asymmetry", in *Journal of Accounting Research*, 40 (3), pp. 865-881.

questi vantaggi si riflettono in una migliore *earnings informativeness*, ossia la capacità degli utili contabili di catturare o riassumere le informazioni contenute nei prezzi azionari.

Inoltre, gli esperti indipendenti forniscono competenze e approfondimenti che possono limitare il rischio di revisione e quindi ridurre le commissioni per il servizio di *auditing*.

Barth e Clinch (1998), al contrario di quanto finora detto, non trovano prove significative di una diversa percezione delle valutazioni effettuate internamente rispetto a quelle eseguite da un soggetto indipendente, deducendo che le informazioni private possedute dagli amministratori potrebbero controbilanciare l'esperienza e la mancanza di interesse dei periti esterni.

Tuttavia, seguendo la letteratura prevalente, si decide di utilizzare questa variabile come segnale credibile degli sforzi fatti dall'impresa per migliorare la trasparenza contabile: la maggiore affidabilità *ex ante* percepita dal mercato grazie all'impiego di un monitor esterno riduce le asimmetrie informative e favorisce ulteriormente l'adozione del *fair value*.

La seconda variabile capace di catturare l'impegno di un'entità verso una comunicazione più efficiente con gli utilizzatori del bilancio è l'affidamento dell'incarico di revisione contabile ad una cosiddetta "Big 4". Con questo termine vengono generalmente identificate le quattro maggiori società che si spartiscono il mercato mondiale dei servizi professionali offerti alle imprese, riguardanti in particolare l'attività di *auditing*: Deloitte, Ernst & Young, KPMG e PricewaterhouseCoopers.

Broberg *et al.* (2011) sostengono che le scelte contabili possono essere influenzate da soggetti che possiedono un certo potere sull'azienda, quali ad esempio le società di revisione. Esse, nell'espletamento delle loro funzioni, apportano delle competenze specifiche all'interno dell'azienda revisionata, rendendola più incline a preferire alcuni metodi contabili piuttosto che altri. Queste nuove esperienze vengono internalizzate e condivise nell'organizzazione, fino a diventare per essa delle routine. Il processo si conclude con la creazione di nuovo capitale intellettuale, che può rappresentare un vantaggio competitivo per l'azienda.

È probabile che le grandi aziende di revisione, quali le Big 4, incoraggino i clienti ad adottare il *fair value*. Infatti, è noto che esse abbiano una maggiore esperienza nell'implementazione dei principi contabili internazionali e nell'uso specifico delle stime del valore equo.⁸⁶ Esse garantiscono un monitoraggio più forte, riducendo la discrezionalità dei manager, e un servizio di *auditing* di qualità superiore, con lo scopo di mantenere un'elevata reputazione ed evitare possibili danni d'immagine ed economici. Queste caratteristiche rendono le Big 4 una fonte di affidabilità a cui le aziende possono affidarsi per offrire ai propri investitori dei report finanziari più informativi.

Ovviamente questi servizi di elevata qualità si traducono in un maggior costo per le imprese. Tuttavia, al contrario di quanto ci si potrebbe aspettare, Goncharov *et al.* (2014) hanno provato che le commissioni di revisione sono significativamente più basse quando gli investimenti immobiliari vengono valutati al *fair value*. Tale situazione è spiegata dalla maggiore complessità e incertezza introdotta nel processo di revisione dal modello del costo storico, poiché le pratiche di ammortamento e di *impairment test* richiedono un'attenzione particolare.

In breve, quindi, un'azienda che viene revisionata da una Big 4 è considerata più trasparente ed è probabile che decida di utilizzare il modello del *fair value* (Muller *et al.*, 2011 e 2012; Israeli, 2015). Oltre a questa teoria, nettamente prevalente in letteratura e che viene impiegata per lo sviluppo dell'ipotesi fatta inizialmente, ci sono anche degli studi con risultati contrastanti. Mäki (2020), ad esempio, sostiene che le grandi società di revisione consigliano ai propri clienti una contabilità conservativa, per tutelarsi dall'esposizione ad eventuali contenziosi e per i rischi connessi alla perdita di reputazione.

Muller e Riedl (2002), invece, non trovano evidenze significative di una riduzione delle asimmetrie informative per le aziende che vengono revisionate da una Big 6⁸⁷, concludendo che la possibile spiegazione si possa trovare nel fatto che le società di

⁸⁶ Cfr. MULLER K. A., RIEDL E. J., SELFHORN T. (marzo 2008). "Causes and consequences of choosing historical cost versus fair value", Working paper, Pennsylvania State University, Harvard University and Ruhr-Universität Bochum.

⁸⁷ All'epoca della ricerca condotta da Muller e Riedl le grandi aziende di revisione erano sei, ma successivamente il numero è sceso a quattro a seguito della fusione tra "Price Waterhouse" e "Coopers & Lybrand" nel 1998 e del fallimento di "Arthur Andersen" nel 2001.

auditing hanno come compito quello di attestare la correttezza delle valutazioni presenti in bilancio, non quello di generare nuove informazioni.

Infine, l'ultima proxy utilizzata nel contesto di questa determinante dell'*accounting choice* è quella di avere o meno la qualifica di membro dell'*European Public Real Estate Association*. L'adesione di un'azienda all'EPRA è volontaria, per questo motivo viene percepita da molti autori come un segnale di forte impegno nei confronti della trasparenza (Quagli e Avallone, 2010; Muller *et al.*, 2008 e 2012). Si tratta di un'associazione senza scopo di lucro che ha come obiettivo quello di promuovere, sviluppare e rappresentare il settore immobiliare europeo.⁸⁸ Per il raggiungimento di questo ideale, promuove le migliori pratiche di rendicontazione contabile per fornire informazioni di qualità più elevata agli investitori e agli *stakeholder*.

L'*EPRA Best Practices Committee* nel 2006 ha esplicitamente incoraggiato le aziende ad utilizzare il modello del *fair value* perché favorisce l'uniformità, la comparabilità e la trasparenza dei rendiconti finanziari, attraverso la rilevazione tempestiva delle variazioni di valore degli investimenti immobiliari.

In conclusione, l'impiego di periti esterni e di grandi società di revisione, nonché la partecipazione all'EPRA, sono percepiti dal mercato come segnali credibili dell'impegno dell'azienda a fornire dei prospetti di bilancio più trasparenti, capaci di ridurre il divario informativo tra l'impresa e i suoi *stakeholder*. Riprendendo l'ipotesi fatta inizialmente, il tentativo di offrire una comunicazione chiara ed efficiente dovrebbe coincidere con la scelta dei manager di utilizzare il criterio del *fair value* per la valutazione degli investimenti immobiliari.

3.7 Opportunismo manageriale

Sebbene questa determinante della *fair value option* non venga utilizzata nell'analisi empirica del prossimo capitolo, per i motivi spiegati alla fine del paragrafo, si ritiene comunque interessante esporre quelle che sono le principali teorie elaborate negli anni da diversi autori, in merito alla possibile influenza che questa variabile potrebbe avere nelle decisioni contabili. Dall'esame della letteratura, infatti, è

⁸⁸ Cfr. www.epra.com

risultato essere uno dei *driver* più indagati per spiegare le scelte fatte dai manager, nonché uno dei più controversi sul piano dei risultati ottenuti.

Lo IAS 40 crea un contesto particolarmente stimolante di studio, poiché, diversamente dalle tipiche ricerche in tale ambito, lo scopo non è quello di scovare una frode nell'operato degli amministratori, ma si cerca di capire quale possa essere il ruolo dell'opportunismo manageriale nell'*accounting choice* concessa dai principi contabili.

L'opportunismo manageriale è frutto di un fallimento del mercato, che non è stato in grado di indirizzare il *management* verso l'adozione di comportamenti in linea con l'interesse degli investitori esterni, ad esempio a causa della presenza di asimmetrie informative.⁸⁹ In questo contesto, la presenza di conflitti di agenzia tra le parti induce i manager ad agire secondo il proprio interesse personale. Pertanto, quando si presenta l'opportunità di scegliere tra il *fair value* e il costo storico, opteranno per il metodo di valutazione che consente loro di migliorare il proprio compenso oppure la propria reputazione.

I manager cercano, però, di nascondere i loro benefici di controllo al mercato, altrimenti c'è il rischio che vengano intraprese delle azioni disciplinari nei loro confronti; per fare ciò mettono in atto delle pratiche volte a manipolare il livello e la variabilità degli utili contabili (*earnings management*).⁹⁰ La "gestione degli utili" è definita da Watt e Zimmerman (1990) e da Leuz *et al.* (2003) come un'alterazione dei risultati economici delle imprese da parte di manager che esercitano la discrezionalità concessa dai principi contabili a loro vantaggio e questo provoca una redistribuzione del benessere tra le parti coinvolte. La maggior parte degli studi sostiene che gli amministratori scelgano i metodi contabili per trasferire la ricchezza nelle proprie tasche a spese di altri soggetti; mentre altre ricerche prevedono che i criteri valutativi vengano scelti per ragioni di efficienza economica, ad esempio per aumentare il benessere collettivo.⁹¹ La frequenza con cui si verifica la pratica di

⁸⁹ Cfr. CHRISTENSEN H. B., NIKOLAEV V. V. (2013). "Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test?", in *Review of Accounting Studies*, 31, pp. 734-775.

⁹⁰ Cfr. LEUZ C., NANDA D., WYSOCKI P. D. (2003). "Earnings management and investor protection: an international comparison", in *Journal of Financial Economics*, 69, pp. 505-527.

⁹¹ Cfr. WATT R. L., ZIMMERMAN J. L. (1990). "Positive Accounting Theory: a ten year perspective", in *The Accounting Review*, 65 (1), pp. 131-156.

earnings management è maggiore nei Paesi in cui la protezione legale degli investitori è debole, i mercati azionari sono meno sviluppati, la proprietà è concentrata, c'è una scarsa applicazione della legge e i livelli informativi sono bassi.

Per quanto riguarda la *fair value option*, a guidare i manager nella scelta tra i due metodi di valutazione dovrebbe essere il *trade-off* tra rilevanza e affidabilità. Nel caso specifico degli investimenti immobiliari, la stima del valore equo presenta generalmente entrambi i requisiti; per questo motivo è il criterio di misurazione consigliato dallo IASB.

A partire da queste asserzioni, Fasan e Marcon (2018) hanno dimostrato che l'opportunismo manageriale non influenza la scelta contabile, poiché i manager seguono effettivamente le linee guida proposte dallo *standard setter* internazionale. La ricerca di Israeli (2015), invece, ha dato un esito totalmente diverso. L'autore, infatti, ritiene che le scelte contabili vengano prese da soggetti egoisti, che a seconda del loro interesse personale utilizzeranno la discrezionalità concessa loro dai principi contabili per mettere in pratica diverse forme di *earnings management*: aumentare o ridurre gli utili dichiarati, ridurre la variabilità del risultato economico, limitare le perdite o i cali di guadagno oppure una combinazione di queste e altre strategie per influenzare i prezzi delle azioni.

L'*earnings smoothing* (tradotto letteralmente con "livellamento degli utili") è una delle variabili utilizzate più frequentemente in letteratura per verificare la presenza o meno di comportamenti opportunistici nella redazione dei prospetti di bilancio. Mediante l'impiego di questa pratica, i manager cercano di nascondere le reali prestazioni economiche dell'azienda nei seguenti modi: accelerando l'iscrizione di ricavi futuri e ritardando quella dei costi attuali per evitare di mostrare un risultato eccessivamente negativo oppure sottostimando una performance molto positiva con lo scopo di creare delle riserve di utili per il futuro. Molte sono le ragioni che inducono il *management* a preferire un profitto costante nel tempo, tra le quali: la possibilità di ridurre la tassazione nei sistemi fiscali progressivi, attirare gli investitori che apprezzano la stabilità dei profitti (minor rischio percepito), varie

strategie di *business* che consentono all'azienda di operare in modo efficiente.⁹² Per capire se c'è stata effettivamente un'attività di *earnings smoothing* si utilizza il rapporto tra la deviazione standard dell'utile operativo e la deviazione standard del flusso di cassa della gestione operativa, il cui risultato vicino allo zero segnala la presenza di opportunismo manageriale⁹³. Quagli e Avallone (2010) e Israeli (2015) hanno dimostrato che i manager intenzionati ad attuare dei comportamenti opportunistici sono più propensi ad optare per il modello del costo storico perché contribuisce a mantenere una bassa volatilità del risultato economico (a differenza del *fair value*).

Altri studi, al contrario, hanno trovato una correlazione positiva tra l'opportunismo manageriale e l'impiego del *fair value*. Tornando ai conflitti di agenzia interni, di cui si è già discusso in precedenza, si è detto che per mitigarli è necessaria la stipulazione di contratti di compensazione tra manager e proprietari. La retribuzione degli amministratori, pertanto, è composta di una parte fissa e un bonus di incentivazione, il quale di solito viene ancorato, nel breve termine, alla redditività dell'azienda (ad esempio sulla base del ROE o del ROA) e all'andamento dei prezzi azionari nel lungo termine. I manager sono quindi incentivati a sfruttare la flessibilità decisionale concessa loro sui numeri contabili per incrementare il proprio compenso. Di conseguenza, Hagerman e Zmijewski (1979), Leuz *et al.* (2003), Fasan e Marcon (2017) sostengono che l'opportunismo manageriale renda più probabile l'adozione di criteri valutativi che consentono di incrementare il reddito contabile o che hanno un impatto positivo sul prezzo delle azioni, qualità attribuite al modello del *fair value*.

Dopo aver spiegato le due principali ipotesi elaborate dagli studiosi in merito all'influenza del comportamento opportunistico dei manager sull'*accounting choice*,

⁹² www.investopedia.com

⁹³ Le pratiche di *earnings smoothing* riducono la variabilità dell'utile operativo. Quando si presenta questa situazione, il rapporto tra la deviazione standard dell'utile operativo e la deviazione standard dei flussi di cassa operativi tende ad essere più vicina allo zero. Infatti, a parità di deviazione standard dei flussi di cassa operativi (denominatore), se l'azienda impiega delle tecniche per livellare gli utili dei diversi anni avrà una deviazione standard del risultato economico operativo minore (numeratore), perciò il rapporto tra questi due indicatori risulterà più basso.

vengono espone le motivazioni sulla cui base si è deciso di non considerare tale determinante nella ricerca empirica riportata nel prossimo capitolo.

Innanzitutto, Fields *et al.* (2001) fanno notare che i contratti di compensazione dei manager hanno come scopo proprio quello di allineare gli interessi di questi soggetti con quelli dei proprietari. Di conseguenza, non è possibile stabilire a priori se il tentativo di massimizzazione degli utili sia solamente un modo per incrementare la retribuzione manageriale o se questa pratica venga posta in essere nell'interesse degli azionisti. Per comprendere ciò sarebbero necessarie delle ulteriori ricerche che richiedono informazioni aggiuntive rispetto ai soli dati di bilancio.

La seconda motivazione che ha portato all'esclusione dell'opportunismo manageriale dalle determinanti della *fair value option* deriva dal fatto che questa scelta viene considerata come un impegno assunto *ex ante*, senza conoscere con certezza l'andamento futuro delle valutazioni di mercato e delle prestazioni aziendali. Inoltre, una volta adottato un certo criterio di misurazione, l'azienda non può modificarlo liberamente ad ogni esercizio a causa del principio di *consistency* (presupposto della ricerca), che rende costoso e raro il cambiamento delle pratiche contabili. Da queste considerazioni si deduce che la scelta tra *fair value* e costo storico, assunta a priori e applicata costantemente nel tempo, non può essere guidata da considerazioni opportuniste, ma deriva piuttosto dalla necessità di rappresentare in modo fedele i fenomeni aziendali e dall'influenza delle altre determinanti riportate nei paragrafi precedenti.

CAPITOLO 4

Evidenze empiriche sulle determinanti della *fair value option* nel settore immobiliare europeo

4.1 Campione selezionato per l'analisi⁹⁴

Per testare le ipotesi elaborate nel capitolo precedente, è stato impiegato un campione di aziende europee quotate appartenenti al settore *real estate*.

La selezione delle imprese è stata eseguita a fine aprile 2020, sulla base dei risultati di ricerca ottenuti dal *database* "Orbis". Inizialmente, è stata estratta una popolazione di 202 aziende aventi le seguenti caratteristiche:

- status di "società attive", non sottoposte a piani di salvataggio o ristrutturazione, non in stato di insolvenza o dormienti;
- costituite nell'anno 2015 o in data anteriore, per poter avere almeno quattro osservazioni per ogni azienda;
- tenute a pubblicare il bilancio consolidato;
- i cui report finanziari sono redatti secondo le norme dei principi contabili internazionali;
- classificate come "aziende", escludendo quindi entità particolari come banche, società finanziarie, di assicurazione, enti pubblici, fondi d'investimento, poiché queste organizzazioni sono soggette a requisiti diversi di presentazione e misurazione delle poste contabili;
- quotate nei mercati regolamentati, le cui informazioni sono più facilmente reperibili dati i maggiori obblighi di *disclosure* a cui sono sottoposte;
- situate nell'area politica dell'Unione Europea e nel Regno Unito;
- appartenenti al settore immobiliare, cioè identificate con il codice NACE⁹⁵ (Rev.2) 68.

⁹⁴ Vedere allegato 1 "Campione di imprese", che riporta la ragione sociale e il codice ISO di ciascuna delle 82 imprese appartenenti al campione analizzato.

⁹⁵ NACE è un codice che indica la classificazione statistica delle attività economiche nell'Unione Europea. È stato ideato nel 1970 dall'Eurostat (l'organo statistico della Commissione Europea), con il nome di *Nomenclature*

Questa specifica tipologia di aziende è stata scelta perché dal 2005, nel rispetto del Regolamento europeo 1606/2002, sono tenute a redigere il loro bilancio consolidato sulla base degli IFRS. Tale circostanza offre un interessante contesto di studio, che permette di comprendere come organizzazioni locate in sistemi contabili eterogenei si siano adeguate alla transizione dai GAAP locali alle regole internazionali.

Dal sito internet di ciascuna azienda sono stati recuperati i bilanci più recenti, relativi agli esercizi dal 2015 al 2018. In questo modo si possono analizzare le scelte contabili fatte dai manager a distanza di oltre dieci anni dall'applicazione obbligatoria degli IFRS, tempo durante il quale si presume che le imprese abbiano acquisito familiarità con questi nuovi principi e abbiano effettuato delle valutazioni di convenienza sulla migliore politica contabile da adottare.

Si è deciso di non analizzare i bilanci dell'esercizio 2019 perché molte aziende devono ancora provvedere alla loro pubblicazione, a causa anche della dilazione dei tempi di approvazione concessa in seguito all'emergenza sanitaria provocata dal COVID-19.

Non è stata tenuta in considerazione la data di chiusura dell'esercizio, giudicata non rilevante ai fini di quest'analisi, pertanto ci saranno sia bilanci chiusi il 31 dicembre (la maggior parte) sia in altri momenti dell'anno (appartenenti quasi esclusivamente ad imprese del Regno Unito).

Come detto, oltre alle aziende dell'Unione Europea sono state aggiunte anche quelle britanniche, poiché nell'arco temporale analizzato l'UK faceva ancora parte della comunità europea (data di uscita 31 gennaio 2020). Inoltre, i bilanci inglesi continuano ad essere assoggettati al quadro legislativo comunitario fino al termine del 2020 (cosiddetto "*implementation period*").⁹⁶

Le imprese esaminate fanno parte esclusivamente del settore *real estate*. Questa limitazione è stata inserita per i numerosi vantaggi apportati alla ricerca in termini di costi-benefici. Innanzitutto, si incrementa la probabilità di trovare la voce "investimenti immobiliari" in stato patrimoniale. Dopodiché, è ragionevole

statistique des activités économiques dans la Communauté européenne. L'ultima importante revisione (Rev.2) è avvenuta nel 2006.

⁹⁶ Cfr. www.iasplus.com

attendarsi che in questo contesto i manager pongano maggiore attenzione alla scelta tra *fair value* e costo storico concessa dallo IAS 40, visto il ruolo centrale ricoperto dagli *investment property*. Infine, la configurazione monosettoriale consente di ridurre le differenze dovute al diverso ambito economico di appartenenza, che potrebbero influenzare le decisioni contabili.

Il *core business* delle imprese appartenenti al settore immobiliare prevede il possesso di immobili da investimento acquisiti tramite compravendita, locazione o sviluppo interno, la gestione degli stessi e la successiva cessione, con lo scopo di generare profitto mediante la riscossione di canoni d'affitto e/o l'apprezzamento del valore dei beni. Tipicamente queste aziende si specializzano in una o più delle seguenti macroaree di *business*: costruzione e gestione di portafogli di investimenti immobiliari nel lungo termine, attività di *trading* nel corso della normale operatività aziendale, sviluppo e costruzione di tali beni, fornitura di servizi accessori connessi allo svolgimento delle precedenti attività.⁹⁷ Di solito, queste aziende operano sia all'interno dei confini nazionali che, come molto spesso accade, a livello internazionale.⁹⁸

Al termine dell'ultimo trimestre del 2018, il mercato immobiliare dell'Unione Europea valeva circa 6,8 trilioni di euro. Il valore delle aziende quotate europee del settore *real estate*, invece, era stimato attorno ai 360 bilioni di euro.⁹⁹

Tutti i Paesi dell'UE sono caratterizzati da un sistema economico piuttosto sviluppato, tuttavia il grado di sviluppo del mercato immobiliare non è altrettanto omogeneo all'interno dell'area politica.¹⁰⁰ Germania, Regno Unito e Francia (quest'ultima superata dalla Svezia nel 2019) possiedono i più grandi mercati *real estate*.

⁹⁷ Cfr. AVALLONE F. (2008). "Le determinanti della fair value option nello IAS 40: il caso delle aziende immobiliari europee", in *Revisione Contabile: la rivista dei revisori contabili*, 80, pp. 5-29.

⁹⁸ Cfr. MÁKI J. (2020). "The role of investment property appraisal in European real estate companies", in *Journal of European Real Estate Research*, 13 (1), pp. 105-122.

⁹⁹ Cfr. EPRA (EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE COMMITTEE) (gennaio 2019). "Global real estate total markets table", in www.epra.com.

¹⁰⁰ Cfr. MULLER K. A., RIEDL E. J., SELLHORN T. (marzo 2008). "Causes and consequences of choosing historical cost versus fair value", Working paper, Pennsylvania State University, Harvard University and Ruhr-Universität Bochum.

Pur partendo da una popolazione iniziale di 202 aziende, il campione su cui è stata condotta la ricerca è composto da 82 di queste. Infatti, si è resa necessaria una serie di esclusioni a causa di alcuni limiti intervenuti durante il processo di individuazione delle imprese. *In primis*, le conoscenze linguistiche di chi ha effettuato la ricerca hanno permesso di selezionare solamente le organizzazioni che nel loro sito Web ufficiale forniscono, per ciascuno degli anni oggetto di analisi, report finanziari in lingua inglese e in italiano, circostanza che ha provocato la maggior parte delle esclusioni (79 aziende). Si è poi reso necessario lasciare da parte le imprese di cui non si è trovato il sito internet e quelle di cui non si riescono a reperire i bilanci dei quattro anni d'interesse. Altre sono state tolte dal campione poiché non tutti i loro report analizzati sono stati redatti secondo gli IFRS e non tutti sono consolidati. I motivi di queste ultime esclusioni sono riconducibili al fatto che la selezione del campione mediante la piattaforma Orbis è stata condotta sulla base di parametri attuali, mentre i bilanci oggetto di studio si riferiscono ad anni precedenti.

Un altro numero consistente di imprese (22) è stato eliminato dallo studio per l'assenza di investimenti immobiliari in stato patrimoniale. Questa situazione è possibile anche nel settore *real estate* poiché solamente le società che svolgono, almeno in parte, attività di investimento immobiliare a lungo termine possiedono immobili rientrati nell'ambito di applicazione dello IAS 40. Al contrario, qualora compiano attività di sviluppo (finalizzate alla vendita) o di *trading*, gli immobili vengono iscritti nella voce "rimanenze". Tale previsione giustifica anche la presenza di una bassa percentuale di investimenti immobiliari sul totale dell'attivo in alcune aziende del campione. Nonostante quanto appena detto, tali beni rappresentano in media il 67% delle attività aziendali (mediana 81%), a conferma della loro importanza all'interno del campione di imprese.

4.2 Variabili utilizzate e metodologia di analisi dei dati

Per la verifica delle ipotesi sviluppate nel capitolo precedente sono state individuate delle variabili rappresentative di ciascuna determinante della *fair value option*, le quali vengono esposte qui di seguito.

Si sono utilizzate due *proxy* per cercare di comprendere l'impatto dell'*ownership structure* sulle decisioni manageriali: il *BvD Independence Indicator* ("BvD.INDEP.INDIC.") e il numero di *shareholder* ("SHAREHOLDER"). La prima variabile viene raccolta da Orbis e fornisce informazioni riguardo il grado di indipendenza di una società rispetto ai suoi azionisti. Può assumere sei diverse modalità: "A" quando nessun azionista detiene, direttamente o complessivamente, più del 25% della proprietà; "B" nel caso in cui ci sia almeno uno *shareholder* in possesso del 25% o più delle azioni, ma nessuno detiene una quota superiore al 50%; "C" qualora un soggetto detenga almeno la maggioranza delle quote di proprietà; "D" se è presente un azionista che possiede direttamente una partecipazione superiore al 50% del patrimonio aziendale; "U" rappresenta un grado di indipendenza sconosciuto, cioè quando l'impresa non rientra in nessuna delle precedenti categorie; "-" attribuito a qualsiasi entità indipendente per natura o alle società inattive. Questa variabile è stata trasformata in una categoriale convertendo le lettere in numeri, in modo tale che all'aumentare del valore aumenti il grado di dispersione: 0 corrisponde alla lettera D e identifica le società con la maggior *ownership concentration*, 1 corrisponde alla lettera C, 2 alla lettera B, 3 alla lettera A che viene attribuita alle società con proprietà dispersa (le altre due modalità non sono presenti nel campione).

L'altro indicatore dell'*ownership structure* esprime in modo meno preciso la dispersione dell'azionariato ma viene spesso utilizzato in letteratura con risultati maggiormente significativi. Un elevato numero di *shareholder* è concepito come segnale di dispersione della proprietà, al contrario, pochi azionisti sono sinonimo di una maggiore concentrazione.

Il livello di indebitamento finanziario viene definito, innanzitutto, sulla base dell'indice di leva ("LEVERAGE"), chiamato anche *gearing*, calcolato da Orbis come rapporto tra le passività consolidate più i debiti finanziari a breve termine e il patrimonio netto. La configurazione ibrida del numeratore di questo indicatore, che per il breve termine comprende solamente la componente finanziaria mentre per la parte a medio-lungo termine include anche le passività operative, ha reso necessaria l'individuazione di ulteriori indicatori di *leverage* calcolati sulla base di diverse fonti

di copertura dei fabbisogni aziendali. Il primo di questi è il tasso di indebitamento globale (“INDEB.GLOBALE”), dato dal rapporto tra i mezzi di terzi (passività correnti e passività non correnti) e il patrimonio netto. L’altro indice è il tasso di indebitamento finanziario (“INDEB.FINANZIARIO”), calcolato come rapporto tra le passività finanziarie (corrispondenti alle voci di Orbis “Debiti” e “Indebitamento a lungo termine”) e il patrimonio netto.

La dimensione aziendale è un’altra delle determinanti dell’*accounting choice* esaminate nel capitolo precedente. Orbis classifica tutte le aziende del campione come “*very large company*”, poiché hanno la caratteristica di essere quotate in Borsa. Per avere una maggiore precisione, tuttavia, si è deciso di prendere spunto dagli altri parametri impiegati da Orbis per la determinazione della “*company size classification*”, utilizzandoli come *proxy* per esprimere la dimensione aziendale. Essi sono i ricavi operativi (“RICAVI”), il totale dell’attivo di stato patrimoniale (“TOT.ATTIVO”) e il numero di dipendenti (“DIPENDENTI”). Non c’è motivo per scegliere una di queste tre variabili piuttosto che le altre perché rispecchiano diverse misure della dimensione aziendale, perciò vengono tutte impiegate nella ricerca. In seguito, per l’elaborazione dei test statistici, si è resa opportuna la trasformazione logaritmica di queste tre variabili, che consente di migliorare la comprensione del fenomeno descritto, riducendo la variabilità dei risultati e normalizzando la loro distribuzione.

L’affidamento dell’incarico di revisione ad una Big 4 (“BIG4”), l’impiego di un perito esterno per la stima del *fair value* degli investimenti immobiliari (“PERITO.EST.”) e la partecipazione all’EPRA (“EPRA”), come già esposto nel paragrafo 3.6, vengono generalmente percepiti dal mercato come segnali di impegno dell’azienda verso la trasparenza contabile. In questa ricerca vengono usate come variabili *dummy*¹⁰¹: assumono il valore 1 quando l’impresa si serve di questi strumenti per essere più trasparente e 0 nel caso in cui non vengano impiegati. In particolare, l’assegnazione del compito di stima del valore equo ad un esperto indipendente viene considerata,

¹⁰¹ *Dummy*: è la trasformazione di una variabile qualitativa in una variabile binaria che può assumere il valore 1 o 0 a seconda, rispettivamente, della presenza o dell’assenza di un certo attributo in ciascuna unità statistica.

ai fini di questo elaborato, come impegno alla trasparenza qualora la percentuale di investimenti immobiliari da loro valutata sia superiore al 75%.

Per rendere più robusta la ricerca sono stati raccolti i dati relativi ad alcune variabili di controllo, che saranno utili nello sviluppo dell'analisi di regressione perché consentono di spiegare la variabilità della scelta contabile, confermando l'influenza delle variabili indipendenti e riducendo la distorsione del modello.

La tradizione contabile ("ANGLOSASSONE") viene espressa, ai fini di questo studio, in forma di *dummy*. Regno Unito e Irlanda, secondo la classificazione proposta da Nobes (1983), fanno parte del contesto anglosassone (Paesi di *common-law*) e le relative imprese verranno identificate con il numero 1. Con l'altra modalità, numero 0, vengono individuate le aziende appartenenti a tutti gli altri Stati dell'Europa continentale (Paesi di *code-law*). Per determinare la provenienza di ciascuna società è stato impiegato il codice ISO fornito da Orbis, che indica la sigla del Paese in cui è ubicata la sede aziendale.

Un ulteriore gruppo di variabili viene inserito per controllare gli effetti del divario informativo tra *insider* e *outsider* dell'azienda, basandosi sul valore che il mercato attribuisce all'entità. Come accennato nel paragrafo 3.6, Quagli e Avallone (2010) suggeriscono di utilizzare il rapporto *Price-to-Book value* come *proxy* del livello di asimmetria informativa, dove un elevato importo di tale indice esprime la presenza di potenzialità di crescita non rilevate dai numeri contabili e, di conseguenza, sconosciute agli investitori. Viene quindi inserita la variabile *Price to Book value*, di cui si prende sia l'importo calcolato alla fine dell'esercizio ("PBV.CHIUSURA") che quello medio dell'anno ("PBV.MEDIO"). Con il medesimo scopo viene incluso anche l'indice "Tobin's Q" ("TOBINQ"), misurato da Orbis come rapporto tra la capitalizzazione di mercato e il totale attivo.

Per controllare gli effetti della profittabilità sulla scelta tra *fair value* e costo storico vengono impiegati il ROE, indicatore della redditività dell'*equity* dato dal rapporto tra il risultato netto d'esercizio e il patrimonio netto, e il ROA, che rappresenta la redditività del capitale investito e viene calcolato tramite il rapporto fra l'EBIT e il totale attivo.

Viene poi considerata la percentuale di investimenti immobiliari sugli *asset* totali (“INVEST.IMMOB.”), per controllare se la rilevanza assunta da questi beni per l’azienda può spiegare la loro contabilizzazione al *fair value*.

L’ultima variabile di controllo impiegata è l’anno di riferimento dei bilanci analizzati (“YEAR”), per verificare l’influenza dello scorrere del tempo sulle decisioni dei manager. L’acquisizione di una maggiore familiarità con la misurazione del valore equo dovrebbe indurre i redattori del bilancio a seguire il consiglio dello IASB di adottare tale base di misurazione.

Infine, la variabile protagonista di questo elaborato è la scelta contabile concessa nello IAS 40 tra *fair value* e costo storico per la valutazione degli investimenti immobiliari (“FV”). Essa è rappresentata da una *dummy*, che assume valore 1 quando i manager optano per la contabilità a valori correnti, altrimenti 0 se viene utilizzata la contabilità tradizionale. Nei modelli statistici riportati successivamente viene impiegata come variabile dipendente, il cui valore può essere definito sulla base di quello delle variabili indipendenti (che in questo caso specifico sono rappresentate dalle determinanti della *fair value option*).

I dati utilizzati nei test statistici, oltre ad una serie di altre informazioni aggiuntive, provengono da tre fonti:

- raccolta manuale delle informazioni, effettuata da chi scrive, nei report finanziari relativi ai quattro esercizi oggetto di studio per ciascuna impresa del campione, in particolare nel prospetto descrittivo delle note al bilancio. In questo modo si sono ottenute le informazioni in merito alla *fair value option*, all’identità della società di revisione, all’utilizzo di un perito esterno per la valutazione degli *asset*, alla percentuale di investimenti immobiliari, al livello gerarchico relativo alla modalità di misurazione del valore equo;
- sito ufficiale dell’EPRA (*European Public Real Estate Association*) per conoscere se l’azienda è un membro dell’associazione;
- tutti i dati relativi alle restanti variabili sono stati estratti dal *database* Orbis.

La maggior parte delle variabili riporta quattro osservazioni, una per ogni anno esaminato (2015, 2016, 2017, 2018). Al contrario, sono state raccolte solamente le

informazioni attuali per le variabili relative alla tradizione contabile, poiché la sede aziendale si presume stabile nel tempo, all'EPRA, al *BvD Independence Indicator* e al numero di *shareholder*, queste ultime poiché non è stato possibile reperire le informazioni precedenti.

Vengono ora riassunti gli strumenti statistici impiegati per analizzare i dati relativi alle imprese del campione, con lo scopo di comprendere quali fattori sono in grado di spiegare la scelta effettuata dai manager tra *fair value* e costo storico nello IAS 40. Inizialmente vengono esaminate le statistiche descrittive riguardanti l'andamento della distribuzione dei valori di ciascuna variabile, riportando valore minimo e massimo, quartili, media, mediana e deviazione standard. Quest'analisi è stata condotta prima sull'intero campione e poi sui due gruppi creati dalla classificazione delle aziende in base alla scelta contabile adottata.

Il passo successivo della ricerca è stato quello di testare le ipotesi elaborate, utilizzando diverse metodologie statistiche al fine di verificare la robustezza dei risultati ottenuti. *In primis*, è stata effettuata un'analisi univariata mediante il "T-test", il quale consente di determinare se le differenze calcolate tra le medie dei due gruppi (aziende che scelgono il *fair value* e aziende che scelgono il costo storico) relativamente a ciascuna variabile sono significative.¹⁰² Se così fosse, si potrebbe sostenere che la variabile indipendente oggetto del test sia capace di influenzare la scelta tra i due metodi contabili.

Successivamente, sono state condotte due analisi multivariate, che utilizzano delle combinazioni di variabili per cercare di spiegare il comportamento dei manager di fronte all'*accounting choice*. La prima consiste nel calcolo dei coefficienti di correlazione di Spearman, che misurano la forza e il verso della relazione tra due variabili, mettendo in evidenza le correlazioni più significative. La seconda *multivariate analysis*, nonché l'ultimo *step* di questa ricerca, prevede lo sviluppo di un modello di regressione. Si è ritenuto opportuno adottare la regressione logistica,

¹⁰² La significatività in questo elaborato è espressa attraverso il *p-value*, chiamato anche "livello di significatività osservato". Questo valore indica la probabilità di ottenere un risultato delle statistiche test uguale o più estremo rispetto al valore campionario osservato, ossia aiuta a comprendere se la differenza tra il risultato osservato e quello ipotizzato tramite la statistica test è dovuta semplicemente al campionamento oppure se è statisticamente significativa. Nel prosieguo dell'elaborato, il livello di significatività viene indicato con: * se $p < 0,10$, ** se $p < 0,05$, *** se $p < 0,01$.

che è un modello non lineare utilizzato quando la variabile dipendente è dicotomica, cioè presenta una distribuzione binomiale. In tale situazione, la variabile dipendente, che in questo caso è la scelta tra i due metodi di misurazione, indica l'appartenenza a uno dei due gruppi (imprese che scelgono il *fair value* o imprese che optano per il costo storico); il risultato della regressione, invece, esprime la probabilità che l'azienda faccia parte di uno o dell'altro gruppo, ossia che decida di adottare una certa tecnica valutativa piuttosto che un'altra, dato il valore delle variabili indipendenti.

4.3 Risultati ottenuti¹⁰³ e discussione

In questo paragrafo, avente un ruolo centrale nell'elaborato, vengono presentati e discussi i risultati ottenuti dalla ricerca empirica sul campione di aziende analizzate. Attraverso l'esame dei dati raccolti e lo sviluppo di una serie di analisi e test statistici sarà possibile comprendere se le ipotesi elaborate nel terzo capitolo, sulla base della letteratura esistente, sono effettivamente significative anche per le imprese quotate europee del settore *real estate*, relativamente al periodo 2015-2018. L'obiettivo sarà quindi quello di capire se la scelta tra *fair value* e costo storico per la misurazione degli investimenti immobiliari può ancora essere spiegata dalle determinanti proposte dai principali studi in materia contabile.

4.3.1 Analisi descrittiva

Dallo studio dei 328 bilanci relativi al periodo 2015-2018 appartenenti alle 82 aziende del campione, è emerso che in ogni esercizio analizzato il 91% delle imprese ha optato per il metodo del *fair value* per la valutazione degli investimenti immobiliari e solo il 9% ha scelto il costo storico. Questo risultato permette di constatare che la contabilità a valori correnti, per lo meno per quanto riguarda questa voce di bilancio e il settore *real estate*, è entrata definitivamente a far parte dei report finanziari delle organizzazioni europee, sostituendo il tradizionale *historical cost model*.

¹⁰³ Le statistiche descrittive e i T-test sono stati eseguiti mediante il software statistico "R". La matrice di correlazione e la regressione logistica, invece, sono state realizzate, con l'aiuto della dottoressa Silvia Panfilo, mediante il software "STATA".

Gli esiti ottenuti sono sorprendenti se vengono confrontati con quelli di Christensen e Nikolaev (2013) e Fasan e Marcon (2017), che hanno analizzato i bilanci di un campione multisettoriale di imprese per gli esercizi 2005 e 2012, rispettivamente. Essi dimostrarono che in quel periodo il costo storico era senza dubbio il metodo più utilizzato dalle aziende appartenenti anche a settori diversi da quello immobiliare, in particolare a causa dell'elevata onerosità delle stime del valore equo. Il confronto tra i risultati ottenuti da questi due studi e quelli di tale elaborato conferma quanto sostenuto da Christensen e Nikolaev (2013), ossia il fatto che chi svolge attività di investimento immobiliare ha una maggiore propensione nello scegliere il *fair value*, perché la realizzazione di plusvalenze è una parte rilevante del suo modello di *business* e quindi le variazioni di valore degli immobili sono utili per misurare la performance operativa aziendale.

Dall'altro lato, precedenti ricerche, ad esempio quelle di Muller *et al.* (2008) e Mäki *et al.* (2016), avevano già mostrato una netta preferenza per il valore equo nelle imprese del settore *real estate*, sia nel primo esercizio dopo l'introduzione obbligatoria degli IFRS che a distanza di anni, con circa l'80% di aziende favorevoli alla FVA. Tale percentuale è stata abbondantemente superata dai risultati di questa ricerca, probabilmente per il fatto che vengono analizzati bilanci di esercizi più recenti. Israeli (2015), a tal proposito, ha messo in luce la tendenza delle aziende, nello specifico appartenenti al settore immobiliare e all'area dell'Europa continentale, di spostarsi verso una contabilità al valore equo; infatti, la sua analisi dei bilanci 2010 ha evidenziato che il 30% delle imprese che avevano optato per il costo storico nel primo anno di applicazione degli IFRS (nel 2005) ha deciso di passare alla rilevazione degli investimenti immobiliari al *fair value*. La propensione ad abbandonare il costo storico a favore di questo "nuovo" metodo deriva dalla maggiore familiarità acquisita dai preparatori dell'informazione finanziaria nell'elaborazione delle stime del *fair value*; di fatto quindi sta volgendo al termine il processo di apprendimento di questa tecnica valutativa. Evidentemente, ora che hanno compreso il funzionamento di tale metodo, le aziende desiderano sfruttarne i vantaggi, legati in particolare alla sua capacità informativa. Inoltre, l'utilizzo del *fair value* è coerente con il consiglio dato dallo IASB e, in generale, con il trend proposto dal nuovo *Conceptual framework*.

Un'ulteriore motivazione dell'ampia diffusione della misurazione al valore equo potrebbe essere dovuta al fatto che il campione è composto esclusivamente da aziende quotate, quindi di dimensioni mediamente grandi. Esse sono più inclini alla trasparenza contabile e più attente a soddisfare le esigenze del mercato internazionale dei capitali, di conseguenza sono meno influenzate dalle pratiche

	2015		2016		2017		2018	
Aziende analizzate	82	100%	82	100%	82	100%	82	100%
Costo storico	7	8.54%	7	8.54%	7	8.54%	7	8.54%
Fair value	75	91.46%	75	91.46%	75	91.46%	75	91.46%
Nessun cambiamento	82		82		82		80	
Da FV a HC	0		0		0		1	
Da HC a FV	0		0		0		1	

nazionali (che, soprattutto nell'Europa continentale, continuano ad essere dominate dalla contabilità tradizionale).

TABELLA 4.1: Metodo contabile scelto dalle aziende del campione per la valutazione degli investimenti immobiliari nei quattro anni analizzati.

Dall'esame dei report finanziari relativi ai quattro esercizi dal 2015 al 2018, ci si aspettava di trovare un numero relativamente consistente di organizzazioni che avesse deciso di effettuare il passaggio dal costo storico al valore equo nella prospettiva di continuazione del processo di familiarizzazione con quest'ultimo criterio valutativo (tenendo comunque in considerazione il principio di *consistency*). Tuttavia, si sono registrati solamente due cambiamenti del metodo di misurazione degli investimenti immobiliari, entrambi nell'anno 2018. Sarebbe, quindi, interessante analizzare i bilanci degli esercizi precedenti il periodo oggetto d'indagine per capire quando le aziende hanno effettuato la transizione.

Delle due imprese che hanno ritenuto utile modificare il metodo di contabilizzazione, una, avente la propria sede in Ungheria, è passata dalla contabilità tradizionale a quella a valori correnti, seguendo esplicitamente il consiglio dello *standard setter* internazionale. Più strano, invece, è il cambiamento effettuato da un'azienda situata in Belgio, che ha deciso di passare alla valutazione degli investimenti immobiliari al costo storico. Come riportato nel secondo capitolo, lo

IASB consente di variare il criterio di misurazione se questa modifica permette di fornire un'informazione più attendibile e significativa, giudicando però altamente improbabile il verificarsi di queste condizioni nel passaggio da *fair value* a costo storico. Nonostante ciò, il *management* della società belga, come riportato nelle note al bilancio, considera l'*historical cost* un metodo più appropriato per valutare gli investimenti immobiliari della propria azienda, dal momento che tale voce è composta principalmente da progetti di sviluppo futuri. Il *fair value*, secondo il giudizio di questi manager, potrebbe essere influenzato da attività di sviluppo, come l'ottenimento di autorizzazioni, che porterebbero alla rilevazione di un profitto prima della vendita dei beni.

Un'ulteriore informazione da sottolineare nella scelta tra le due basi di misurazione è il fatto che un'impresa polacca, pur avendo optato per il metodo del *fair value*, si è avvalsa della facoltà fornita dal paragrafo 53 dello IAS 40 di valutare parte dei propri investimenti immobiliari (percentuale cresciuta negli anni, dal 4% nel 2015 al 67% nel 2018) al costo storico, poiché al momento dell'acquisizione o del trasferimento d'uso dei beni ha ritenuto impossibile determinare in modo attendibile su base continuativa il loro valore equo. Tuttavia, l'azienda non ha riportato le informazioni aggiuntive richieste appositamente per questa circostanza dal paragrafo 78 dello IAS 40, relativamente alla descrizione dell'attività valutata al costo storico, alla motivazione per cui non è stato possibile stimare con affidabilità il suo *fair value* e all'intervallo di valori entro cui è altamente probabile che sia ricompresa tale valutazione.

Proseguendo con uno studio generale del campione è stato verificato se nei bilanci in cui viene adottato il costo storico come base di misurazione degli investimenti immobiliari viene rispettata la richiesta dello IASB di esporre nelle note informative il *fair value* di tali attività. Dei 28 report nei quali è stata impiegata l'HCA, 10 non riportano la stima del valore equo. Tra questi sono compresi i bilanci di un'azienda che negli ultimi due anni d'indagine ha erroneamente deciso di divulgare il *fair value* degli investimenti immobiliari unitamente a quello delle attività non correnti possedute per la vendita.

Inoltre, si è notato che le imprese che hanno scelto il modello del costo storico tendono, in media, ad essere meno rispettose degli obblighi di informativa richiesti per la contabilizzazione degli investimenti immobiliari. Un'azienda di queste, ad esempio, non ha iscritto tali attività in una voce separata ma sono state ricomprese nella voce "immobilizzazioni materiali". Un'altra società, invece, non ha fornito la riconciliazione tra il valore contabile d'inizio e fine esercizio. Sono poi 11 i report finanziari, appartenenti a 3 aziende che hanno scelto il costo storico, nei quali non viene riportata la natura del soggetto che ha effettuato la stima del valore equo; al contrario, tutte le imprese che usano il *fair value* per la valutazione degli investimenti immobiliari dicono se la valutazione di questi beni è stata affidata ad un perito esterno oppure ad un organo interno. Questa situazione potrebbe rappresentare una prova del fatto che neanche i redattori del bilancio assegnano la stessa importanza alle informazioni che riguardano il valore equo *disclosed* rispetto a quello *recognized*.

Un'altra informazione raccolta dall'esame dei bilanci riguarda il livello gerarchico utilizzato per la stima del *fair value*, determinato sulla base delle informazioni disponibili per effettuare la misurazione. Nel campione sono presenti 38 report finanziari, appartenenti per la maggior parte ad imprese che non utilizzano il valore equo per la contabilizzazione degli investimenti immobiliari, in cui tale indicazione non viene esposta, ignorando di fatto le disposizioni in ambito informativo imposte dallo IASB. Nei bilanci rimanenti, a parte una minoranza che impiega esclusivamente il secondo livello oppure in combinazione con il successivo, c'è una netta prevalenza del livello 3 della gerarchia. La valutazione, infatti, prevede molto spesso di effettuare una previsione dei flussi di cassa futuri e dei relativi tassi di sconto per beni con caratteristiche uniche, ossia è caratterizzata dalla presenza di input non osservabili elaborati da singoli esperti (interni o esterni). La maggiore soggettività introdotta inevitabilmente da queste stime diminuisce l'attendibilità della valutazione di questi beni; per questo motivo le aziende tendono ad affidarsi ad esperti indipendenti in modo da ridurre il rischio percepito dagli investitori. L'approccio *mark-to-model* è il più utilizzato in questa circostanza proprio per la forte eterogeneità di cui gode la proprietà immobiliare. Inoltre, rispetto agli strumenti finanziari, il mercato degli immobili è meno attivo e i prezzi delle

transazioni sono meno trasparenti, situazioni che rendono improbabile la disponibilità dei corrispettivi di mercato per attività simili.

Per concludere l'analisi descrittiva del campione vengono esposti i risultati delle principali statistiche relative a ciascuna variabile impiegata nella ricerca. Queste informazioni vengono calcolate sia sull'intero campione (tabella 4.2), sia, separatamente, per il gruppo di imprese che ha optato per il *fair value* (tabella 4.3) e per quello che ha scelto il costo storico (tabella 4.4). I valori su cui sono stati calcolati questi risultati comprendono i dati riguardanti le 328 osservazioni appartenenti alle 82 aziende del campione per i 4 esercizi oggetto di studio.

La colonna denominata "NA's" contiene il numero di osservazioni mancanti per ciascuna variabile, dovute all'impossibilità di reperire alcune informazioni per certe aziende. È importante sottolineare che solamente la mancata conoscenza della natura interna o esterna del valutatore può essere attribuita ad un'inosservanza

INTERO CAMPIONE								
VARIABLE	MIN	1° QUARTILE	3° QUARTILE	MAX	MEDIANA	MEDIA	DEV. STD.	NA's
FV	0	1	1	1	1	0,9146	0,2798523	
BvD.INDEP.INDIC.	0	1	3	3	2	1,988	1,185993	
SHAREHOLDER	1	8	59	110	32	36,61	30,07585	
LEVERAGE	0,00	44,08	130,49	892,43	82,39	103,44	103,7787	10
INDEB.GLOBALE	2,76	60,05	150,18	5.577,74	104,01	152,01	347,2612	5
INDEB.FINANZIARIO	0,00	38,09	116,42	3.764,56	71,80	108,74	240,172	5
RICAVI	0	46.147	231.617	2.214.158	111.397	224.585	346.780,2	7
TOT.ATTIVO	2.642	266.574	4.050.108	25.057.900	1.440.554	3.063.451	4.234.547	4
DIPENDENTI	2	51	366,8	41.200	143	816,5	3.792,978	40
BIG4	0	1	1	1	1	0,8415	0,3658014	
PERITO.EST.	0	1	1	1	1	0,8328	0,3737375	11
EPRA	0	0	1	1	0,5	0,5	0,5007639	
ANGLOSASSONE	0	0	1	1	0	0,3171	0,4660472	
PBV.CHIUSURA	-26,06	0,75	1,22	26,24	0,98	1,033	2,194349	24
PBV.MEDIO	-31,58	0,78	1,19	55,44	0,95	1,13	3,703352	26
TOBINQ	0,00	0,36	0,66	3,75	0,49	0,5209	0,3156786	24
ROE	-668,16	4,22	16,30	97,16	9,83	6,228	41,34878	5
ROA	-36,17	2,32	5,01	28,93	3,68	3,43	6,053253	5
INVEST.IMMOB.	0,06	38,86	93,8	99,86	81,67	66,75	33,29697	
YEAR	2.015	2.016	2.017	2.018	2.016	2.016	1,119742	

delle regole fornite dai principi contabili da parte delle aziende, mentre le altre lacune sono dovute a limitazioni proprie del *database* Orbis.

TABELLA 4.2: Statistiche descrittive relative alle variabili d'interesse per l'intero campione nel periodo 2015-2018.

FAIR VALUE								
VARIABLE	MIN	1° QUARTILE	3° QUARTILE	MAX	MEDIANA	MEDIA	DEV. STD.	NA's
BvD.INDEP.INDIC.	0	1	3	3	2	1,983	1,186486	
SHAREHOLDER	1	8	64	110	34	38,48	30,24874	
LEVERAGE	0,00	46,24	127,72	892,43	82,59	96,25	81,92154	9
INDEB.GLOBALE	2,76	58,56	148,17	5.577,74	100,96	143,12	353,1703	4
INDEB.FINANZIARIO	0,00	39,44	113,00	3.764,56	72,19	103,76	243,5273	4
RICAVI	0	46.242	225.432	2.214.158	118.406	208.091	313.197,7	6
TOT.ATTIVO	2.642	320.481	4.124.801	25.057.900	1.546.168	3.159.754	4.264.418	3
DIPENDENTI	2	51	345	41.200	135	770,1	3.914,708	35
BIG4	0	1	1	1	1	0,84	0,3672186	
PERITO.EST.	0	1	1	1	1	0,85	0,357668	
EPRA	0	0	1	1	1	0,5333	0,4997212	
ANGLOSASSONE	0	0	1	1	0	0,3467	0,4767037	
PBV.CHIUSURA	-26,06	0,7675	1,20	26,24	0,98	1,0066	2,263507	20
PBV.MEDIO	-31,58	0,7825	1,1575	55,44	0,95	1,1029	3,846202	22
TOBINQ	0,00	0,37	0,68	3,75	0,50	0,5298	0,3162872	20
ROE	-668,16	4,85	16,58	97,16	9,80	6,231	43,04774	4
ROA	-36,17	2,33	4,855	28,93	3,635	3,228	6,079514	4
INVEST.IMMOB	0,37	48,06	94,31	99,86	84,69	69,87	31,45973	
YEAR	2.015	2.016	2.017	2.018	2.016	2.016	1,119902	

TABELLA 4.3: Statistiche descrittive relative alle variabili d'interesse per il campione di aziende che ha scelto di utilizzare il *fair value* per la valutazione degli investimenti immobiliari (periodo 2015-2018).

COSTO STORICO								
VARIABLE	MIN	1° QUARTILE	3° QUARTILE	MAX	MEDIANA	MEDIA	DEV. STD.	NA's
BvD.INDEP.INDIC.	0	1	3	3	3	2,036	1,2013	
SHAREHOLDER	2	3	29	58	9	16,61	19,20713	
LEVERAGE	22,62	41,38	194,84	823,33	79,80	180,98	222,7861	1
INDEB.GLOBALE	45,79	97,91	218,66	974,43	142,77	249,49	259,8112	1
INDEB.FINANZIARIO	19,72	34,64	189,31	713,71	68,20	163,38	195,2019	1
RICAVI	2.921	29.538	650.559	1.771.500	56.278	404.190	581.441,6	1
TOT.ATTIVO	27.540	83.990	1.490.480	11.759.200	234.319	2.004.118	3.802.570	1
DIPENDENTI	3	143	1.372	5.559	378	1.351	1.859,308	5
BIG4	0	1	1	1	1	0,8571	0,3563483	
PERITO.EST.	0	0	1	1	1	0,5294	0,5144958	11
EPRA	0	0	0	1	0	0,1429	0,3563483	
ANGLOSASSONE	0	0	0	0	0	0	0	
PBV.CHIUSURA	0,18	0,685	1,492	4,31	1,155	1,343	1,084354	4
PBV.MEDIO	0,25	0,7175	1,7375	3,94	1,245	1,4475	1,099436	4
TOBINQ	0,06	0,255	0,505	1,27	0,395	0,4167	0,2949822	4
ROE	-21,99	0,735	12,695	33,78	9,84	6,193	12,18977	1
ROA	-1,76	2,16	7,91	25,88	4,82	5,64	5,375819	1
INVEST.IMMOB	0,60	0,485	58,38	92,28	29,66	33,254	34,57365	
YEAR	2.015	2.016	2.017	2.018	2.016	2.016	1,13855	

TABELLA 4.4: Statistiche descrittive relative alle variabili d'interesse per il campione di aziende che ha scelto di utilizzare il costo storico per la valutazione degli investimenti immobiliari (periodo 2015-2018).

Analizzando queste statistiche descrittive, in particolare i valori medi, è difficile comprendere se le ipotesi elaborate siano corrette o meno, perché le molteplici variabili utilizzate come *proxy* di ogni determinante della *fair value option* presentano dei risultati tra di loro contraddittori.

Per quanto riguarda l'*ownership structure*, è possibile notare che il *BvD Independence Indicator* medio per le imprese che scelgono il *fair value* è minore rispetto a quello delle società che adottano il costo storico, pertanto ciò porterebbe a rigettare l'ipotesi fatta. Al contrario, il numero di *shareholder* sembrerebbe confermare la relazione positiva tra dispersione della proprietà e valore equo, dal momento che le imprese che optano per questo criterio contano una media di 38 azionisti, contro i 17 dell'altro gruppo.

La relazione diretta tra il *financial leverage* e il valore equo prevista nel capitolo precedente viene smentita dai risultati di tutte e tre le variabili incaricate di spiegare questo fenomeno.¹⁰⁴ Il dato più significativo sembra essere quello dell'indebitamento finanziario globale (tasso medio di 143,12% per il gruppo "*fair value*" contro 249,49% del gruppo "costo storico"). Gli altri due indicatori (*leverage* e tasso di indebitamento finanziario), invece, presentano valori medi e mediani che forniscono informazioni contrastanti, probabilmente a causa della presenza di valori estremi che influenzano la media.

Le variabili "ricavi" e "numero dipendenti" confermano la relazione positiva tra costo storico e dimensione aziendale, anche se la mediana dei ricavi non conduce alla medesima conclusione. Dall'altro lato, il totale attivo segnala la tendenza delle imprese più grandi di scegliere il valore equo per la valutazione degli investimenti immobiliari (gli impieghi complessivi, infatti, hanno una media di 3,2 milioni per le società che usano il *fair value* e di 2 milioni per quelle che adottano il costo storico), smentendo la terza ipotesi elaborata.

L'impiego di un perito esterno per stimare il valore degli immobili e la partecipazione all'EPRA confermano la tendenza delle aziende più trasparenti di

¹⁰⁴ Per il calcolo delle statistiche relative al tasso di indebitamento globale e al tasso di indebitamento finanziario sono stati eliminati gli importi negativi, causati dalla presenza di valori di patrimonio netto negativi, poiché tali indicatori hanno significato solamente se maggiori o uguali a zero.

optare per la contabilità a valori correnti. Relazione che sembra essere smentita dalla variabile “Big 4”, ma con risultati apparentemente non significativi.

È poi interessante notare il comportamento della variabile “ANGLOSASSONE”, che esprime gli effetti della tradizione contabile sulla *fair value option*. Come emerge dalle statistiche descrittive sopra riportate, più chiaramente illustrato nella tabella 4.5, tutte le aziende che continuano ad utilizzare la contabilità tradizionale appartengono all’area dell’Europa continentale. Coerentemente con gli studi analizzati nel paragrafo 3.2, le società del contesto anglosassone sono più inclini ad impiegare il valore equo, poiché tale criterio viene richiesto anche dai loro GAAP nazionali.

FV	ANGLOSASSONE		Totale
	0	1	
0	28	0	28
1	196	104	300
Totale	224	104	328

TABELLA 4.5: Numero osservazioni divise per contesto di appartenenza e per scelta contabile.

4.3.2 Analisi univariata

L’analisi univariata viene condotta sulla base del T-test, che consente di verificare se le medie calcolate per le imprese che hanno scelto il *fair value* sono significativamente diverse rispetto a quelle delle imprese che hanno optato per il costo storico relativamente alle diverse variabili che rappresentano le possibili determinanti della *fair value option*. Se la differenza tra i valori medi dei due gruppi è significativamente diversa da zero, vuol dire che la variabile indagata è in grado di influenzare il comportamento dei manager nella scelta contabile e ciò fornisce un’evidenza empirica che consente di confermare o smentire le ipotesi elaborate. Al contrario, se questa differenza non dovesse essere significativa potrebbe significare che la discrepanza tra i valori medi dei due gruppi sia legata al campione utilizzato per l’analisi. Per eseguire questo test si parte dalla definizione di un’ipotesi nulla, che in questo caso prevede l’uguaglianza delle medie delle variabili per i due sottocampioni. Il *p-value* indica la probabilità che questa ipotesi nulla sia vera. Se il *p-*

value è basso si ha un certo livello di confidenza per dire che le medie non sono uguali. In tal caso è possibile confermare l'ipotesi alternativa che prevede un'effettiva differenza tra i valori medi e quindi si può affermare che la variabile assume effettivamente un comportamento diverso nei due gruppi.

VARIABILE	AZIENDE COSTO STORICO (FV=0)	AZIENDE FAIR VALUE (FV=1)	DIFFERENZA	T-TEST
BvD.INDEP.INDIC.	2,035714	1,983333	0,052381	0,22089
SHAREHOLDER	16,60714	38,47667	-21,86953	-5,4293 ***
LEVERAGE	180,9826	96,25	84,7326	1,964 *
INDEB.GLOBALE	249,4852	143,1235	106,3617	1,9678 *
INDEB.FINANZIARIO	163,3796	103,7584	59,6212	1,4852
log(RICAVI)	11,48189	11,18152	0,30037	0,75591
log(TOT.ATTIVO)	12,83975	13,84224	-1,00249	-2,676 **
log(DIPENDENTI)	5,641203	4,888168	0,753035	1,4724
BIG4	0,8571429	0,84	0,0171429	0,24281
PERITO.EST.	0,5294118	0,85	-0,3205882	-2,5347 **
EPRA	0,1428571	0,5333333	-0,3904762	-5,3297 ***

TABELLA 4.6: Risultati del T-test condotto sulle variabili indipendenti oggetto d'indagine.

I risultati dei T-test effettuati sulle variabili indipendenti mostrano almeno una differenza significativa per ciascuna delle determinanti della scelta contabile.

Dall'analisi del numero di *shareholder* è possibile affermare, con un livello di significatività inferiore all'1%, che le imprese che utilizzano il *fair value* hanno in media una proprietà più dispersa rispetto a quelle che scelgono il costo storico, risultato coerente con la prima ipotesi.

Gli esiti ottenuti dalle variabili "LEVERAGE" e "INDEB.GLOBALE", invece, contrastano con la seconda ipotesi, poiché mostrano un livello di indebitamento finanziario superiore per le società che adottano il costo storico; conclusione che può dirsi significativa visto il *p-value* inferiore al 10%.

Il logaritmo del totale attivo, impiegato come *proxy* della dimensione aziendale, consente di mettere in luce l'impatto rilevante di questa determinata sulla scelta effettuata dai manager, presentando un *p-value* inferiore al 5%. Tuttavia, i risultati per questa variabile mostrano un effetto contrario rispetto a quello ipotizzato, poiché le aziende che optano per il valore equo hanno una dimensione maggiore.

Per quanto riguarda la trasparenza contabile, l'analisi univariata conferma l'ipotesi sviluppata in merito alla relazione diretta tra questa determinante e l'impiego del *fair value*. Infatti, sia la variabile "perito esterno" che "EPRA" mostrano, con un livello di significatività inferiore al 5% e all'1% rispettivamente, che l'utilizzo del valore equo è più frequente per le aziende impegnate a fornire report finanziari più trasparenti.

Le altre variabili analizzate, invece, non sembrano influenzare in modo significativo la scelta contabile tra *fair value* e costo storico.

4.3.3 Analisi multivariata

La prima analisi multivariata viene realizzata mediante lo sviluppo della matrice di correlazione di Spearman contenente tutte le variabili oggetto di studio, esposta nella tabella 4.7. Le informazioni che è possibile estrarre da essa riguardano, innanzitutto, i coefficienti di correlazione, ossia l'intensità e il verso della relazione che intercorre tra le variabili. Inoltre, viene mostrata anche la significatività di queste relazioni per un *p-value* del 10%.

Concentrandosi sulla prima colonna della tabella è possibile esaminare le relazioni tra la variabile che esprime la scelta tra i due metodi di misurazione e le variabili che secondo la letteratura sarebbero capaci di influenzare tale decisione.

Coerentemente con il risultato del T-test, *l'ownership structure* presenta una correlazione positiva con l'impiego del *fair value*, infatti all'aumentare del numero di *shareholder* aumenta in modo significativo la probabilità di optare per la contabilità a valori correnti.

Viene poi messa in luce una correlazione negativa e significativa tra la variabile "FV" e le tre *proxy* dell'indebitamento finanziario, contrariamente a quanto previsto dalla seconda ipotesi.

Non è stata rilevata alcuna correlazione significativa per quanto riguarda le determinanti "dimensione aziendale" e "trasparenza contabile".

Proseguendo con lo studio delle variabili di controllo si evidenziano delle correlazioni significative con la *fair value option*. *In primis*, viene segnalato l'impatto della tradizione contabile pre-IFRS (variabile "ANGLOSASSONE"), che continua ad

Spearman correlation at p-value 0,1: (obs = 253)												
	FV	BvD.IND.IND.	SHAREHOLDER	LEVERAGE	INDEB.GLOB.	INDEB.FIN.	log(TOT.ATT.)	log(RICAVI)	log(DIPEND.)	PERITO.EST.		
FV	1											
BvD.INDEP.INDIC.	-0,0956	1										
SHAREHOLDER	0,1049 *	0,5675 *	1									
LEVERAGE	-0,2216 *	-0,0179	-0,1114 *	1								
INDEB.GLOBALE	-0,2447 *	-0,0752	-0,2057 *	0,9596 *	1							
INDEB.FINANANZIARIO	-0,2442 *	0,0216	-0,0845	0,9839 *	0,9382 *	1						
log(TOT.ATTIVO)	0,026	0,1626 *	0,6949 *	0,074	-0,0281	0,069	1					
log(RICAVI)	0,0149	0,0636	0,5424 *	0,0961	0,0492	0,08	0,882 *	1				
log(DIPENDENTI)	-0,0811	-0,0584	0,2622 *	0,2456 *	0,2428 *	0,2209 *	0,6617 *	0,7528 *	1			
PERITO.EST.	0,0451	0,0418	-0,0478	-0,1713 *	-0,1495 *	-0,1293 *	-0,0381	-0,1142 *	-0,0721	1		
BIG4	-0,0882	-0,1024	0,1699 *	0,1331 *	0,0786	0,1418 *	0,4036 *	0,3468 *	0,2709 *	-0,0576		
EPRA	0,0885	0,4778 *	0,732 *	0,033	-0,0664	0,0759	0,6206 *	0,4924 *	0,2197 *	0,1287 *		
PBV.CHIUSSURA	-0,184 *	0,2129 *	0,1907 *	0,1595 *	0,0981	0,1421 *	0,049	0,0573	-0,0841	-0,265 *		
PBV.MEDIO	-0,203 *	0,2132 *	0,1787 *	0,1552 *	0,0953	0,1456 *	0,0293	0,0347	-0,1208 *	-0,2488 *		
TOBINQ	0,0488	0,1798 *	0,2526 *	-0,5696 *	-0,6355 *	-0,5615 *	-0,0188	-0,0646	-0,2964 *	-0,0527		
ROE	0,0766	0,0975	0,1234 *	0,2585 *	0,1754 *	0,2246 *	0,2352 *	0,2599 *	0,1208 *	-0,1087 *		
ROA	0,0366	0,0918	0,0476	0,1074 *	0,0909	0,1184 *	0,0116	0,1521 *	0,0042	-0,1063 *		
ANGLOSSASSONE	0,153 *	0,2999 *	0,3641 *	-0,5459 *	-0,5616 *	-0,5	-0,0348	-0,0943	-0,1881 *	0,2408 *		
INVEST.IMMOB.	0,0642	0,1737 *	0,3278 *	0,2457 *	0,0924	0,2413 *	0,3521 *	0,1721 *	-0,0672	-0,1045 *		
YEAR	0,0336	0,0105	0,0135	-0,0577	-0,0421	-0,0576	0,0656	0,0672	0,0332	0,0163		
	BIG4	EPRA	PBV.CHIUSSURA	PBV.MEDIO	TOBINQ	ROE	ROA	ANGLOSSASS.	INVEST.IMM.	YEAR		
BIG4	1											
EPRA	0,2046 *	1										
PBV.CHIUSSURA	0,1312 *	0,1242 *	1									
PBV.MEDIO	0,1046 *	0,1428 *	0,9506 *	1								
TOBINQ	0,008	0,1114 *	0,631 *	0,5995 *	1							
ROE	0,246 *	0,1677 *	0,3192 *	0,2675 *	0,0989	1						
ROA	0,0391	0,0835	0,1312 *	0,1301 *	0,0275	0,379 *	1					
ANGLOSSASSONE	-0,3878 *	0,2199 *	-0,2103 *	-0,1901 *	0,2747 *	-0,2103 *	0,0356	1				
INVEST.IMMOB.	0,3615 *	0,4032 *	0,2635 *	0,2578 *	0,1367 *	0,3766 *	0,0884	-0,2742 *	1			
YEAR	-0,0315	0,0257	-0,1696 *	-0,1357 *	-0,1123 *	-0,0724	-0,1042 *	-0,0019	0,0647	1		

TABELLA 4.7: Matrice di correlazione di Spearman con livelli di significatività delle relazioni.

influenzare il comportamento manageriale anche a distanza di oltre dieci anni dall'adozione obbligatoria dei principi contabili internazionali, come si era intuito anche dagli esiti delle statistiche descrittive. Successivamente, si può notare la relazione inversa tra il rapporto *Price-to-Book value*, sia quello calcolato alla chiusura dell'esercizio che quello medio dell'anno, e il modello del valore equo. Questo risultato indica che in presenza di un maggior livello di asimmetria informativa aumenta in modo significativo la probabilità di optare per il costo storico.

Dando uno sguardo veloce alle correlazioni tra le variabili esplicative, si rileva una forte associazione tra alcune variabili usate come proxy della medesima determinante, dovuta alle modalità di costruzione di tali parametri; questo si verifica per le tre variabili che esprimono l'indebitamento finanziario, le tre che rappresentano la dimensione aziendale e le tre incaricate di esprimere il divario informativo presente nel mercato. Si segnalano anche delle importanti correlazioni negative tra la variabile "ANGLOSASSONE" e gli indici di leva, a dimostrazione del fatto che le imprese situate nei Paesi di *common-law* sono meno inclini a ricorrere al capitale di prestito. Emerge, inoltre, un'associazione positiva e significativa tra il numero di *shareholder*, proxy della dispersione della proprietà, e la partecipazione all'EPRA, probabilmente per la necessità di fornire un'informativa più trasparente in presenza di un elevato numero di azionisti.

Infine, per comprendere quali fattori sono in grado di influenzare il comportamento di scelta dei redattori del bilancio, quando si trovano a decidere la base di misurazione da utilizzare per la valutazione degli *investment property*, viene utilizzata un'ultima analisi statistica che è la regressione logistica. Questo strumento viene impiegato quando la variabile dipendente è dicotomica, quindi la sua relazione con le altre variabili può essere rappresentata da una curva di tipo logistico (forma ad S), non lineare. In questo caso, i coefficienti β danno un'indicazione di quanto varia la probabilità di optare per il *fair value* ad ogni modifica di una specifica variabile, mantenendo costante il valore delle altre.

È stata fatta una serie di tentativi, mediante diversi modelli di regressione, per comprendere quali variabili esplicative nel loro insieme potessero meglio

rappresentare il fenomeno oggetto d'indagine, ossia la probabilità di successo dell'evento $Y=1$ (imprese adottano il modello del *fair value* per la valutazione degli investimenti immobiliari).

Il primo modello studiato, comprendente tutte le variabili rilevate, ha mostrato una perfetta capacità predittiva della variabile "ANGLOSASSONE", poiché tutte le imprese del campione situate nei Paesi di *common-law* scelgono il *fair value*, e della variabile "BIG4", dal momento che tutte le aziende che non vengono revisionate da una di queste grandi società optano per il *fair value*. Di conseguenza, questi due fattori sono stati automaticamente eliminati nei successivi modelli. Chi scrive ritiene che ciò rappresenti un limite dell'analisi statistica, in particolare per quanto riguarda "BIG4", perché andando a vedere le statistiche descrittive per il campione di aziende che scelgono il costo storico è possibile notare che ci sono anche imprese che non vengono revisionate da Big 4, probabilmente però rientrano tra le osservazioni non analizzate dalla regressione perché riportano dati mancanti.

Dopo aver valutato vari modelli, si ritiene che il più adeguato ai fini di questa ricerca possa essere quello definito dalla seguente equazione:

$$FV = \alpha + \beta_1 \text{BvD.INDEP.INDIC.} + \beta_2 \text{SHAREHOLDER} + \beta_3 \text{INDEB.GLOBALE} + \beta_4 \text{INDEB.FINANZIARIO} + \beta_5 \log(\text{TOT.ATTIVO}) + \beta_6 \text{PERITO.EST.} + \beta_7 \text{EPRA} + \beta_8 \text{PBV.CHIUSURA} + \beta_9 \text{ROA} + \beta_{10} \text{INVEST.IMMOB.} + \beta_{11} \text{YEAR} + \varepsilon$$

dove α è l'intercetta, β_i è il coefficiente e ε è l'errore casuale.

FV è la variabile dipendente che esprime la scelta tra le due basi di misurazione che secondo lo IAS 40 possono essere usate per valutare gli investimenti immobiliari, è rappresentata sotto forma di *dummy* che assume valore 1 (*fair value*) o 0 (costo storico).

Le variabili indipendenti impiegate per comprendere i fattori in grado di influenzare la *fair value option* sono: BvD.INDEP.INDIC. e SHAREHOLDER come *proxy* dell'*ownership structure*, INDEB.GLOBALE e INDEB.FINANZIARIO come *proxy* del *financial leverage*, $\log(\text{TOT.ATTIVO})$ come *proxy* della dimensione aziendale, PERITO.EST. e EPRA come *proxy* dell'impegno verso la trasparenza contabile.

PBV.CHIUSURA, ROA, INVEST.IMMOB. e YEAR sono invece usate come variabili di controllo.

Dalla tabella 4.8, che illustra i risultati del test di regressione logistica, è possibile notare che attraverso questo modello sono stati analizzati 290 bilanci. Il minor numero rispetto al totale del campione (328) deriva dalla necessità di eliminare una serie di osservazioni a causa dell'impossibilità di recuperare alcuni dati (denominati NA's nella parte di analisi descrittiva).

Il coefficiente "Pseudo R²", utilizzato per valutare la capacità esplicativa del test, indica che il 29,73% della variabilità di "FV" viene spiegata da questo modello statistico.

Logistic regression		Number of obs	=	290
		LR chi2	=	31,56
		Prob > chi2	=	0,0009
Log likelihood = -37,290026		Pseudo R2	=	0,2973
FV	Coef.	Std. Err.	z	P> z
Intercept	-286,9847	599,6553	-0,48	0,632
BvD.INDEP.INDIC.	-1,8408	0,5704955	-3,23	0,001 ***
SHAREHOLDER	0,1018843	0,0335637	3,04	0,002 ***
INDEB.GLOBALE	-0,0006392	0,0032	-0,20	0,842
INDEB.FINANZIARIO	0,0012125	0,0055405	0,22	0,827
log(TOT.ATTIVO)	-1,469654	0,506005	-2,90	0,004 ***
PERITO.EST.	1,977459	0,8243365	2,40	0,016 **
EPRA	1,019012	1,060781	0,96	0,337
PBV.CHIUSURA	-0,3107912	0,1761754	-1,76	0,078 *
ROA	-0,0297466	0,0747009	-0,40	0,690
INVEST.IMMOB.	0,0113519	0,0135698	0,84	0,403
YEAR	0,1533746	0,297793	0,52	0,607

TABELLA 4.8: Modello di regressione logistica utilizzato per spiegare il comportamento dei manager di fronte alla *fair value option*.

Da questo test di regressione emerge che la scelta contabile può essere spiegata in modo significativo da alcuni dei fattori esaminati, con relazioni di dipendenza non sempre coerenti con il "verso" ipotizzato.

È possibile osservare che entrambe le variabili incaricate di rappresentare il grado di dispersione della struttura proprietaria sono risultate significative ad un livello inferiore all'1%. Guardando i loro coefficienti, però, emerge un problema di interpretazione poiché si contraddicono nella previsione del verso della relazione con l'*accounting choice*. Il *BvD Independence Indicator*, infatti, mostra che all'aumentare della dispersione proprietaria diminuisce la probabilità di optare per il valore equo, in contrasto con la prima ipotesi elaborata. Al contrario, tramite la variabile indicante il numero degli azionisti, viene rilevato che l'*ownership dilution* favorisce l'adozione della FVA.

Anche gli indicatori che esprimono l'esposizione finanziaria dell'azienda hanno coefficienti opposti, tuttavia, in questo caso, nessuno dei due risulta essere significativo per spiegare quale base di misurazione viene adottata.

L'unica *proxy* della dimensione aziendale presente in questo modello, ossia il logaritmo dell'attivo totale, conferma, con un *p-value* inferiore all'1%, quanto previsto dalla terza ipotesi, ossia che le imprese più grandi preferiscono la contabilità tradizionale.

Per quanto riguarda l'impegno verso la trasparenza contabile, l'appartenenza all'EPRA non sembra influenzare in modo significativo la scelta tra i due metodi contabili. L'affidamento della stima del *fair value* ad un perito indipendente, invece, risulta significativamente più frequente, con un *p-value* più basso del 5%, per le società che utilizzano questo criterio per la contabilizzazione degli investimenti immobiliari, coerentemente con la quarta ipotesi.

Infine, in riferimento alle variabili di controllo, l'unica relazione significativa risulta essere quella con l'indicatore *Price-to-Book value* calcolato alla data di chiusura dell'esercizio, con un *p-value* inferiore al 10%. Questo risultato implica che in presenza di elevate asimmetrie informative è meno frequente l'utilizzo del *fair value* come criterio di misurazione degli *investment property*.

4.3.4 Sintesi dei risultati ottenuti e verifica delle ipotesi

Dall'analisi dei 328 bilanci, divisi equamente nei quattro esercizi dal 2015 al 2018, appartenenti al campione di 82 aziende quotate del settore *real estate* situate nell'area dell'Unione Europea (Regno Unito compreso) è emersa la netta prevalenza

del *fair value* per la valutazione degli investimenti immobiliari. L'impiego del costo storico, invece, è limitato ad un ristretto numero di imprese dell'Europa continentale.

Nel corso del periodo esaminato, solamente una società ha deciso di effettuare il passaggio verso la contabilità a valori correnti; di conseguenza, significa che la maggior parte delle imprese sta utilizzando questo metodo già da parecchi anni. Questi risultati possono condurre alla conclusione che i redattori del bilancio abbiano avuto il tempo necessario per apprendere il funzionamento di questa base di misurazione e, evidentemente, la maggiore familiarità acquisita con questa pratica li ha portati alla consapevolezza dei vantaggi offerti dalla valutazione al valore equo.

Si ricorda che lo IASB, come spiegato nel secondo capitolo, ha concesso quest'*accounting choice* nel momento dell'emanazione dello IAS 40 nel 2000, impegnandosi però a verificare periodicamente la necessità di mantenere l'alternativa del costo storico (nella prospettiva di un'evoluzione verso la FVA). Alla luce degli esiti della ricerca, a parere di chi scrive, è probabile attendersi che nel prossimo futuro lo IASB decida di eliminare questa opzione.

Tuttavia, per capire in modo più approfondito a che punto del *learning process* si trovano i preparatori dei report finanziari sarebbe interessante effettuare il medesimo studio su un campione di aziende appartenenti a diversi settori oltre a quello *real estate*, dove ci si attende che la scelta di valutazione degli investimenti immobiliari sia meno rilevante. Inoltre, l'allargamento della popolazione studiata potrebbe essere utile per confermare o smentire i risultati trovati da questo studio, poiché il basso numero di osservazioni esaminate relative ad aziende che hanno optato per il costo storico rappresenta un limite di efficacia della ricerca che rende meno significative le statistiche inferenziali.

Le analisi e i test statistici condotti in questo capitolo hanno avuto come scopo quello di verificare le ipotesi elaborate in merito alle possibili determinanti della *fair value option* concessa dallo IAS 40, infatti l'obiettivo della ricerca è stato quello di comprendere quali fattori sono in grado di influenzare la scelta dei manager tra i due metodi di misurazione degli investimenti immobiliari.

Nel sintetizzare gli esiti delle varie analisi (descrittiva, univariata e multivariata) si pone una particolare attenzione ai risultati forniti dalla regressione logistica, dal momento che tra le analisi fatte risulta essere quella più robusta, perché consente di comprendere la relazione di dipendenza tra due variabili all'interno del contesto di tutte le altre utilizzate nel modello, cioè permette di studiare simultaneamente gli effetti dei diversi fattori che influenzano il fenomeno oggetto d'indagine.

Per quanto riguarda la prima ipotesi, che prevede una maggiore probabilità di optare per il *fair value* in presenza di una struttura proprietaria più frammentata, l'interpretazione dei risultati ottenuti dall'esame dei dati è piuttosto complessa, poiché le due variabili utilizzate come *proxy* dell'*ownership structure* sono entrambe significative ma con coefficienti di segno opposto. Il *BvD Independence Indicator* mostra una relazione inversa con la scelta del valore equo, significativa solamente nell'analisi di regressione logistica con un *p-value* inferiore all'1%. T-test, matrice di correlazione e regressione sono, invece, concordi nel definire la significatività dell'associazione diretta tra il valore equo e la variabile "SHAREHOLDER". È evidente, quindi, che quelle che venivano considerate due *proxy* della medesima determinante, in realtà non sono adatte a descrivere lo stesso fenomeno.

In questo caso si ritiene più corretto attenersi agli esiti forniti dal *BvD Independence Indicator*, seppur contrastanti con l'ipotesi sviluppata. Questa variabile, infatti, è più adeguata a riflettere il grado di concentrazione della proprietà. Il numero di azionisti, invece, come già anticipato, è uno stimatore meno preciso del grado di dispersione dell'azionariato, innanzitutto perché dovrebbe essere confrontato con il numero di azioni in circolazione e poi bisognerebbe verificare come esse sono distribuite tra i proprietari. Ad esempio, due *shareholder* potrebbero essere in possesso del pacchetto di maggioranza delle quote partecipative di un'azienda, mentre le restanti azioni potrebbero essere suddivise tra un numero molto elevato di soggetti; in questo caso la variabile "SHAREHOLDER" indurrebbe a considerare la struttura proprietaria come dispersa (perché ci sono molti azionisti), ma in realtà i due proprietari di maggioranza sono in grado di esercitare un forte controllo sui manager e quindi si è in presenza di una struttura concentrata.

Focalizzandosi sulla variabile “BvD.INDEP.INDIC.”, il risultato trovato è del tutto inaspettato, infatti smentisce la prima ipotesi che prendeva spunto dalla maggior parte degli studi analizzati, illustrati nel paragrafo 3.3. Gli esiti di questa ricerca indicano che maggiore è il grado di dispersione dell’azionariato più le imprese sono portate a adottare il criterio del costo storico. Probabilmente questo è dovuto al fatto che le aziende con maggior *ownership dilution*, nel tentativo di attirare costantemente nuovi investitori, preferiscano mostrarsi al mercato come meno rischiose, quindi cercheranno di ridurre la volatilità degli utili impiegando un sistema contabile più prudente. Un’ulteriore spiegazione potrebbe essere legata ai conflitti di agenzia interni: in caso di frammentazione della proprietà gli azionisti, impossibilitati ad esercitare un monitoraggio stretto sugli amministratori, potrebbero essere preoccupati dalla possibilità che il *management* adotti comportamenti opportunistici e perciò preferiscono la maggiore verificabilità della contabilità tradizionale (dimostrandosi più riluttanti a fornire capitali alle imprese che utilizzano la FVA). Sintetizzando, è possibile affermare che la prima ipotesi viene smentita dai risultati della ricerca.

Con riferimento alla seconda ipotesi, la quale attesta che le imprese con un elevato *financial leverage* siano più propense ad utilizzare il *fair value*, si sono ottenute delle evidenze statisticamente significative dall’analisi univariata e dalla matrice di correlazione. Il T-test ha mostrato una relazione inversa tra la scelta del valore equo e le variabili “LEVERAGE” e “INDEB.GLOBALE”, con un *p-value* inferiore al 10%, in contrasto con quanto previsto dall’ipotesi sviluppata. Questo risultato è stato confermato dai coefficienti di correlazione significativamente negativi che si sono ottenuti per tutte e tre le *proxy* del grado di indebitamento. Gli esiti della ricerca sembrerebbero quindi coerenti con la teoria proposta da Quagli e Avallone (2010), secondo cui il conservatorismo contabile consente una migliore protezione dei finanziatori perché garantisce l’integrità patrimoniale. La regressione logistica, tuttavia, non evidenzia alcuna relazione statisticamente significativa, pertanto non si hanno prove sufficienti per smentire la seconda ipotesi. Il tasso di indebitamento, quindi, non sembra influenzare la *fair value option* dello IAS 40.

La terza ipotesi di questo elaborato prevede che le imprese più grandi scelgano con minor probabilità il modello del valore equo per la contabilizzazione degli investimenti immobiliari. L'unico predittore che conferma la significatività della dimensione aziendale come determinante dell'*accounting choice* è il totale attivo. Dall'analisi univariata di questa variabile emerge, con un *p-value* inferiore al 5%, una relazione positiva con la contabilità a valori correnti. Al contrario, la medesima variabile presenta un coefficiente negativo con livello di significatività inferiore all'1% nel modello di regressione logistica, dove viene esaminata simultaneamente agli altri fattori che influenzano la scelta contabile. Essendo tale analisi più robusta rispetto al T-test, è possibile confermare quanto previsto dalla terza ipotesi basata sui risultati ottenuti dagli studi di Quagli e Avallone (2010). Essi prendono spunto dalla *Political Cost Theory* di Watt e Zimmerman (1978) secondo cui le imprese di grandi dimensioni sono esposte a maggiori costi politici dovuti soprattutto a redistribuzioni sfavorevoli della ricchezza, pertanto per evitare di attirare l'attenzione del pubblico sfruttano i vantaggi offerti dal conservatorismo contabile.

Infine, la quarta ipotesi viene confermata dalle analisi statistiche, sia da quella univariata che da quella multivariata. I T-test impiegati per confrontare la media del gruppo "*fair value*" con quella del gruppo "costo storico" relativamente alle variabili "perito esterno" e "partecipazione all'EPRA" hanno mostrato, con *p-value* inferiore al 5% e all'1%, la propensione da parte delle aziende impegnate a fornire report finanziari più trasparenti a scegliere il modello del valore equo, che a sua volta consente di migliorare la qualità delle informazioni fornite al mercato. La regressione logistica conferma la relazione positiva tra l'affidamento della valutazione degli investimenti immobiliari ad un perito esterno e l'utilizzo del *fair value*, con una significatività del 5%. È quindi evidente che l'impegno verso la trasparenza contabile rappresenta una determinante della *fair value option*, influenzando il comportamento dei manager verso l'adozione della contabilità a valori correnti.

Inoltre, si ritiene che l'impiego di un esperto indipendente per effettuare la stima del valore equo possa essere interpretato anche come una conseguenza dell'utilizzo di questa base di misurazione per la contabilizzazione degli investimenti immobiliari,

poiché è probabile attendersi che le imprese che forniscono il *fair value* solamente nelle note al bilancio siano propense ad effettuare la valutazione internamente, per evitare di sostenere costi eccessivi (vista la minor rilevanza che il mercato assegna ai valori *disclosed* rispetto a quelli *recognized*).

Tra le variabili di controllo, impiegate nelle analisi multivariate, le uniche a mostrare delle relazioni significative sono state “ANGLOSASSONE” e “PBV.CHIUSURA”.

Per quanto riguarda la tradizione contabile, la matrice di correlazione mostra un coefficiente positivo con la scelta del *fair value*, risultato confermato dalla regressione logistica che, addirittura, esprime la perfetta capacità predittiva di questa variabile. Pertanto, è possibile affermare che, anche a distanza di oltre 10 anni dall'applicazione obbligatoria dei principi contabili internazionali, le pratiche di rendicontazione pre-IFRS continuano a giocare un ruolo centrale nell'*accounting choice*. Come suggerito dagli studi approfonditi all'interno del paragrafo 3.2, nelle imprese appartenenti all'Europa continentale, i cui GAAP nazionali richiedono generalmente di valutare gli investimenti immobiliari al costo storico, è più probabile che continui ad essere impiegata la contabilità tradizionale rispetto a quanto accade nelle imprese anglosassoni.

Il rapporto *Price-to-Book value*, che indica la presenza di asimmetrie informative tra *insider* e *outsider* della società, presenta una relazione negativa con la scelta del *fair value* ad un livello di significatività inferiore al 10%, sia nella matrice di correlazione che nella regressione logistica. Questo risultato potrebbe ragionevolmente rappresentare una conseguenza meccanica dell'utilizzo del valore equo, più che una determinante della *fair value option*. Infatti, se gli investimenti immobiliari vengono contabilizzati al *fair value*, il valore contabile dell'azienda è probabile che sia maggiore rispetto a quando viene adottata l'HCA, poiché possono essere iscritti in conto economico anche gli utili non ancora realizzati. Pertanto, a parità di numeratore di questo indice, cioè il prezzo che il mercato attribuisce all'azienda, l'utilizzo del valore equo provoca un incremento del denominatore (patrimonio netto contabile) e, di conseguenza, si riduce il rapporto P/BV. Inoltre, questo coefficiente negativo potrebbe essere interpretato come conseguenza del fatto che

la maggiore capacità informativa del *fair value* consente di ridurre le asimmetrie informative tra azienda e mercato.

In sintesi, la ricerca condotta in questo elaborato sui bilanci degli esercizi 2015-2018 consente di documentare la netta prevalenza del *fair value* per la valutazione degli investimenti immobiliari, in alternativa all'impiego del costo storico, nelle aziende quotate europee del settore *real estate*.

Più precisamente, i risultati delle analisi statistiche dimostrano che la scelta del valore equo è più frequente nelle imprese con struttura proprietaria concentrata, di dimensioni non troppo elevate, impegnate a fornire report finanziari trasparenti, che godono di minori asimmetrie informative e appartenenti al contesto anglosassone. Il livello di indebitamento, invece, non sembra influenzare il comportamento dei manager di fronte alla *fair value option*.

Conclusione

L'introduzione obbligatoria dei principi contabili internazionali per i bilanci consolidati delle imprese quotate situate all'interno dei confini dell'Unione Europea ha creato un contesto interessante per esaminare il tema dell'*accounting choice*, poiché permette di comprendere come aziende appartenenti a diversi sistemi legali, finanziari, contabili e fiscali si siano adeguate alle nuove regole disposte dallo IASB. Questo ambito di studio, inoltre, risulta essere rilevante alla luce del fatto che nel corso del nuovo millennio lo *standard setter* internazionale ha intrapreso una riforma dei propri principi di bilancio, per adeguare le pratiche contabili ai mutamenti dell'economia globale. Le modifiche apportate al *Conceptual framework* sono state influenzate soprattutto dalla *Fair Value View*, prevalente tra i membri del *Board*. Il valore equo viene percepito come indispensabile per soddisfare i bisogni informativi generati dalla crescente complessità dell'attuale economia. Infatti, la possibilità di iscrivere in bilancio le variazioni del valore di mercato dei beni consente di mostrare il loro reale valore, essenziale per l'assunzione di decisioni di investimento e per la negoziazione con parti terze. Tuttavia, la presenza di alcuni membri dello IASB con un'*Alternative View*, basata in particolare sulla preferenza per il modello del costo storico, ha portato allo sviluppo di un sistema contabile misto, dove entrambe le basi di misurazione continuano ad avere un ruolo nella contabilizzazione delle voci di bilancio. Il *Board*, in ogni caso, mostra in vari modi la sua propensione verso la *Fair Value Accounting*.

La ricerca condotta cerca di comprendere quale dei due metodi di misurazione è apprezzato maggiormente dai redattori del bilancio, al di là delle preferenze delle autorità di regolamentazione. Per indagare su questo argomento, ci si è serviti dell'opzione palese concessa nello IAS 40, ossia la possibilità di valutare gli investimenti immobiliari mediante il *fair value* oppure con il costo storico.

I risultati ottenuti mostrano una netta prevalenza di aziende quotate europee del settore *real estate* che ha impiegato il valore equo per la contabilizzazione degli *investment property* negli esercizi dal 2015 al 2018, con una percentuale pari al 91% in tutti gli anni d'indagine.

In questo arco temporale, solamente due imprese hanno deciso di intraprendere un cambiamento del criterio di misurazione, una è passata alla FVA mentre l'altra, inaspettatamente, ha effettuato il passaggio verso l'HCA.

Dagli esiti dell'analisi empirica è possibile dedurre che il processo di apprendimento del *fair value* può dirsi sostanzialmente completato e che la familiarità acquisita con queste stime ha portato i manager ad una maggiore consapevolezza dei vantaggi offerti da questa base di misurazione, almeno per quanto riguarda la valutazione degli investimenti immobiliari. Di conseguenza, si prevede che nel prossimo futuro lo IASB decida di eliminare l'opzione concessa, a favore della contabilità a valori correnti.

Successivamente, la ricerca si è focalizzata sull'individuazione delle possibili determinanti della *fair value option* nello IAS 40, cioè quegli attributi delle aziende che inducono i manager a scegliere un metodo di valutazione piuttosto che l'altro. Lo studio approfondito della letteratura in tale ambito ha portato allo sviluppo di quattro ipotesi, che sono state testate mediante analisi descrittive, univariate e multivariate.

Gli esiti della ricerca hanno mostrato la significativa influenza dell'*ownership structure* sulla scelta contabile. Nello specifico, è stato provato che le imprese con una struttura proprietaria più dispersa sono propense ad impiegare il modello del costo storico nel tentativo di mostrarsi agli investitori come meno rischiose, riducendo la volatilità dei risultati e garantendo una maggiore verificabilità delle stime. Questo risultato è stato inaspettato poiché gli studi analizzati evidenziano che le capacità informative del *fair value* sono maggiormente apprezzate in caso di *ownership dilution*, ossia quando i proprietari non partecipano alla gestione dell'impresa e sono impossibilitati ad esercitare un controllo stretto sul *management*.

Le analisi rivelano anche la significatività della dimensione aziendale, espressa tramite la *proxy* "totale attivo", confermando la relazione inversa tra questa determinante e il valore equo. Come previsto dall'ipotesi elaborata, infatti, le imprese di maggiori dimensioni sono sottoposte a maggiori costi politici, corrispondenti soprattutto a redistribuzioni sfavorevoli della ricchezza,

coerentemente con quanto previsto dalla *Political Cost Theory* di Watt e Zimmerman (1978). Al fine di ridurre le pressioni politiche e normative, è probabile che i manager delle grandi aziende optino per il costo storico, per evitare l'iscrizione in bilancio delle rivalutazioni del valore corrente degli investimenti immobiliari, che aumenterebbero ulteriormente la dimensione aziendale.

Per mezzo delle variabili che esprimono l'impiego di periti esterni per la valutazione del valore di mercato degli *asset*, l'affidamento dell'incarico di revisione ad una Big 4 e la partecipazione all'EPRA, è stata confermata la significatività dell'associazione diretta tra il *fair value* e la volontà dell'azienda di fornire un'informativa finanziaria più trasparente a favore degli attuali e potenziali investitori. Infatti, questi segnali credibili dell'impegno assunto dalle imprese di offrire una comunicazione chiara ed efficiente vengono usati per ridurre il divario informativo con gli *stakeholder*, qualità attribuita anche al modello del valore equo.

Per quanto riguarda la determinante "*financial leverage*", invece, non si ottenute delle prove sufficienti per confermare la sua propensione ad influenzare il comportamento dei manager di fronte alla *fair value option*.

Infine, dalle variabili di controllo impiegate per migliorare la capacità esplicativa del modello di regressione logistica è emersa la significatività della tradizione contabile, poiché le pratiche di rendicontazione pre-IFRS continuano a giocare un ruolo centrale nell'*accounting choice* anche a distanza di oltre dieci anni dall'adozione obbligatoria dei principi contabili internazionali, e del rapporto *Price-to-Book value*, che evidenzia il fatto che le imprese che optano per il valore equo beneficiano di un minor livello di asimmetrie informative.

Bibliografia

- AMADUZZI A. (2009). "Dal costo al fair value. Il nuovo approccio IASB", Franco Angeli s.r.l., Milano.
- AVALLONE F. (2008). "Le determinanti della fair value option nello IAS 40: il caso delle aziende immobiliari europee", in *Revisione Contabile: la rivista dei revisori contabili*, 80, pp. 5-29.
- BALL R. (2006). "International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors", in *Accounting and Business Research*, International accounting policy forum, pp. 5-27.
- BARLEV B., HADDAD J. R. (2003). "Fair value accounting and the management of the firm", in *Critical Perspectives on Accounting*, 14, pp. 383-415.
- BARTH M. E., CLINCH G. (1998). "Revalued financial, tangible, and intangible assets: associations with share prices and non-market-based value estimates", in *Journal of Accounting Research*, 36, pp. 199-233.
- BEZOLD A. (2009). "The subject matter of financial reporting: The conflict between cash conversion cycles and fair value in the measurement of income", Occasional paper, Center for Excellence in Accounting and Security Analysis, Columbia University, New York.
- BROBERG P., COLLIN S.-O., TAGESSON T., AXELSSON M., SCHELE C. (2011). "Why reduce profit? Accounting choice of impairments in Swedish listed corporations", in *International Journal of Accounting and Finance*, 3 (1), pp. 49-71.
- CAIRNS D., MASSOUDI D., TAPLIN R., TARCA A. (2011). "IFRS fair value measurement and accounting policy choice in the United Kingdom and Australia", in *The British Accounting Review*, 43, pp. 1-21.
- CHRISTENSEN H. B., NIKOLAEV V. V. (2013). "Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test?", in *Review of Accounting Studies*, 31, pp. 734-775.
- COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA - CONSOB (2013). "Raccomandazione n. DIE/0061944 del 18/07/2013 - Oggetto: Raccomandazione in materia di valutazione al fair value dei beni immobili delle società immobiliari quotate".
- COZMA I. D. (2009). "Historical cost versus fair value", in *Annals of Faculty of Economics*, 3 (1), 860-865.
- DEANGELO H., DEANGELO L., SKINNER D. J. (1994). "Accounting choice in troubled companies", in *Journal of Accounting and Economics*, 17, pp. 113-143.
- DICHEV I. D., TANG V. W. (2008). "Matching and the changing properties of accounting earnings over the last 40 years", in *The Accounting Review*, 83 (6), pp. 1425-1460.
- EPRA (EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE COMMITTEE) (gennaio 2006). "Best practices policy recommendations", in www.epra.com.

- EPRA (EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE COMMITTEE) (gennaio 2019). "Global real estate total markets table", in www.epra.com.
- ERNST & YOUNG (dicembre 2019). "IFRS real estate survey".
- FASAN M., MARCON C. (2017). "Drivers of fair value choice under IFRS in the Anglo-Saxon and Continental European contexts", in *Sviluppo, sostenibilità e competitività delle aziende. Il contributo degli economisti aziendali*, Il Mulino, Bologna, pp. 27-54.
- FASAN M., MARCON C. (2018). "Accounting Choice under IFRS: The Role of Accounting Tradition and Managerial Opportunism", in *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 8 (3), pp. 209-223.
- FIELDS T. D., LYS T. Z., VINCENT L. (2001). "Empirical research on accounting choice", in *Journal of Accounting and Economics*, 31, pp. 255-307.
- FRANCIS J. (2001). "Discussion of empirical research on accounting choice", in *Journal of Accounting and Economics*, 31, pp. 309-319.
- GIGLER F., KANODIA C., SAPRA H., VENUGOPALAN R. (2009). "Accounting conservatism and the efficiency of debt contracts", in *Journal of Accounting Research*, 47 (3), pp. 767-797.
- GONCHAROV I., RIEDL E. J., SELFHORN T. (2014). "Fair value and audit fees", in *Review of Accounting Studies*, 19, pp. 210-241.
- HAGERMAN R. L., ZMIJEWSKI M. E. (1979). "Some economic determinants of accounting policy choice", in *Journal of Accounting and Economics*, 1 (2), pp. 141-161.
- HERRMANN D., SHAHROKH M. S., WAYNE B. T. (2006). "The quality of fair value measures for property, plant, and equipment", in *Accounting Forum*, 30, pp. 43-59.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB (2003). "Basis for conclusions – IAS 40".
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB (2003). "Reasons for revising IAS 40".
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB (2010). "Conceptual Framework for financial reporting 2010".
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB (maggio 2011). "Basis for conclusions – IFRS 13".
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB (2018). "Conceptual Framework for financial reporting 2018".
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB (2018). "IAS 40 – Investment property".
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB (giugno 2018). "Basis for conclusions – Conceptual Framework for financial reporting 2018".
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE - IASC (1986). "IAS 25 – Accounting for investments".
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE - IASC (2000). "Basis for conclusions – IAS 40".

- ISRAELI D. (2015). "Recognition versus disclosure: evidence from fair value of investment property", in *Review of Accounting Studies*, 20, pp. 1457–1503.
- JAIJAI RAM P. (2013). "Fair Value Accounting vs. Historical Cost Accounting", in *Review of Business Information Systems*, 17 (1), pp. 1-6.
- KVAAL E., NOBES C. (2010). "International differences in IFRS policy choice: A research note", in *Accounting and Business Research*, 40 (2), pp. 173-187.
- KVAAL E., NOBES C. (2012). "IFRS policy changes and the continuation of national patterns of IFRS practice", in *European Accounting Review*, 21 (2), pp. 343-371.
- KOLEV K. (2018). "The 'fairness' of fair value accounting", in *The Routledge Companion to Fair Value in Accounting*, Routledge, Abingdon (UK).
- LAMM-TENNANT J., ROLLINS T. (1994). "Incentives for discretionary accounting practices: ownership structure, earnings, size, and taxation", in *The Journal of Risk and Insurance*, 61(3), pp. 476–491.
- LAUX C., LEUZ C. (2009). "The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate", in *Accounting, Organizations and Society*, 34, pp. 826-834.
- LEAN H. H., TING I. W. K., KWEH, Q. L. (2015). "Ownership concentration, family ownership and leverage: Evidence from Malaysia", in *Malaysian Journal of Economic Studies*, 52(2), pp. 117–133.
- LENNARD A. (2018). "Fair value and the Conceptual Framework", in *The Routledge Companion to Fair Value in Accounting*, Routledge, Abingdon (UK).
- LEUZ C., NANDA D., WYSOCKI P. D. (2003). "Earnings management and investor protection: an international comparison", in *Journal of Financial Economics*, 69, pp. 505-527.
- LEVINE D. M., KREHBIEL T. C., BERENSON M. L. (2010). "Statistica (quinta edizione)", Pearson Italia S.p.A., Milano-Torino, edizione italiana a cura di Ragozini G.
- LIVNE G., MARKARIAN G. (2018). "The Routledge Companion to Fair Value in Accounting", Routledge, Abingdon (UK).
- LYS T. (1984). "Mandated accounting changes and debt covenants: The case of oil and gas accounting", in *Journal of Accounting and Economics*, 6, pp. 39-65.
- MADHANI P. M. (2016). "Ownership concentration, corporate governance and disclosure practices: A study of firms listed in Bombay Stock Exchange", in *The IUP Journal of Corporate Governance*, 15 (4), pp. 7-36.
- MARRA A. (2016). "The pros and cons of fair value accounting in a globalized economy: a never ending debate", in *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32 (4), pp. 582-591.
- MÄKI J. (2020). "The role of investment property appraisal in European real estate companies", in *Journal of European Real Estate Research*, 13 (1), pp. 105-122.
- MÄKI J., SOMOZA-LOPEZ A., SUNDGREN S. (2016). "Ownership structure and accounting method choice: A study of European Real Estate Companies", in *Accounting in Europe*, 13 (1), pp. 1-19.

- MORA A., MCGEACHIN A., BARTH M. E., BARKER R., WAGENHOFER A., JOOS P. (2019). "Fair value accounting: the eternal debate – AinE EAA Symposium, May 2018", in *Accounting in Europe*, 16 (3), pp. 237-255.
- MULLER K. A., RIEDL E. J. (2002). "External monitoring of property appraisal estimates and information asymmetry", in *Journal of Accounting Research*, 40 (3), pp. 865-881.
- MULLER K. A., RIEDL E. J., SELFHORN T. (marzo 2008). "Causes and consequences of choosing historical cost versus fair value", Working paper, Pennsylvania State University, Harvard University and Ruhr-Universität Bochum.
- MULLER K. A., RIEDL E. J., SELFHORN T. (settembre 2008). "Consequences of voluntary and mandatory Fair Value Accounting: evidence surrounding IFRS adoption in the EU real estate industry", Working paper, Pennsylvania State University, Harvard University and Ruhr-Universität Bochum.
- MULLER K. A., RIEDL E. J., SELFHORN T. (2011). "Mandatory fair value accounting and information asymmetry: evidence from the European Real Estate Industry", in *Management Science*, 57 (6), pp. 1138-1153.
- MULLER K. A., RIEDL E. J., SELFHORN T. (2012). "Recognition versus disclosure of fair values", in www.rwp.bwl.uni-muenchen.de.
- MULLER K. A., RIEDL E. J., & SELFHORN, T. (2015). "Recognition versus disclosure of fair values", in *The Accounting Review*, 90(6), pp. 2411–2447.
- NOBES, C. (1983). "A judgemental international classification of financial reporting practices", in *Journal of Business Finance and Accounting*, 10 (1), pp. 1-19.
- NOBES C. (2006). "The survival of international differences under IFRS: towards a research agenda", in *Accounting and Business Research*, 36 (3), pp. 233-245.
- NOBES C. (2013). "The continued survival of international differences under IFRS", in *Accounting and Business Research*, 43 (2), pp. 83-111.
- NOBES C., PERRAMON J. (2013). "Firm size and national profiles of IFRS policy choice", in *Australian Accounting Review*, 23 (1), pp. 208-215.
- NOBES C., STADLER C. (2012). "The determinants of IFRS policy choice", articolo presentato all'*European Accounting Association conference*, Lubiana.
- ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ – OIC (2008). "Guida operativa: Aspetti applicativi dei principi IAS/IFRS".
- PALEA V. (2018). "Shareholder value, financialization and accounting regulation. Making sense of fair value adoption in the European Union", in *The Routledge Companion to Fair Value in Accounting*, Routledge, Abingdon (UK).
- PAOLONI P. (2006). "Gli investimenti immobiliari nei principi contabili internazionali", in *Revisione contabile*, 69 (3), pp. 22-36.
- PENMAN S. H. (2007). "Financial reporting quality: is fair value a plus or a minus?", in *Accounting and Business Research*, Special Issue: International Accounting Policy Forum, pp. 33-44.

- PINTO M. J. T., MARTINS V. A., SILVA D. M. (2015). "Accounting choices: The Brazilian case of real estate investment", in *Revista Contabilidade & Finanças*, 26 (69), pp. 274-289.
- PIZZO M. (2000). "Il fair value nel bilancio d'esercizio", CEDAM, Padova.
- PRENCIPE A. (2004). "Proprietary costs and determinants of voluntary segment disclosure: evidence from Italian listed companies", in *European Accounting Review*, 13 (2), pp. 319-340.
- PWC (settembre 2019). "Fair value measurements – global edition".
- PWC (dicembre 2019). "Applying IFRS for the real estate industry".
- QIANG X. (2007). "The effects of contracting, litigation, regulation, and tax costs on conditional and unconditional conservatism: cross-sectional evidence at the firm level", in *The Accounting Review*, 82 (3), pp. 759-796.
- QUAGLI A., AVALONE F. (2010). "Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry", in *European Accounting Review*, 19 (3), pp. 461-493.
- RĂSCOLEAN I., RAKOS I. S. (2016). "The transition from historical cost to fair-value, a choice with major implications in accounting", in *Annals of University of Petroșani, Economics*, 16 (1), pp. 233-244.
- RIEDL E. J., SERAFEIM G. (2011). "Information risk and fair values: an examination of equity betas", *Journal of Accounting Research*, 49 (4), pp. 1083-1122.
- SCHIERA M., BALDELLI M. G. (2015). "Il criterio base di valutazione del costo storico e del fair value nei processi di valutazione del bilancio d'esercizio: prime proposizioni", in <http://amsacta.unibo.it/4292/>.
- SERAKIBI O. (2014). "Please mind the GAAP between the historical cost and the fair value", in <http://www.academia.edu/>.
- SOLIKHAH B. (2015). "An overview of Legitimacy Theory on the influence of company size and industry sensitivity towards CSR disclosure", in *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 14 (5), pp. 3013-3023.
- SUNDGREN S., MÄKI J., SOMOZA-LOPEZ A. (2018). "Analyst coverage, market liquidity and disclosure quality: a study of fair-value disclosures by European real estate companies under IAS 40 and IFRS 13", in *International Journal of Accounting*, 53 (1), pp. 54-75.
- TAPLIN R., YUAN W., BROWN A. (2014). "The use of Fair Value and Historical Cost Accounting for investment properties in China", in *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 8 (1), pp. 101-113.
- TKACHUK N. V. (2019). "Historical Cost and Fair Value: Advantages, Disadvantages, Application", in *Journal of History Culture and Art Research*, 8 (1), pp. 173-182.
- US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2008). "Report and recommendations pursuant to section 133 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: study on mark-to-market accounting", in <http://www.sec.gov/news/studies/2008/marktomarket123008.pdf>.

- WATT R. L., ZIMMERMAN J. L. (1978). "Towards a Positive Theory of the determination of accounting standards", in *The Accounting Review*, 53 (1), pp. 112-133.
- WATT R. L., ZIMMERMAN J. L. (1986). "Positive Accounting Theory", Prentice-Hall, New Jersey.
- WATT R. L., ZIMMERMAN J. L. (1990). "Positive Accounting Theory: a ten year perspective", in *The Accounting Review*, 65 (1), pp. 131-156.
- WHITTINGTON G. (2008). "Fair Value and the IASB/FASB Conceptual Framework Project: An Alternative View", in *Abacus*, 44 (2), pp. 139-168.
- ZEFF S. A. (2005). "The Evolution of U.S. GAAP: The Political Forces Behind Professional Standards", in *CPA Journal Online*.
- ZEFF S. A. (2007). "Some obstacles to global financial reporting comparability and convergence at a high level of quality", in *The British Accounting Review*, 39, pp. 290-302.
- ZYLA M. L. (2012). "Fair Value Measurement: Practical Guidance and Implementation", John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey.

Sitografia

www.epra.com

www.iasplus.com

www.igi-global.com/dictionary/

www.investopedia.com

Allegato 1 - Campione di imprese

	RAGIONE SOCIALE	CODICE ISO
1	ABBAY PUBLIC LIMITED COMPANY	IE
2	ACE LIBERTY & STONE PLC	GB
3	ADO PROPERTIES SA	LU
4	ADVANCED ONCOTHERAPY PLC	GB
5	ARCO VARA AS	EE
6	ARRICANO REAL ESTATE PLC	CY
7	ASSURA PLC	GB
8	ATRIUM LJUNGBERG AB	SE
9	BASTOGI SPA	IT
10	BCRE-BRACK CAPITAL REAL ESTATE INVESTMENTS B.V.	NL
11	BRITISH LAND COMPANY PUBLIC LIMITED COMPANY(THE)	GB
12	CA IMMOBILIEN ANLAGEN AG	AT
13	CARDIFF PROPERTY PUBLIC LIMITED COMPANY(THE)	GB
14	CASTELLUM AB	SE
15	CATENA AB	SE
16	CITY SERVICE SE	EE
17	CITYCON OYJ	FI
18	CLS HOLDINGS PLC	GB
19	COFINIMMO SA - SICAF IMMOBILIERE	BE
20	COMPAGNIA IMMOBILIARE AZIONARIA S.P.A.	IT
21	COMPAGNIE IMMOBILIERE DE BELGIQUE SA	BE
22	CPD S.A.	PL
23	CPI PROPERTY GROUP	LU
24	DAEJAN HOLDINGS PLC	GB
25	DERWENT LONDON PLC	GB
26	DEUTSCHE WOHNEN SE	DE
27	DIOS FASTIGHETER AB	SE
28	ETAIREIA INVESTMENTS PLC	GB
29	ETALON GROUP PUBLIC COMPANY LIMITED	CY
30	FABEGE AB	SE
31	FASTIGHETS AB BALDER	SE
32	GECINA SA	FR
33	GLOBE TRADE CENTRE S.A.	PL
34	GMP PROPERTY SOCIMI, S. A.	ES
35	GRAND CITY PROPERTIES SA	LU
36	GRAPHISOFT PARK SE	HU
37	GREAT PORTLAND ESTATES P L C	GB
38	HAMMERSON PLC	GB
39	HELICAL PLC	GB

40	HUFVUDSTADEN AB (PUBL)	SE
41	ICADE	FR
42	INLAND HOMES PLC	GB
43	INPRO S.A.	PL
44	INTERVEST OFFICES & WAREHOUSES	BE
45	INTU PROPERTIES PLC	GB
46	INVL BALTIC FARMLAND	LT
47	INVL BALTIC REAL ESTATE	LT
48	J.W. CONSTRUCTION HOLDING S.A.	PL
49	KARDAN N.V.	NL
50	KUNGSLEDEN AB	SE
51	L E LUNDBERGFÖRETAGEN AB	SE
52	LAMDA DEVELOPMENT S.A.	GR
53	LC CORP SA	PL
54	LEG IMMOBILIEN AG	DE
55	LONDON & ASSOCIATED PROPERTIES PLC	GB
56	LONDONMETRIC PROPERTY PLC	GB
57	MALTA PROPERTIES COMPANY P.L.C.	MT
58	MERCIALYS SA	FR
59	MIDI P.L.C.	MT
60	MIRLAND DEVELOPMENT CORPORATION PLC	CY
61	MLP GROUP SPOLKA AKCYJNA	PL
62	MONTEA SCA	BE
63	MOUNTVIEW ESTATES PLC	GB
64	PATRIZIA AG	DE
65	POLNORD S.A.	PL
66	PRIMARY HEALTH PROPERTIES PLC	GB
67	PRO KAPITAL GRUPP AS	EE
68	REAL ESTATE INVESTORS PLC	GB
69	RONSON DEVELOPMENT SE	PL
70	SEGRO PLC	GB
71	SHAFTESBURY PLC	GB
72	ST. MODWEN PROPERTIES PLC	GB
73	TAG IMMOBILIEN AG	DE
74	U AND I GROUP PLC	GB
75	URBAN&CIVIC PLC	GB
76	WALLENSTAM AB	SE
77	WAREHOUSES DE PAUW	BE
78	WARIMPEX FINANZ- UND BETEILIGUNGS AKTIENGESELLSCHAFT	AT
79	WERELDHAVE BELGIUM C.V.A./S.C.A.	BE
80	WIHLBORGS FASTIGHETER AB	SE
81	WIKANA S.A.	PL
82	WORKSPACE GROUP PLC	GB