



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI CAGLIARI

Facoltà di Scienze Economiche, Giuridiche e Politiche

*Dottorato di Ricerca
in Scienze Economiche e Aziendali
Ciclo XXX*

**Gli oneri di decommissioning.
Evidenze empiriche dell'informativa di bilancio
e le prassi di controllo di gestione.**

Settore/i scientifico disciplinari di afferenza: SECS – P/07

Presentata da: *Marco Vacca*

Coordinatore Dottorato: *Prof. Andrea Melis*

Tutor/Relatore: *Prof. Andrea Melis*

Esame finale anno accademico 2016/2017

Tesi discussa nella sessione d'esame Febbraio-Marzo 2018

A tutti coloro che mi hanno sempre sostenuto

Sommario

Introduzione	7
--------------------	---

Capitolo 1

I fondi del passivo nel bilancio di esercizio

1.1. Considerazioni preliminari	9
1.2. Le operazioni in corso nella determinazione del reddito di esercizio nella dottrina ragionieristica italiana.....	14
1.3. I rischi dell'attività aziendale	17
1.4. Le pratiche atte a fronteggiare i rischi.....	22
1.4.1. La copertura esterna ai rischi d'impresa.....	23
1.4.2. La copertura interna ai rischi d'impresa.....	24

Capitolo 2

Aspetti contabili sui costi ambientali e sui fondi di smantellamento e rimozione delle immobilizzazioni

2.1. Gli accantonamenti del passivo nella disciplina nazionale e negli standard IAS/IFRS.....	31
2.1.1. Ambito di applicazione e finalità dichiarate.....	31
2.1.2. Criteri di rilevazione.....	35
2.1.3. Criteri di valutazione	36
2.2. I costi di decommissioning e la loro contabilizzazione.....	38
2.3. Definizione di costi ambientali e di decommissioning	45
2.4. L'iscrizione tra i valori del passivo nel bilancio di esercizio.	46
2.5. La valorizzazione iniziale delle passività di rimozione e ripristino ambientale	51
2.6. Le valutazioni successive delle passività di rimozione e ripristino del sito....	53
2.7. Le coperture assicurative sulle attività di decommissioning ed i ricavi attesi dall'eliminazione del bene	58

Capitolo 3

I fondi oneri e rischi per smantellamenti, ripristini e bonifiche nelle società quotate italiane

3.1. Considerazioni sull'oggetto della ricerca empirica	61
3.2. Considerazioni sulla metodologia di ricerca	65
3.3. Definizione del perimetro della ricerca empirica	70

3.4. Principali evidenze. Le informazioni richieste dal principio contabile. Forma e contenuto.....	76
3.5. Sintesi delle evidenze dell'analisi empirica	89

Capitolo 4

La valutazione degli investimenti. Aspetti teorici ed evidenze empiriche

4.1. Introduzione alla tematica delle decisione di investimento	99
4.2. Metodologie di valutazione degli investimenti	102
4.2.1. L'indice di redditività.....	103
4.2.2. Il tasso di rendimento contabile	104
4.2.3. Il tempo di recupero	104
4.2.4. Il tasso interno di rendimento.....	105
4.3. Il valore attuale netto.....	108
4.4. Tendenze attuali nella valutazione dei nuovi investimenti	113
4.4. Gli investimenti con impatti ambientali	117
4.5. La possibilità di riflettere su una nuova teoria	120
4.6. La valutazione di un investimento con oneri di decommissioning.	122
4.6.1. La valutazione degli oneri di decommissioning.....	129
 Conclusioni	 135
Bibliografia	139
Sitografia.....	147

Introduzione

L'obiettivo del presente lavoro è quello di comprendere le caratteristiche dell'informativa di bilancio inerente i fondi di *decommissioning* nelle imprese italiane non finanziarie quotate nella Borsa Valori di Milano, nonché di approfondire le pratiche di controllo di gestione adottate dalle aziende in riferimento alla valutazione di investimenti caratterizzati da costi di smantellamento di immobilizzazioni materiali e ripristino dei siti.

La tematica degli oneri di *decommissioning* ha un'ampia rilevanza non solo per le imprese ma anche per i governi dei Paesi in ragione degli effetti sociali ed ambientali di tali attività. Un rapporto Ocse del 2016 osserva che le attività *decommissioning* sono destinate a crescere in futuro dando vita ad una considerevole mole di lavoro e creando un grande e competitivo mercato. Spesso tali attività hanno una durata di molteplici decenni comportando l'impiego di notevoli risorse economiche.

Il lavoro esamina la normativa nazionale ed internazionale sui fondi del passivo dello stato patrimoniale considerando le finalità della normativa, i criteri di rilevazione e di valutazione. Tale approfondimento risulta imprescindibile al fine di poter sviluppare un'analisi sulla qualità della *disclosure* di bilancio fornita dalle società italiane quotate volta ad individuare le caratteristiche, le determinanti e cercando di sistematizzare i risultati ottenuti.

Nelle fasi successive della trattazione viene affrontato il tema delle decisioni di investimento evidenziando le caratteristiche delle principali metodologie in uso tra le aziende e svolgendo la valutazione di un investimento al fine di comprendere la rilevanza di tali oneri all'interno dell'apprezzamento dei benefici finanziari di un nuovo progetto.

La ricerca svolta contribuisce alla dottrina sulla *disclosure* di bilancio sui fondi di *decommissioning* evidenziando la prassi in essere tra le società non finanziarie quotate e la rilevanza di alcune informazioni che, qualora presenti nelle relazioni finanziarie, permettono di migliorare notevolmente la qualità dell'informazione fornita.

Il lavoro evidenzia come prassi di controllo di gestione poco coerenti rispetto alle finalità della metodologia dei flussi di cassa attualizzati possono condurre non solo a risultati finanziari distorti con effetti negativi sull'impresa ma anche nei confronti degli stakeholder e da un punto di vista ambientale.

Capitolo 1

I fondi del passivo nel bilancio di esercizio

1.1. Considerazioni preliminari

Il sistema economico è costituito da un insieme di persone le quali, nel loro continuo relazionarsi, danno origine a delle organizzazioni. Queste ultime, entrando in connessione con altri insiemi di persone, generano una fitta rete di scambi di attività e di informazioni.

Tra le varie organizzazioni presenti nel sistema economico, primaria importanza è attribuita alle imprese. Esse sviluppano la propria attività economica in un determinato ambiente definito come il “*sistema di condizioni e circostanze, di diritto e di fatto, qualunque sia la loro specie ed origine nel cui ambito l’impresa stessa trova condizioni di vita, di sopravvivenza, di sviluppo*”¹. Difatti l’impresa opera immersa nell’ambiente dal quale è costantemente sollecitata ad adattarsi dinamicamente alle situazioni cercando di beneficiare delle opportunità, nei limiti dei vincoli presenti. Questi aspetti determinano la natura stessa dell’impresa quale sistema aperto e dinamico², caratterizzato pertanto da un continuo evolversi nello spazio e nel tempo.

Tra le attività che generano continui rapporti di interscambio tra l’impresa e l’ambiente vi sono principalmente quelle connesse con i processi di acquisizione dei fattori produttivi come le materie, le merci, i servizi, la forza lavoro, i mezzi finanziari e le operazioni di cessione delle produzioni allestite, siano esse di beni o di servizi.

Il rapporto tra l’impresa e l’ambiente si sviluppa non solo attraverso ininterrotti scambi di risorse materiali ma anche di risorse immateriali come valori culturali, caratteri socio-economici, conoscenze tecniche e scientifiche. Tali risorse immateriali possono essere genericamente definite come “*informazioni*” che, scambiate in modo informale e/o formale, concorrono a definire le condizioni nelle quali l’impresa opera. Le attività di raccolta dei dati, l’elaborazione e la successiva comunicazione delle informazioni utili per favorire il processo produttivo costituiscono il sistema informativo aziendale. Le funzioni demandate a presidiare tale sistema assolvono sia ad una funzione cosiddetta interna ossia volta ad incidere sul processo decisionale degli organi direzionali sia ad una funzione esterna nei confronti di coloro i quali possono avere interesse nel conoscere condizioni ed andamenti dell’azienda in relazione alle loro attenzioni specifiche³.

¹ G. Ferrero, *Impresa e Management*, Giuffrè, Milano, 1987, pp. 125 – 126.

² Altre caratteristiche del sistema impresa sono l’essere un sistema socio-economico, tecnico, complesso, probabilistico, finalizzato, dotato di meccanismi di controllo, volto a perdurare nel tempo, dotato di equifinalità e di proprietà olistica e storicamente determinato. Per un approfondimento sui caratteri dell’impresa si veda in particolare: G. Melis, *Elementi di Economia Aziendale*, Giuffrè, Milano, 2015, pp. 39 e ss.

³ Cfr. P. Onida, *La logica ed il sistema delle rilevazioni quantitative d’azienda*, Giuffrè, Milano, 1970, pp. 8 e ss.

Mediante la funzione interna possono essere sviluppate consapevolezza circa il grado di raggiungimento di condizioni di efficienza ed efficacia nei processi produttivi permettendo riflessioni maggiormente accurate circa il prospettarsi delle future situazioni operative.

L'informazione esterna è volta ad alimentare la conoscenza dell'azienda nell'ambiente ove essa opera ed a soddisfare le attese conoscitive vantate a differente titolo dai vari stakeholder i quali concorrono a determinarne le circostanze idonee ad assicurarne il perdurare nel tempo dell'attività aziendale. Pertanto, nel processo di informazione esterna possono essere individuate due categorie di soggetti:

- coloro i quali sono coinvolti nella definizione delle informazioni, elaborando e diffondendo l'informazione all'esterno; essi sono i cosiddetti soggetti interni ai quali sono riconducibili il soggetto economico e l'alta direzione;
- coloro i quali detengono attese conoscitive in riferimento ad interessi specifici, non sono coinvolti nel processo di determinazione dell'informazione ed agiscono come meri utilizzatori dell'informativa per prendere le proprie decisioni. Tra gli stakeholder esterni sono solitamente individuabili gli azionisti non di controllo, i creditori, i fornitori, la pubblica amministrazione, i dipendenti, i finanziatori, ecc.⁴

Gli stakeholder aziendali, siano essi interni o esterni, sono attori imprescindibili nel processo di creazione di valore e di distribuzione del valore creato.

Creazione e distribuzione di valore infatti non sono due processi separati bensì sono intrinsecamente correlati tra loro. Fra i due processi in questione si possono sviluppare delle sinergie sia perché senza la creazione di valore non è possibile la distribuzione dello stesso, sia perché i soggetti saranno maggiormente motivati a perseguire l'obiettivo aziendale di creazione del valore se percepiranno che i loro interessi saranno tutelati durante la fase di distribuzione del valore generato. Pertanto, anche la comunicazione aziendale, a prescindere dal modo e con qualunque mezzo effettuata, risulta essere necessaria ed indispensabile nel processo di creazione di valore. Infatti, il rispetto degli obblighi stabiliti dalle normative e la diffusione di positive informazioni circa lo svolgimento dei processi aziendali, risultano di primaria importanza al fine di permettere il mantenimento della “*necessaria fiducia*” da parte degli stakeholder, attori imprescindibili e funzionali al processo di creazione di valore⁵.

L'informazione divulgata da parte delle imprese è obbligatoria quando questa è disciplinata da norme di legge come ad esempio in riferimento agli adempimenti tributari, previdenziali, in materia di lavoro e di tutela ambientale. Le caratteristiche di questa risultano pertanto eterogenee in ragione del differente assetto normativo vigente nei differenti Paesi.

⁴ Per un approfondimento si vedano in particolare: M. Cattaneo, *Il bilancio di esercizio nelle imprese. Finalità e struttura*, Etas, Milano, 1979, p. 9; G. Melis, P. Congiu, *Il bilancio di esercizio nelle imprese industriali, mercantili e di servizi*, seconda edizione, Giuffrè, Milano, 2006, p.15.

⁵ Cfr. A. Melis, *La qualità dell'informazione esterna*, Giuffrè, Milano, 2008, p.13.

L'informazione facoltativa, differentemente, è prodotta con il fine di favorire la conoscenza di aspetti aziendali a determinate categorie di stakeholder, come ad esempio agli apportatori del capitale di rischio, ai terzi finanziatori e ad altre forze sociali interessate a vario titolo circa la conoscenza di determinati fatti di gestione. In talune circostanze, l'informazione definibile formalmente “*non obbligatoria*” assume il carattere di informazione “*ad ogni modo dovuta*”. Questo si verifica quando molteplici imprese che operano in un determinato Paese, settore o con delle peculiarità caratteristiche, diffondono in maniera sistematica specifiche informazioni⁶.

Le informazioni divulgate, siano esse di carattere obbligatorio e/o volontario, possono essere classificate in ragione della periodicità, della continuità e della loro episodicità. Prendendo in riferimento lo studio di Melis, si riporta di seguito un prospetto dei principali strumenti di informazione esterna⁷.

Tabella 1.1: Principali strumenti di informazione esterna.

Caratteristiche dell'informazione	Obbligatorietà	Volontarietà
Periodicità	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bilancio di esercizio; ▪ Bilancio consolidato; ▪ Relazioni infrannuali; ▪ Relazione società di revisione; ▪ Relazione sulla gestione; ▪ Relazione sulla corporate governance. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Prospetti esplicativi di informazioni fornite in bilancio; ▪ Bilancio sociale; ▪ Bilancio ambientale; ▪ Bilancio del capitale intellettuale.
Continuità	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Comunicazioni all'Autorità di controllo e/o alla Borsa Valori su eventi in grado di influenzare l'andamento del corso delle azioni (c.d. price sensitive). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Comunicazioni tramite sito web aziendale, sezione “investitor relations”.
Episodicità	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Prospetti informativi relativi ad offerte pubbliche di acquisto o di scambio; ▪ Relazione degli amministratori in materia di eventi straordinari. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Comunicazioni durante incontri con analisti finanziari; ▪ Comunicazioni del cosiddetto “piano industriale”.

Fonte: A. Melis, *La qualità dell'informazione esterna*, op. cit., p.17.

Negli ultimi decenni la dottrina ha individuato le varie categorie di stakeholder aziendali, destinate a ricevere, in ragione delle caratteristiche dei rapporti che intrattengono con l'azienda, le informazioni necessarie ad alimentare il proprio processo decisionale. Oltre ai diversi studi proposti dalla dottrina, la prassi professionale

⁶ In riferimento alle caratteristiche dell'informazione volontaria in ragione del settore di attività si veda in particolare: A. Quagli, C. Teodori, *L'informativa volontaria per settori di attività*, Franco Angeli, Milano, 2005.

⁷ A. Melis, *La qualità dell'informazione esterna*, op. cit., p.17.

internazionale dell'International Accounting Standards Board⁸ e dal Financial Accounting Standards Board⁹ hanno individuato i soggetti portatori di interessi specifici sulle informazioni inerenti l'andamento della gestione aziendale. Si riportano di seguito le categorie:

- gli azionisti e potenziali investitori;
- i dipendenti;
- i creditori;
- i fornitori;
- i clienti;
- la pubblica amministrazione;
- il cosiddetto Pubblico ove in questa categoria sono ricompresi tra gli altri gli operatori economici, gli analisti finanziari, la comunità locale e la dottrina economica ed aziendalista.

Gli azionisti sono i soggetti che mediante l'acquisto di azioni, ossia quote di partecipazione omogenee e standardizzate, divengono proprietari di una frazione del capitale sociale dell'azienda. Essi sono interessati a ricevere informazioni utili per valutare la capacità della stessa di remunerare il capitale investito, sia sotto forma di distribuzione di dividendi sia in termini di guadagni in *capital gain*¹⁰. Accanto a questo interesse, comune a tutti gli azionisti sia attuali sia potenziali, possono coesistere ulteriori considerazioni peculiari proprie di alcune categorie di azionisti. Difatti, al fine di promuovere la raccolta di capitale a pieno rischio da parte delle imprese, il legislatore ha disciplinato la facoltà da parte delle aziende di emettere differenti categorie di azioni¹¹. Pertanto, in ragione delle differenti caratteristiche delle azioni presenti sul mercato, è possibile individuare eterogenee attese conoscitive circa l'andamento gestionale dell'azienda. Ad esempio, i detentori di azioni prive del diritto di voto sono interessati all'andamento aziendale limitatamente alla valutazione della bontà del loro investimento; esso può essere comparato con altri investimenti finanziari con caratteristiche di rischio simili. Anche tra i titolari di azioni della stessa categoria possono coesistere interessi informativi differenti come nell'ipotesi di azionisti detentori di azioni ordinarie che possiedono il capitale di controllo e quelli che, con i loro titoli, sono rappresentanza del

⁸ Cfr. International Accounting Standards Board, *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, IASCF, London, 2008, paragrafo 9.

⁹ Cfr. Financial Accounting Standards Board, *Statement of Financial Accounting Concepts No. 1 - Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*, FASB, November 1978, paragrafi 24-27.

¹⁰ Con il termine *capital gain* o guadagno in conto capitale si identifica la differenza, solo nel caso in cui risulti positiva, tra il prezzo di vendita o rimborso di uno strumento finanziario (azioni, warrants, obbligazioni convertibili, opzioni, operazioni a premio ecc.) ed il suo prezzo di acquisto o sottoscrizione. Si ha dunque un *capital gain* quando si vende l'azione ad un prezzo superiore a quello di acquisto.

¹¹ Per un approfondimento circa le differenti tipologie di azioni presenti nel nostro sistema giuridico si veda in particolare G. F. Campobasso, *Manuale di diritto commerciale*, Utet, Torino, 2017, pp. 182 e ss.

capitale controllato¹². Mentre i primi sono assimilabili al soggetto economico e pertanto sono coloro che spesso partecipano alla formazione ed alla definizione delle caratteristiche dell'informazione esterna, i secondi vantano delle attese conoscitive differenti anche in ragione dell'ampiezza del proprio investimento. Gli investitori istituzionali, ove tra questi sono ricomprese banche, fondi comuni di investimento ed assicurazioni, potranno valutare la bontà del loro investimento beneficiando di competenze tecniche idonee ad analizzare approfonditamente l'informazione di bilancio e di ogni altra *disclosure* volontaria. Differentemente, i piccoli risparmiatori privi di tali competenze saranno propensi ad utilizzare solo le informazioni filtrate dei media al fine di orientare le proprie decisioni di investimento.

I dipendenti e le organizzazioni di rappresentanza degli stessi sono interessati alle informazioni aziendali fornite non solo per comprendere la capacità reddituale dell'azienda ma anche al fine di poter valutare la possibilità della stessa di perdurare nel mercato. Dall'informativa fornita possono essere inoltre soddisfatte le attese conoscitive circa eventuali miglioramenti delle condizioni di lavoro per i dipendenti in termini, ad esempio, di formazione e politiche di welfare a loro vantaggio.

I creditori sono coloro che finanziano l'impresa investendo risorse finanziarie in capitale di debito; sono creditori ad esempio le banche ed altri investitori istituzionali. Essi sfruttano l'informazione diffusa dall'impresa per apprezzare se questa sarà in grado di generare flussi di cassa tali da permettere la puntuale restituzione del capitale concesso a prestito e di remunerarlo con l'interesse pattuito. Le società per azioni possono inoltre acquisire risorse finanziarie attraverso l'emissione di titoli obbligazionari. In questa circostanza i creditori utilizzeranno le informazioni disponibili per verificare gli andamenti dei tassi sul mercato per poter comparare la redditività del proprio investimento con investimenti alternativi con caratteristiche di rischio simile.

I fornitori vantano delle attese conoscitive sugli andamenti gestionali per comprendere la solvibilità dei propri crediti. Per tali soggetti risulta altresì importante un'adeguata informativa soprattutto nell'ipotesi in cui l'azienda in oggetto sia cliente unico o questa rientri tra i clienti strategici.

Anche i clienti sono interessati a comprendere dall'informativa aziendale la capacità dell'impresa di perdurare nel tempo. Questo aspetto risulta di particolare interesse sia nell'ipotesi di clienti costituiti da altre imprese sia nell'ipotesi questi siano consumatori finali. I primi saranno particolarmente interessati qualora l'azienda in oggetto risulti fornitore unico per determinate componentistiche o qualora questa abbia sostenuto ingenti costi per adattare il proprio processo produttivo alle caratteristiche delle forniture. I clienti consumatori finali sono particolarmente interessati alle dinamiche gestionali al fine di

¹² Cfr. A. Melis, *La qualità dell'informazione esterna*, op. cit., p. 23.

non vedere compromessi eventuali diritti sulle condizioni di assistenza post vendita e di garanzia.

La pubblica amministrazione risulta interessata ai valori di bilancio al fine di verificarne la correttezza del reddito imponibile oggetto del calcolo d'imposta. Essa inoltre vanta attenzione sugli andamenti gestionali anche in ragione del fatto che le imprese costituiscono il volano per lo sviluppo socio-economico del Paese. La pubblica amministrazione, per tale ragione, attua delle politiche a sostegno delle aziende in difficoltà ed indirizza risorse a favore di imprese che operano in determinati settori o che rispettano specifici valori di bilancio.

L'ultimo gruppo di stakeholder individuato dalla prassi contabile ha caratteristiche "residuali" e comprende tutti gli altri soggetti che a differente titolo sono interessati all'informativa aziendale.

Nella realtà, i soggetti sopra individuati possono anche appartenere, nello stesso momento, a differenti categorie di stakeholder.

1.2. Le operazioni in corso nella determinazione del reddito di esercizio nella dottrina ragionieristica italiana

Il bilancio d'esercizio costituisce lo strumento principale di informazione esterna aziendale, il quale deve essere redatto secondo quanto disciplinato dalla normativa giuridica, quest'ultima opportunamente integrata dalle ulteriori indicazioni previste dai principi contabili. In ambito nazionale, nella formazione del bilancio, in coerenza con i principi della prudenza e della competenza economica, si deve tener conto delle perdite e dei debiti di natura determinata, di esistenza certa o probabile, per i quali alla data di chiusura dell'esercizio non vi si è ancora manifestata la variazione numeraria, non è ancora definito l'importo o l'epoca nella quale si manifesteranno.

In riferimento alla formazione del bilancio, l'Onida afferma che, successivamente alla redazione delle scritture contabili inerenti le variazioni finanziarie *"occorre ancora integrare il conto profitti e perdite con l'inserzione in esso di costi o ricavi che sono nondimeno da imputare all'esercizio in chiusura, in quanto si ritengono rispettivamente contrapponibili agli altri componenti positivi o negativi di reddito di questo esercizio o comunque non imputabili agli esercizi nei quali presumibilmente si manifesteranno"*¹³.

La considerazione di questi elementi, ossia la definizione delle operazioni in corso, permette di superare la visione unitaria dell'azienda definita dallo Zappa come *"una coordinazione economica in atto, istituita e retta per il soddisfacimento dei bisogni"*

¹³ P. Onida, *La logica ed il sistema delle rilevazioni quantitative d'azienda*, seconda edizione, Giuffrè, Milano, pp. 151 e ss.

umani, una coordinazione di operazioni economiche, di cui l'uomo e la ricchezza sono elementi vitali", al fine di permettere la determinazione del reddito di esercizio.¹⁴

L'assenza di operazioni in corso al termine dell'esercizio rappresenta la fase finale della vita dell'impresa, situazione nella quale sono registrati tutti i costi e tutti i ricavi manifestatisi nel corso della gestione. Tale assenza, pertanto, non è coerente con la logica della determinazione del reddito di periodo.

La presenza di operazioni ancora in corso al termine dell'esercizio e le considerazioni circa l'esigenza di pervenire ad una misura del reddito di periodo, determinano il sorgere della necessità di determinazione dei componenti positivi e negativi secondo una logica di "*competenza in ragion d'esercizio*".

Ai fini della determinazione del reddito di periodo, dopo aver riportato al Conto Economico i componenti economici oggetto di variazioni numerarie, occorre integrare tale conto mediante la rettifica di valori correlati a rinvii di costi o di ricavi rilevati precedentemente e ad integrazioni anticipate di costi e ricavi futuri, al momento solo presunti. È bene precisare che il reddito che si rileva nei bilanci d'esercizio di un'azienda in funzionamento non costituisce di regola un risultato "*realmente conseguito*" bensì forma una grandezza "*astratta*" in ragione del fatto che per molti suoi componenti intervengono stime ed astrazioni, di natura diretta o indiretta, orientate alla definizione della loro competenza economica.

In riferimento alle integrazioni del conto economico come sopra citato, lo stesso Onida distingue tali componenti in quattro differenti tipologie:

a) costi e ricavi derivanti da variazioni finanziarie future le quali possono ritenersi certe nel loro verificarsi, nel loro ammontare e nel tempo in cui si manifesteranno;

b) costi e ricavi derivanti da future variazioni finanziarie per le quali la certezza è limitata al solo verificarsi dell'evento mentre risultano incerte ed indeterminate nel loro ammontare;

c) costi e ricavi derivanti da future variazioni finanziarie per le quali non vi è la sicurezza circa il loro manifestarsi futuro sebbene il loro ammontare sia stimabile con certezza;

d) costi e ricavi derivanti da future variazioni finanziarie per il quale non vi è la certezza della manifestazione dell'evento e per i quali l'ammontare ed il tempo risultano incerti ed indeterminabili¹⁵.

La tipologia a) fa chiaramente riferimento ai ratei, siano essi attivi o passivi, i quali adempiono ad una funzione integrativa¹⁶. In particolare i ratei passivi rappresentano costi,

¹⁴ Per un approfondimento sulle nozioni di reddito si veda in particolare A. Amaduzzi, *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, 1978, pp. 167 e ss.

¹⁵ Cfr. P. Onida, *La logica ed il sistema delle rilevazioni quantitative d'azienda*, op. cit., pp.151 e ss.

¹⁶ Alla funzione integrativa si contrappongono i risconti attivi ed i risconti passivi i quali svolgono funzione rettificativa per effetto di operazioni che si sono manifestate sotto l'aspetto finanziario ma che i loro benefici o oneri riguardano l'attività produttiva dell'esercizio successivo.

o quote di essi, che avranno manifestazione finanziaria futura e la cui entità è proporzionale al decorrere del tempo economico¹⁷. I costi che originano ratei passivi si riscontrano ad esempio nelle operazioni inerenti la rilevazione di canoni di locazione passiva o di canoni posticipati per manutenzioni.

La tipologia b) comprende costi e ricavi derivanti da operazioni di acquisto e di vendita di materie, prodotti, merci e servizi per i quali, i loro prezzi, non risultino ancora definiti.

La categoria c) attiene a circostanze il cui credito o debito non è determinato nella consistenza in quanto è contestata l'esistenza del fatto stesso che lo ha generato.

L'ultima tipologia indicata riguarda rischi in corso, conosciuti al momento del bilancio e la cui contabilizzazione permette di ripartire l'incidenza tra l'esercizio in chiusura e gli esercizi futuri.

La necessità di considerare le operazioni in corso al termine del periodo economico definito, viene considerata anche da Amaduzzi il quale afferma che *“occorre viceversa immettere nell'esercizio alcuni componenti economici, che si vogliono per competenza addossare all'esercizio, relativi ad operazioni ed eventi che si prevede si verifichino in futuro”*¹⁸. Tale ragionamento prosegue con la descrizione di fattispecie inerenti operazioni di rinnovamento dei cespiti, manutenzioni straordinarie degli impianti, perdite su crediti o su titoli, costituzione di fondi rischi, ecc.

Le operazioni in corso al termine dell'esercizio implicano che il processo volto alla compilazione dei conti annuali risulti un momento particolarmente delicato per effetto stime necessarie alla determinazione del reddito di periodo. Difatti, nel bilancio di esercizio convivono grandezze definite quantità-misure, le quali possono essere accertate o stimate, e grandezze definite astratte. Esse possono rappresentare quantità fisiche o valori determinabili in ragione di misurazione oggettiva o in ragione di una stima. Le quantità-misure, definite mediante misurazione effettiva, sono espressione di apprezzamenti oggettivi e pertanto inopinabili salvo errore di misurazione. Le quantità-misure stimate tendono a rappresentare una grandezza reale (*“vera”*), la quale può essere accertata mediante l'uso di una stima. Le stime hanno intrinsecamente un carattere probabilistico e, pertanto, devono essere ponderate in ragione del grado di incertezza circa il verificarsi di determinati eventi. Sebbene la grandezza che tendono a rappresentare sia reale, le stime mostrano una natura soggettiva che risente dell'apprezzamento che viene effettuato dal soggetto chiamato ad operarla. Altre grandezze presenti nella determinazione del reddito di periodo sono le cosiddette *“grandezze astratte”*. Esse non rappresentano né una realtà definita né hanno una propria ed unica configurazione in quanto derivano da processi arbitrari di associazione e dissociazione. Fermo restando il rigore logico e metodologico da osservare in tutte le fasi del processo, il valore delle

¹⁷ In riferimento al tempo la dottrina ragionieristica distingue tra tempo economico e tempo fisico. Il concetto di *“tempo economico”* riflette i reali contenuti economici del fatto amministrativo, costituenti l'elemento essenziale per la ripartizione del valore imputabile a ciascun esercizio.

¹⁸ A. Amaduzzi, *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, op. cit., pp. 167 e ss.

quantità-misure astratte non è unico in quanto la realtà stessa che si vuole rappresentare non esiste.

Come precedentemente accennato, nel procedimento di determinazione dei valori di bilancio, in riferimento alla valorizzazione di quantità-misure stimate ed al carattere probabilistico intrinseco nelle stesse, risulta utile citare il contributo di Cattaneo il quale definisce l'incertezza. Esso, pur riconoscendo nel termine stesso "incertezza" la possibilità di rappresentare diversi concetti, la descrive come preciso limite della conoscenza determinato dall'esistenza di continui fatti nuovi imprevedibili. L'incertezza risulta pertanto connessa ad accadimenti futuri e, per tale ragione, risulta ineliminabile e valutabile solo mediante la razionalità umana. L'Autore distingue inoltre il concetto di incertezza da quello di indeterminazione in quanto quest'ultimo si riferisce alle modalità di misurazione delle grandezze economiche in ragione delle ipotesi assunte. Elementi quali l'incertezza e l'indeterminazione generano grandezze cosiddette soggettive.

Affrontata, seppur brevemente, l'origine della necessità di effettuare specifiche rilevazioni contabili al fine di poter pervenire alla determinazione del reddito di periodo, tra i fondi del passivo dello stato patrimoniale possono pertanto essere iscritti:

- fondi aventi natura vera e propria di debiti derivanti da tipiche operazioni di gestione i quali faranno sorgere in capo all'azienda la necessità di fronteggiare nei periodi successivi alla data di chiusura del bilancio un'uscita monetaria;
- fondi aventi natura di passività presunte determinati in virtù della conoscenza del manifestarsi di specifici rischi che gravano sulla gestione;
- fondi aventi natura rettificativa di valori dell'attivo volti ad esprimere la stima del depauperamento di valore di fattori produttivi a fecondità ripetuta;
- fondi impropriamente costituiti in ragione di possibili futuri sviluppi della gestione aventi natura di vere e proprie riserve di utile necessarie per finanziare eventuali investimenti futuri.

Considerando come fondi gli elementi correlati a passività presunte, i quali determinano componenti negativi di reddito, è possibile riconoscere come veri e propri fondi solo quelli presenti al secondo punto dell'elenco sopra riportato. Valutazioni circa la presenza di passività presunte che possono generare oneri sulla gestione e conseguenti manifestazioni finanziarie passive è strettamente connessa con la tematica dei rischi d'azienda e dei comportamenti necessari per fronteggiarli.

1.3. I rischi dell'attività aziendale

Una volta argomentata la natura degli accantonamenti di bilancio e la conseguente differente natura dei fondi presenti nello stato del patrimonio, risulta imprescindibile effettuare una breve riflessione sulla tematica dei rischi aziendali. Essa riveste un ruolo cardine nelle discipline aziendalistiche in quanto l'impresa, intesa come entità vitale

destinata a perdurare nel tempo¹⁹, deve ricercare un costante equilibrio nei flussi dei valori economici e monetari derivanti dall'interscambio di risorse con il mercato, in un contesto ambientale complesso e caratterizzato da incessante mutamento.

Negli studi di economia aziendale, in riferimento al rischio, diversi Autori hanno elaborato delle definizioni cercando di spiegarne il fenomeno. Il Bertini definisce la fattispecie rischiosa come ogni circostanza per la quale può essere formulata una ragionevole aspettativa di danno²⁰. L'analisi pertanto può essere suddivisa in due differenti momenti logici: la valutazione circa la possibilità che un evento si manifesti con un esito differente rispetto a quello programmato ed il momento successivo dove viene accertato che da tale evento possa derivarne un eventuale svantaggio. In ambito aziendalistico, l'Autore definisce più precisamente il rischio identificandolo nell'alea che l'azienda è costretta a sopportare in seguito al possibile manifestarsi degli eventi che ricadono nella sua orbita per effetto di un'errata immaginazione della realtà, quest'ultima connessa alle limitate capacità umane nella previsione degli scenari futuri.

In particolare l'equilibrio economico è determinato da circostanze ove i ricavi, derivanti dalla vendita della produzione allestita, sono sufficienti a garantire la copertura dei costi necessari per remunerare adeguatamente i fattori produttivi impiegati nel processo produttivo. La problematica della sostenibilità finanziaria della gestione, anche questa indispensabile per assicurare il perdurare dell'attività aziendale, origina dalla dinamica produttiva stessa; essa è caratterizzata dal sostenimento in via anticipata dei costi necessari per realizzare il processo produttivo e, solo una volta che questo è concluso attraverso la vendita, è possibile conseguire il ricavo. Pertanto, dipendente da questo aspetto, sorge la necessità di effettuare delle uscite finanziarie antecedenti rispetto al realizzarsi dell'incasso di denaro scaturente dalla vendita stessa delle produzioni. Al fine di permettere il susseguirsi della gestione aziendale senza imbarazzi è necessario che l'impresa riesca a gestire una dinamica di flussi finanziari tale da permetterle di onorare con puntualità gli impegni monetari assunti a fronte dell'ottenimento dei fattori produttivi necessari per attuare il processo produttivo²¹.

Il susseguirsi di operazioni di gestione e l'incertezza insita nelle stesse circa la loro possibile evoluzione rappresenta un rischio non eliminabile. L'apprezzamento dei rischi ai quali è soggetta l'attività d'impresa assume particolare rilevanza in ragione dei riflessi che il verificarsi dell'effetto dannoso produce sulla gestione aziendale e dei comportamenti che il soggetto economico può compiere per fronteggiare i rischi stessi.

¹⁹ Per un approfondimento sull'impresa come entità vitale si veda in particolare B. Kogut, U. Zander, *What Firms Do? Coordination, Identity, and Learning*, Organization Science, Maryland, October 1996, pp. 502 – 518.

²⁰ Cfr. U. Bertini, *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Colombo Corsi, Pisa, 1969, p. 10.

²¹ Per un approfondimento si veda in particolare: G. Melis, *Elementi di Economia Aziendale*, op. cit., pp. 66 e ss.

Accanto ai rischi precedentemente accennati come il rischio economico ed il rischio finanziario che rappresentano rischi generali dell'attività imprenditoriale ai quali nessuna impresa può essere sottratta, possono affiancarsi una molteplicità di altri rischi connessi con le specificità del settore nel quale l'impresa opera, con le caratteristiche del processo produttivo, con la tecnologia adottata e derivanti da particolari minacce proprie del contesto ambientale, economico e socio politico nella quale l'impresa è inserita.

Di seguito sono riportate alcune tipologie di rischi specifici che le imprese possono esser chiamate a dover fronteggiare:

- rischio di mercato, connesso ad eventi sfavorevoli determinanti la riduzione della domanda e/o il calo dei prezzi di specifici beni; tale rischio è presente per tutte le imprese orientate al mercato per le quali l'obiettivo primario delle proprie attività risiede nella soddisfazione dei bisogni dei clienti. Questo nella convinzione che l'elevato livello di soddisfazione prodotta nei loro confronti si traduca in un beneficio in termini di redditività tale da poterle assicurare di perdurare nel tempo dell'attività imprenditoriale. Il rischio di mercato dev'essere inteso in senso lato considerando tutti gli operatori che partecipano al funzionamento del mercato come clienti, distributori, concorrenti e prescrittori;
- rischio di inesigibilità dei crediti, in ragione di eventuali insolvenze parziali o totali nei crediti concessi per le vendite realizzate con pagamento a dilazione. L'aspetto del credito riveste un ruolo cruciale tra le leve commerciali a disposizione dell'impresa. Tale strumento infatti consente l'incremento dei volumi di vendita a livelli di quantitativi non raggiungibili con il pagamento in contanti. Escludendo la considerazione della valenza economica del credito e della sua sostenibilità finanziaria intesa come elemento da salvaguardare nell'analisi delle politiche da adottare, non si può prescindere dall'apprezzamento della conseguente rischiosità. È infatti facile riscontrare un legame diretto tra dilazioni particolarmente lunghe, ritardi nei pagamenti e perdite su crediti in ragione dell'imprevedibilità delle condizioni economiche e finanziarie dei clienti nel futuro, imprevedibilità che tende ad aumentare al crescere dell'orizzonte temporale di riferimento. Tale ampliamento comporta normalmente una maggiore variabilità sia del reddito sia dei flussi finanziari, modificando di conseguenza il profilo di rischiosità aziendale. Pertanto la gestione del rischio di credito dev'essere scrupolosamente contenuta e valutata in virtù delle esigenze reddituali e finanziarie, ricercando la coerenza con il fine del perseguimento della creazione di valore. Sarà ragionevole utilizzare pertanto la leva del credito commerciale fino a quando la redditività delle vendite incrementalmente realizzate non verrà consumata dai costi generati dall'aumento del credito. Il processo logico da seguire può essere sintetizzato partendo dalla considerazione che l'ampliamento del credito aumenta le vendite e di conseguenza il reddito operativo; il

conseguente effetto il termini di creazione di valore è positivo solo se a questo non si accompagnano maggiori oneri in termini di costi di gestione del credito stesso, perdite su crediti e oneri per il finanziamento del capitale investito;

- rischio di cambio, connesso con una variazione del rapporto di cambio tra due valute, il quale incide sul valore di un bene espresso in una valuta estera. Operazioni di questo tipo espongono le imprese a tale rischio qualora i flussi di cassa coinvolti in una data transazione vengano convertiti in una valuta straniera. Il rischio di cambio dipende dalla valuta in cui sono denominate le transazioni, non dal Paese nel quale si trovano gli operatori. Qualora il valore della valuta estera diminuisca rispetto all'euro nel periodo di riferimento (si registra cioè un deprezzamento), il valore in euro dei flussi di cassa oggetto di trasferimento subisce una riduzione. Viceversa, qualora il valore della valuta estera aumenti rispetto all'euro (ovvero vi sia un apprezzamento), il valore in euro dei flussi di cassa oggetto della transazione subisce un incremento. Il rischio di cambio è una problematica generale in qualsiasi transazione import-export ove se nessuna delle due imprese accetta tale rischio diviene difficile o impossibile portare a conclusione la negoziazione²²;
- rischio di fornitura, derivante da possibili ritardi nel ricevimento delle forniture e/o difformità nelle stesse; a tale rischio risultano esposte soprattutto le imprese che negli ultimi anni hanno condotto verso politiche tese ad esternalizzare delle attività e dei processi produttivi in misura sempre maggiore per effetto di un crescente interesse al contenimento dei costi. In tali circostanze le attività o i processi esternalizzati non di raro sono svolti da fornitori localizzati in Paesi e luoghi ove non vengono assicurati pari livelli di attenzione agli aspetti socio-ambientali. Questo aspetto genera rischi produttivi connessi alla capacità di assicurare le forniture anche in condizioni avverse. Connesso alla tematica del rischio di fornitura ha luogo anche il rischio di investimenti specifici realizzati a fronte di accordi con partner della filiera produttiva. Da questi accordi scaturisce infatti un maggior grado di dipendenza economica “*post accordo*” circa le caratteristiche della relazione commerciale esponendo l'impresa, per i periodi successivi, al rischio di dover cedere parte dei propri guadagni attesi alla controparte.
- rischio di garanzia, per oneri in capo all'impresa derivanti da vizi ed assistenza sui prodotti ceduti; tale rischio implica una scrupolosa attenzione in tutte le fasi del processo produttivo volta prevenire e ridurre al minimo la difettosità dei prodotti. Il rischio va apprezzato in ragione di eventuali oneri di riconsegna, riparazione e sostituzione del prodotto viziato;

²² Per un approfondimento circa il rischio di cambio e gli strumenti di copertura si veda in particolare R. Malavasi, *La gestione finanziaria e valutaria nelle imprese*, Giuffrè, Milano, 2010.

- rischio di magazzino, il quale si articola in una molteplicità di rischi quali, tra gli altri, il rischio di giacenza derivante dal perimento delle forniture, per cali, per obsolescenza e per effetti dannosi sulle caratteristiche fisico-tecniche. Connesso al rischio di magazzino vi è quello di disponibilità ovverossia quello derivante da mancanza di assortimento di forniture per soddisfare le esigenze della clientela. Per le imprese che operano con commesse vi è inoltre il cosiddetto rischio di esercizio il quale consiste nella possibilità del sorgere di maggiori costi rispetto a quanto preventivato per le attività di consegna e collaudo sulle produzioni realizzate su commessa e per le quali non può essere esclusa la mancata accettazione del committente a causa di vizi o difformità rispetto alle pattuizioni iniziali;
- rischio sulle immobilizzazioni tecniche, derivante da obsolescenza di beni strumentali in seguito ad innovazioni tecnologiche. Il rischio sulle immobilizzazioni tecniche comprende anche il rischio di fermi totali o parziali nel processo produttivo ed eventuali indisponibilità di componenti necessari per il ripristino dell'ordinario stato di funzionamento;
- rischio su titoli e/o su partecipazioni, per effetto di variazione nel valore dei titoli in portafoglio o per variazioni nel valore del capitale delle società partecipate in ragione di eventi sfavorevoli sulle dinamiche gestionali;
- rischio di interesse, presente per tutte le imprese che si indebitano e devono pagare un onere sui finanziamenti ricevuti. L'incremento dei tassi di interesse e del relativo costo del finanziamento riduce il beneficio economico connesso con gli investimenti realizzati. In relazione all'assunzione di mutui e/o all'emissione di obbligazioni a tasso fisso, il rischio è connesso alla mancanza di un adeguato adattamento alle mutevoli variazioni dei tassi. Anche l'assunzione di mutui a tasso variabile non è priva di rischio in quanto all'incremento dei tassi di interesse è connessa maggiore onerosità dei finanziamenti stessi;
- rischio di reputazione correlato al verificarsi di comportamenti aziendali e/o alle caratteristiche dei prodotti realizzati che impattano negativamente il valore dell'immagine aziendale. È interessante segnalare che tale rischio è maggiore per le imprese che decidono di esternalizzare determinate attività del processo produttivo presso fornitori localizzati in Paesi ove non sono garantite medesime condizioni in termini di tutele sui lavoratori in ambiti quali la salubrità, il salario minimo e le politiche di riduzione degli infortuni. Mentre i rischi operativi sono normalmente intrinseci all'interno del processo produttivo e possono essere invisibili o scarsamente visibili al pubblico, quelli reputazionali hanno la caratteristica di estendersi rapidamente, anche attraverso i social media, ledendo l'immagine del committente e del suo brand.

Illustrati alcuni esempi di rischi specifici per i quali le imprese possono trovarsi impegnate alla comprensione degli stessi e alla valutazione del probabile onere scaturente dal verificarsi del danno, risulta interessante comprendere quali sono le azioni che possono essere poste in essere per fronteggiare tali oneri.

1.4. Le pratiche atte a fronteggiare i rischi

I rischi gravano sul sistema aziendale come forza avversa, dalle potenzialità tali da poter compromettere le condizioni di equilibrio indispensabili per assicurare il perdurare dell'attività economica. Per questa ragione risulta indispensabile un costante atteggiamento attivo, teso ad individuare anticipatamente il formarsi di fattispecie rischiose al fine di porre in essere comportamenti necessari affinché i danni, al tempo solo presunti, non si concretizzino in circostanze reali.

Uno degli aspetti peculiari del rischio aziendale concerne la continua e talvolta imprevedibile evoluzione del contesto interno ed esterno all'impresa. Naturalmente la previsione del sorgere di situazioni rischiose è strettamente legata alla sensibilità dei soggetti chiamati ad individuarle. Durante la fase di gestione delle attività aziendali, l'organo direzionale può pertanto attuare dei comportamenti orientati ad attenuare il grado di rischio insito nella coordinazione economica in oggetto. Beneficiando dell'analisi svolta da Cavalieri²³, tali comportamenti possono essere rivolti a:

- a. ridurre il grado di variabilità esterna mediante azioni indirizzate ad incidere sulle caratteristiche della domanda e del contesto ove l'azienda opera, comprese le attività volte a contenere la presenza della concorrenza;
- b. mantenere adattabile il sistema d'impresa alle mutevoli circostanze in cui si trova ad operare mediante la costante realizzazione di azioni caratterizzate da flessibilità, capaci di conferire alle strutture organizzative ed operative più elevati livelli di potenziale elasticità;
- c. contenere il grado di variabilità interna mediante azioni di coordinamento e di controllo volte a limitare ed indirizzare le spinte evolutive che si manifestano spontaneamente all'interno di strutture organizzative complesse e basate sul decentramento;
- d. mantenere la dimensione e le strutture entro i confini di "convenienza".

La messa in atto di tali comportamenti, sebbene auspicabile in tutte le fasi del ciclo di vita dell'azienda, non esula la stessa dall'incorrere in fenomeni rischiosi.

L'apprezzamento del rischio avviene mediante la formazione di ipotesi circa l'evoluzione di determinate situazioni e prosegue con l'accertamento dell'entità in termini di danno potenziale. Tale conoscenza associa l'entità del danno potenziale con la probabilità stimata della sua manifestazione, processo che conduce alla valutazione del

²³ Cfr. E. Cavalieri, *Le riserve nell'economia dell'impresa*, Cedam, Padova, 1983, p. 57.

rischio medesimo. In questa fase talvolta è ancora possibile decidere se può essere conveniente l'assunzione del rischio in ragione dei benefici derivanti o se sia preferibile rinunciare a tali benefici rifiutando l'assunzione del rischio medesimo. Una volta giudicato sopportabile, il rischio esso può essere assunto e conseguentemente sorge la necessità del suo fronteggiamento. Si precisa che le imprese dovrebbero assumere solo rischi per i quali esse sono in possesso di risorse destinabili alla copertura senza comprometterne il proprio equilibrio vitale. Fronteggiare il rischio significa in prima istanza realizzare comportamenti atti a prevenire il verificarsi del danno. Qualora questo non sia attuabile sarà necessaria la predisposizione di un programma di copertura dei danni, non limitandosi all'analisi del solo effetto diretto ma cercando di intuire la maggior parte delle correlate manifestazioni rischiose che possono abbattersi sulla combinazione produttiva. Associato alla possibilità del manifestarsi di un danno si ha la necessità del sostenimento di un costo necessario alla sua copertura. In queste situazioni è possibile per l'impresa imputare a bilancio un costo, anticipato e certo, a fronte di una fattispecie rischiosa incerta o la possibilità del rinvio del costo al momento in cui il danno si verifica in modo tale da evitare divergenze tra la stima effettuata ed il valore da imputare²⁴. Risulta ragionevole preferire la prima modalità nella maggioranza delle circostanze ed optare in virtù della seconda solo nell'ipotesi in cui la probabilità del verificarsi dell'onere sia piuttosto remota e l'incidenza del costo, all'interno dell'economia complessiva aziendale, abbia una rilevanza limitata. Operare secondo la prima modalità, ad ogni modo, ha un effetto positivo sulla percezione che gli stakeholder ricevono circa la capacità del management di anticipare il verificarsi di eventi futuri. L'adozione di tale comportamento, ossia l'imputazione anticipata di costi solo presunti al momento della redazione del bilancio, dev'essere temperata con la potenziale esposizione ad ulteriori rischi. Questo si realizza nell'ipotesi in cui i detentori del capitale di rischio, a fronte di risultati reddituali depressi, decidano di ridurre la propria partecipazione al capitale aziendale. È da segnalare che da un'ipotesi di questo tipo possono discendere differenti conseguenze negative come, ad esempio, l'incremento della leva finanziaria da cui può derivare il conseguente maggior costo dei nuovi capitali presi a prestito e, nei casi più gravi, la riduzione o la mancata capacità dell'azienda di accedere a nuove risorse finanziarie a debito.

1.4.1. La copertura esterna ai rischi d'impresa.

Il contenimento dei danni dovuti al verificarsi di fattispecie rischiose può condurre l'azienda ad attuare delle coperture esterne, ovvero a ricorrere al supporto di entità estranee alla propria combinazione aziendale. Tale comportamento può essere attuato mediante la stipula di contratti di assicurazione ove attraverso la corresponsione da parte

²⁴ Cfr. U. Bertini, *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, op. cit., pp. 154 e ss.

dell'azienda di una determinata somma di denaro, generalmente annua e costante, la compagnia di assicurazione si impegna ad effettuare il risarcimento del danno qualora l'evento sfavorevole dovesse manifestarsi. Mediante tale comportamento si dà luogo ad un costo certo e determinato nell'ammontare rispetto ad un costo incerto nella sua manifestazione ed altrettanto incerto nel suo ammontare. Risulta conveniente il ricorso alla copertura esterna ogniqualvolta il costo della polizza appare modesto rispetto alla probabilità del verificarsi dell'evento dannoso e rispetto agli effetti sfavorevoli che questo può produrre. Ad ogni modo, nell'ipotesi di stipula di un contratto di assicurazione volto alla copertura del danno risulta improprio definire tale comportamento come un "trasferimento" del rischio. Risulta preferibile, in tali circostanze, definire il fenomeno come una pratica di "compartecipazione al rischio". Questo risulta ragionevole in virtù del fatto che molteplici polizze prevedono, nell'ipotesi in cui si verifichi l'accadimento scongiurato, la corresponsione di una somma a titolo di franchigia. Oltre questo aspetto, i contratti di assicurazione prevedono dei massimali per il rimborso del danno subito. Un aspetto di primaria importanza da sottolineare concerne la copertura di rischi per i quali risulta complesso determinare i danni potenziali. In tali circostanze si ritiene fortemente sconsigliabile il ricorso a polizze assicurative. Questo in virtù del fatto che prima di operare la scelta sulla fonte di copertura da utilizzare è necessario definire in maniera accurata tutte le fattispecie che possono prodursi considerando sia gli effetti diretti sia quelli indiretti e collaterali rispetto al danno principale. Questo in primo luogo perché talvolta non tutti gli effetti possono essere coperti con la stipula di una polizza sia perché tutti i danni presentano un limite di copertura.

Considerati tali aspetti si può affermare che, rispetto alla *copertura interna*, tale modalità presenta il vantaggio della maggiore economicità qualora l'evento avverso si manifesti limitando conseguentemente il rischio di compromettere l'equilibrio economico del complesso aziendale. Per contro, nell'ipotesi in cui l'evento dannoso non si verifichi, risulta impossibile ottenere la somma versata per acquistare il premio.

1.4.2. La copertura interna ai rischi d'impresa.

Il rischio economico generale ed i rischi particolari che l'impresa si trova di volta in volta a dover affrontare implicano, come diretta conseguenza, l'agire della direzione aziendale nell'ottica di salvaguardia dell'integrità capitale. Tale salvaguardia può essere attuata mediante l'accantonamento di utili a riserva e mediante la costituzione di determinati fondi nel passivo.

Risulta primario precisare che l'ottenimento del reddito derivante dal processo produttivo e l'accertamento del risultato conseguito costituiscono due distinti momenti dell'attività di gestione.

La formazione del risultato d'esercizio, sia esso positivo o negativo, avviene ininterrottamente durante il continuo susseguirsi delle operazioni di gestione. In

riferimento Ceccherelli evidenzia che “*Col flusso di ricavi che giungono all’impresa giunge anche, in condizioni normali un flusso di profitti che immediatamente si reinvestono e che perciò si confondono col patrimonio dell’impresa, la cui consistenza ed il cui valore sono quindi continuamente soggetti a variazione*”²⁵. In riferimento al conseguimento dell’utile possono essere distinte le circostanze in cui questo viene a determinarsi per effetto di componenti di reddito monetari e non monetari. Nella prima situazione l’impresa consegue disponibilità liquide impiegabili fin da subito nell’acquisizione dei fattori produttivi necessari per dare continuità al processo produttivo contribuendo immediatamente alla produzione di nuovo reddito. Nelle situazioni in cui i componenti di reddito derivino da elementi non monetari il processo precedentemente descritto risulta meno immediato e maggiormente articolato. Infatti possono presentarsi differenti circostanze quali ad esempio componenti positivi di reddito correlati a ricavi potenziali, componenti positivi che incorporano quote di utile e storni di fondi del passivo.²⁶ La prima circostanza è assimilabile a ricavi potenziali derivanti da beni in giacenza i quali vengono valorizzati al presumibile ricavo ottenibile dalla vendita degli stessi sul mercato. La seconda circostanza attiene ai lavori in corso su ordinazione i quali, coerentemente con la valutazione con il metodo della percentuale di completamento, incorporano una quota di ricavi potenziali in ragione della quota di costi sostenuti e del ricavo complessivamente pattuito per la commessa completa. L’ultimo esempio concerne componenti positivi di reddito derivanti dal mancato utilizzo dei fondi del passivo per effetto del non realizzarsi delle fattispecie dannose precedentemente ipotizzate. Nelle tre circostanze indicate il reinvestimento dei ricavi non monetari non avviene contestualmente al conseguimento dei ricavi stessi.

Discorso differente attiene all’accertamento del risultato d’esercizio il quale viene valutato in ragione di stime e congetture compiute dall’organo amministrativo. Pertanto, solo successivamente alla presentazione del bilancio, la delibera assembleare determina la destinazione del reddito prodotto qualora positivo o in caso contrario quali saranno le fonti impiegabili per la copertura.

Valutazioni propedeutiche alla determinazione del reddito d’esercizio ed alla destinazione dello stesso sono aspetti intrinsecamente connessi a pratiche di autofinanziamento dell’impresa. Sebbene questo comportamento possa essere volto al perseguimento di differenti obiettivi, da un punto di vista economico aziendale non vi è la necessità di operare una proliferazione di riserve ma è sufficiente la presenza di un’unica ed indistinta riserva investita in azienda, purché questa risulti adeguatamente dimensionata²⁷. La necessità di attribuire diversi nomi alle riserve di capitale non risulta utile a distinguerne le caratteristiche economiche ma solo ad evidenziarne l’appartenenza

²⁵ A. Ceccherelli, *Economia aziendale ed amministrazione delle imprese*, Barbera, Firenze, 1948, p. 290.

²⁶ Cfr. R. Verona, *Le politiche di bilancio*, Cedam, Padova, 2000, pp.148 e ss.

²⁷ Cfr. U. De Dominicis, *Lezioni di ragioneria generale*, Clueb, Bologna, 1969, p. 380.

a differenti vincoli giuridici. Nella normativa italiana la riserva legale, ad esempio, è disciplinata dal legislatore al fine di rafforzare la consistenza patrimoniale della società costituendo una sorta di protezione a favore della consistenza del capitale sociale. La disciplina in vigore prevede una regolamentazione del tutto convenzionale che stabilisce la quota minima di utili da accantonare sino a quando il valore di tale riserva risulti almeno pari al 20% de capitale sociale²⁸. Le riserve statutarie, differentemente, sono obbligatorie solo se previste dallo statuto sociale e, ad eccezione di precise indicazioni presenti nello stesso, sono volte anch'esse a svolgere una funzione di protezione nei confronti della dotazione di capitale sociale.

È bene precisare che le riserve non si concretizzano in determinati elementi dell'attivo del patrimonio aziendale, siano essi elementi delle immobilizzazioni o del circolante, materiali o immateriali, ma costituiscono delle poste ideali del patrimonio netto volte ad attuare una cosiddetta "copertura generica". Nonostante quest'aspetto esiste la facoltà da parte della direzione aziendale di investire risorse in specifiche attività patrimoniali, liquide o prontamente liquidabili, di ammontare pari a quello della riserva dando luogo a una riserva coperta da un investimento specifico. La pratica di "messa a riserva" di determinati beni dell'attivo patrimoniale presenta pareri discordanti dal punto di vista dottrinale circa i benefici che possono scaturirne. Tra le varie posizioni risulta interessante citare i contributi di De Dominicis e Palumbo i quali sostengono che non sia corretto investire le riserve di utili in immobilizzazioni caratteristiche in quanto fattori strettamente necessari al processo produttivo aziendale. Essi sostengono infatti che, affinché le riserve possano coprire il depauperamento del capitale a seguito di perdite d'esercizio, esse debbano avere come copertura disponibilità liquide o prontamente liquidabili²⁹. La dottrina maggioritaria, viceversa, considera le riserve coperte, ossia quelle il cui ammontare è impiegato in attività liquide e/o ad alta liquidabilità, non sia in grado di produrre rilevanti vantaggi alla gestione aziendale³⁰. Mediante l'impiego di tali disponibilità finanziarie l'impresa potrebbe attuare nuovi investimenti volti ad

²⁸ Per un approfondimento si veda: Organismo Italiano di Contabilità, *Principio contabile OIC 28 - Patrimonio netto*, OIC, Agosto 2014.

²⁹ In riferimento si veda U. De Dominicis, *Alcuni argomenti controversi in materia di bilancio e rendiconti d'impresa*, in *Bilancio di esercizio e amministrazione delle imprese. Studi in onore di Pietro Onida*, Giuffrè, Milano, 1981, p. 46. Palumbo utilizza nella sua opera una metafora che paragona le riserve di bilancio alle forze militari "... un capo militare che opera con forze spiegate in linea, sopra una fronte di combattimento, se ha forze di riserva, sa che queste rendono più sicura la difesa e permettono di spiegare una più efficace azione di offesa. Ma se a quelle forze di riserva egli aggiunge allo spiegamento di linea, assumendo tutte le forze di cui dispone, un più vasto fronte di combattimento, ne risulterà indebolita l'efficienza complessiva di quelle forze, sia nelle azioni di difesa che in quelle di offesa". P. Palumbo, *Scritti scelti di ragioneria*, Abbaco, Palermo, 1953, p. 266.

³⁰ Tra i punti di vista della dottrina maggioritaria, in particolare si riporta l'opinione di Onida il quale non risulta favorevole a vincolare disponibilità liquide per un ammontare pari a quello delle riserve in quanto verrebbe sottratta alla gestione delle risorse finanziarie con il mero fine di investirle nell'attività di impresa quando di verificano delle perdite e nella misura nella quale queste si realizzano. L'Autore inoltre sostiene che tale impiego nell'attività di impresa potrebbe talvolta essere idoneo ad evitare di incorrere in perdite d'esercizio. Cfr. P. Onida, *Il bilancio di esercizio nelle imprese. Significato economico del bilancio problemi di valutazione*, quarta edizione, Giuffrè, Milano, 1951, p. 483.

incrementare la redditività del capitale investito. Essa potrebbe inoltre operare dei rimborsi di finanziamenti ricevuti finalizzati a migliorare la propria struttura finanziaria in modo tale da rendere meno rischiosa la propria esposizione finanziaria e conseguentemente ridurre il costo medio del capitale a debito ricevuto. Le due fattispecie citate costituiscono solo esempi dei vari benefici che il perseguimento della salvaguardia del capitale, connesso alla pratica dell'autofinanziamento, possono generare affinché l'impresa operi in condizioni maggiormente favorevoli. Sempre in riferimento alla posizione della dottrina maggioritaria è utile segnalare che la disponibilità finanziaria generata mediante pratiche di ritenzione del risultato reddituale conseguito dalla gestione, se non adeguatamente gestito, può originare situazioni rischiose. Nell'ipotesi di eccesso di risorse finanziarie presenti in azienda, gli amministratori potrebbero percepire una sorta di *"ansia da investimento"* che può essere capace di condurli ad operare investimenti non giustificati da ragioni di convenienza economica e che possono essere caratterizzati da profili di rischio e rendimento non coerenti rispetto agli investimenti al momento presenti. La presenza di un patrimonio netto sovradimensionato potrebbe inoltre originare delle richieste pretestuose da parte degli stakeholder, siano essi interni o esterni al gruppo di controllo. Il riferimento al rischio d'impresa connesso con la costituzione di riserve, il Cavalieri afferma come tale costituzione non riduca l'esposizione al rischio ma che la mancata costituzione *"...è foriera di nuovi rischi connessi all'impoverimento patrimoniale..."*, *"...ma soprattutto al complesso di decisioni idonee che potrebbero essere assunte sulla base di siffatta presunzione di reddito"*³¹. Tale ragionamento è coerente con l'osservazione del Ferrero il quale afferma che *"Al limite, qualora i ricavi della gestione di periodo...risultassero per intero differiti nella loro monetizzazione o addirittura avessero interamente origine, anziché da accertamenti, da determinazioni soggettive (attendibili s'intende), il finanziamento interno sussisterebbe egualmente (tenuto conto, ovviamente, dei rischi di realizzo, da un lato e dell'incertezza delle valutazioni, dall'altro), essendo con ciò verificata la "condizione determinante", data dall'esistenza di un flusso di ricavi comunque configurato e dimensionato"*³². La preoccupazione che emerge riguarda l'impossibilità di determinare con assoluta certezza il risultato economico conseguito, il quale può indurre l'organo amministrativo a prendere delle decisioni che si fondano su dati non oggettivi³³. Eventuali alterazioni contabili, sebbene involontarie, possono infatti determinare conseguenze pericolose per l'economicità aziendale determinando la possibile distribuzione di reddito non realizzato o distribuzione di questo in misura superiore rispetto ad una misura *"idealmente determinata"* sulla base di una grandezza oggettiva di reddito conseguito. Considerando

³¹ E. Cavalieri, *Le riserve nell'economia dell'impresa*, op.cit., p. 64.

³² G. Ferrero, *Finanza Aziendale*, Giuffrè, Milano, 1981, pp. 65-66.

³³ Per un approfondimento circa gli errori determinati dal diverso modo di interpretare la realtà, si veda in particolare: M. Cattaneo, *Le misurazioni di azienda. Aspetti di errore, di indeterminazione, di incertezza*, Giuffrè, Milano, 1959.

che il reddito d'esercizio è misurato dalla differenza del valore del patrimonio netto derivante dalla gestione e che il patrimonio netto è dato dalla somma di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale, la misura del reddito non può che essere inficiata da possibili sopravvalutazioni e sottovalutazioni dei vari elementi che compongono il capitale. L'alea che inficia le valutazioni in oggetto può condurre alla determinazione di fenomeni quali la costituzione di riserve occulte e annacquamento di capitale. Sebbene in dottrina siano presenti numerose definizioni di riserva occulta e di annacquamento di capitale talvolta non in grado di rappresentare ogni possibile fattispecie aziendale, possiamo definire la riserva occulta (annacquamento del capitale) come fenomeno derivante da sottovalutazioni (sopravalutazioni) di elementi attivi del patrimonio e sopravvalutazioni (sottovalutazioni) di poste passive, ossia come differenza tra il patrimonio netto risultante dal bilancio e quello che risulterebbe da un altro bilancio in funzionamento in cui i valori sono determinati con maggiore accuratezza e razionalità. Posto che tali fenomeni originano dalla differenza tra la sommatoria di numerosi elementi dell'attivo ed altrettanti numerosi elementi del passivo, non risulta possibile ricercare la presenza di tali fenomeni nei singoli elementi patrimoniali. Per effetto della presenza di stime e congetture, le quali permettono la creazione di riserve e dell'annacquamento dello stesso, ne deriva che coloro i quali hanno provveduto alle valutazioni propedeutiche alla redazione del bilancio possono ignorare l'entità delle riserve occulte e degli annacquamenti di capitale derivanti dalle proprie valutazioni. Questo per effetto dell'elevata complessità delle stime e della relazione sistemica che si crea tra gli effetti della valutazione delle singole poste. Pertanto la divergenza valutativa complessivamente generata rispetto ad un valore cosiddetto "reale", tenendo presente che esiste una stima ragionevole ma che non può essere considerata corretta o esatta può generare fenomeni riconducibili alla generazione di riserve occulte o di annacquamento del capitale. Tali manifestazioni prescindono dalla volontà del valutatore nella generazione degli stessi. In tale circostanza si possono generare dei fondi derivanti "da errori di valutazione" a prescindere dalla volontà dell'organo amministrativo³⁴.

³⁴ Sul fenomeno delle riserve occulte e dell'annacquamento di capitale in dottrina sono presenti delle posizioni differenti. In particolare il Marano esclude da tali fattispecie ogni circostanza derivante da errori di valutazione. L'Autore afferma che "...Senza dubbio anche questi fondi raggiungono il medesimo scopo delle riserve, però manca in essi l'elemento intenzionale di costruirli e destinarli a sopperire ad eventuali deficienze di bilancio, elemento, questo, che deve ritenersi essenziale e caratteristico perché di riserve si possa parlare". I. Marano, *Le riserve occulte nelle società per azioni*, in *Rivista Italiana di Ragioneria*, n.7-8, 1949, p. 158. Tale definizione rimanda pertanto al concetto di intenzionalità come elemento cardine per la realizzazione di tali fenomeni. A parere di chi scrive l'intenzionalità non può essere considerata come elemento indispensabile e caratterizzante nella costruzione di riserve occulte o di fattispecie di annacquamento del capitale. La posizione nostra posizione è pertanto allineata al pensiero di Cassandro e di De Dominicis i quali, anche loro, non considerano l'intenzionalità come elemento caratterizzante ed indispensabile per dare origine al fenomeno. In riferimento si veda: P. E. Cassandro, *Le riserve occulte*, Giovinazzo, Andriola, 1942, p.12 e U. De Dominicis, *Lezioni di ragioneria generale*, op. cit., p. 376. Risulta interessante citare anche la posizione di De Manico e Amodeo i quali affermano l'impossibilità di determinare in maniera univoca l'ammontare della riserva occulta. Per gli Autori la differenza che esiste tra il valore che sarebbe dovuto essere indicato in bilancio e quello effettivamente riportato deriva

Affrontata seppur brevemente la possibilità di operare pratiche di salvaguardia del capitale mediante la costituzione di riserve è bene precisare che, al fine di ottenere il medesimo fine, è possibile attuare la costituzione di appositi fondi. Le differenze sostanziali consistono nel fatto che, mentre le riserve incrementano la consistenza del patrimonio netto e gli accantonamenti sono deliberati dall'organo assembleare, i fondi confluiscono tra il capitale a debito e sono decisi in ragione di valutazioni effettuate dall'organo amministrativo. La differenza circa l'organo che è demandato a decidere il trattamento contabile da adottare fa sì che l'organo assembleare possa deliberare l'eventuale accantonamento degli utili a riserva solo una volta che l'organo amministrativo ha optato di demandare tale decisione all'assemblea.

Come per le riserve, non si può ritenere che la costituzione di fondi nel passivo possa essere una pratica idonea a fronteggiare i rischi sebbene sia idonea a limitare l'incidenza dei danni. Considerata l'eterogeneità di fondi presenti nel passivo, si rimanda al paragrafo successivo un approfondimento.

dall'utilizzo di differenti criteri valutativi determinati in funzione della finalità stessa attribuita al bilancio. Pertanto l'entità della riserva dipende allo scopo attribuitogli dai redattori al bilancio. Cfr. L. De Manico, D. Amodeo, *Saggi di economia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1942, p.127.

Capitolo 2

Aspetti contabili sui costi ambientali e sui fondi di smantellamento e rimozione delle immobilizzazioni

2.1. Gli accantonamenti del passivo nella disciplina nazionale e negli standard IAS/IFRS

Prima di analizzare le peculiarità inerenti i fondi relativi ad attività di smantellamento di immobilizzazioni materiali, ripristino siti e successive bonifiche, risulta interessante menzionare le differenze previste in ambito nazionale ed internazionale in relazione alla disciplina dei fondi presenti nel passivo dello stato patrimoniale.

2.1.1. Ambito di applicazione e finalità dichiarate

Per comprendere le principali differenze tra i principi contabili nazionali e internazionali in tema di accantonamenti, passività ed attività potenziali è necessario iniziare con la definizione degli ambiti di applicazione.

In ambito nazionale i principi contabili IAS/IFRS, approvati dall'International Accounting Standard Board (IASB) ai sensi del regolamento (CE) n. 1606/2002, sono stati recepiti nel nostro ordinamento con il D. Lgs. n. 38/2005³⁵. L'applicazione di detti principi in ambito europeo è tesa ad armonizzare l'informativa finanziaria presentata dalle società garantendo, in tal modo, un maggior livello di trasparenza e comparabilità dei bilanci. Risulta a questo punto necessario analizzare le differenti finalità dichiarate dal principio contabile nazionale OIC 31 e dal principio contabile internazionale con la disciplina contenuta nello IAS 37.

³⁵ Più precisamente, l'applicazione degli standard internazionali è obbligatoria per le seguenti entità:

- società quotate;
- società aventi strumenti finanziari diffusi tra il pubblico;
- istituti di credito e intermediari finanziari sottoposti a vigilanza della Banca d'Italia;
- società finanziarie capogruppo dei gruppi bancari;
- società di intermediazione mobiliare (SIM) e capogruppo dei gruppi di SIM;
- società di gestione del risparmio (SGR);
- intermediari finanziari disciplinati dal TUB;
- istituti di moneta elettronica (IMEL) e di pagamento.

Sono di conseguenza escluse dall'applicazione degli IAS/IFRS le società di capitali ammesse alla redazione del bilancio in forma abbreviata (ex. art. 2435-bis c.c.), le società di persone e le imprese individuali.

Per le società diverse da quelle indicate, l'art. 4 comma 6, D.Lgs. in oggetto, consentiva di beneficiare di tale facoltà a decorrere dall'esercizio che sarebbe stato individuato con un apposito decreto interministeriale. Tuttavia, tale decreto (di competenza congiunta dei Ministeri dell'Economia e della Giustizia) non è stato mai emanato, determinando la conseguente inoperatività della disposizione.

Considerato il limite sopraindicato, il del D.L. 91/2014, con una modifica del citato art. 4, comma 6, con quanto disciplinato all'art. 20, comma 2, permette alle società diverse da quelle obbligate o che possono applicare i principi contabili internazionali, non incluse in un bilancio consolidato, di redigere il bilancio d'esercizio in conformità agli IAS/IFRS senza dover attendere la relativa disposizione autorizzativa.

Riportando la lettera del principio contabile nazionale, esso si propone di “*definire i criteri di rilevazione, classificazione e valutazione dei fondi rischi ed oneri e del trattamento di fine rapporto, nonché le informazioni da presentare in nota integrativa*”³⁶.

Il principio contabile internazionale, differentemente, dichiara di assicurare che siano applicati agli accantonamenti ed alle passività e attività potenziali appropriati criteri di rilevazione e di valutazione e che sia fornita nelle note un’informativa tale da permettere gli utilizzatori di poter comprendere la natura, la data di sopravvenienza e l’importo degli stessi³⁷.

Sebbene le finalità siano, in senso lato, orientate a disciplinare delle medesime fattispecie, un’analisi più approfondita circa le finalità dei due principi porta ad evidenziare tre ordini di differenze:

- a) il principio contabile internazionale non utilizza il termine fondi bensì definisce gli accantonamenti;
- b) il principio contabile internazionale definisce il tema dell’incertezza con il termine potenziali (“...*e alle passività e attività potenziali...*”) mentre in ambito nazionale la differenza circa la certezza nell’avvenimento delle fattispecie oggetto di valutazione permette la distinzione tra fondi rischi e fondi oneri;
- c) solo il principio contabile nazionale definisce i criteri circa la corretta classificazione delle poste in bilancio. Tale aspetto risulta coerente con la disciplina internazionale che non prevede l’utilizzo di schemi vincolanti nella predisposizione dei documenti di bilancio³⁸.

³⁶ Organismo Italiano di Contabilità, *Principio contabile OIC 31 - Fondi per rischi e oneri e Trattamento di fine rapporto*, OIC, Dicembre 2016, paragrafo 1.

³⁷ Cfr. International Accounting Standards Board, *IAS 37 - Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets*, IASB, September 2009, paragrafo 1.

³⁸ Il legislatore italiano all’articolo 2424 c.c. disciplina la forma, la struttura ed il contenuto dello Stato Patrimoniale con un’impostazione cosiddetta “*rigida*”. Con il termine forma si intende la modalità generale di rappresentazione del prospetto contabile. Il legislatore ha optato per una forma a sezioni divise e contrapposte, di impostazione tipicamente contabile con una sezione demandata ad accogliere gli impieghi ed una, contrapposta a questa, volta a contenere le informazioni delle fonti, queste suddivise tra patrimonio netto e passività. All’interno delle due sezioni le poste sono suddivise in:

- macro-classi (identificate da *lettere maiuscole*);
- classi (identificate da *numeri romani*);
- voci (identificate da *numeri arabi*);
- sotto-voci (identificate da *lettere minuscole*).

Va però sottolineato che, il rispetto alla previsione generale dell’articolo 2423 al rispetto sostanziale della chiarezza e della rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale, finanziaria e del risultato economico può richiedere di derogare al contenuto degli schemi. In tale ipotesi risulta necessario motivare le ragioni della variazione evidenziando gli effetti sul piano dell’informazione nella nota integrativa.

Lo schema di bilancio rigido così come disciplinato dal codice civile non si applica ai bilanci delle imprese che esercitano particolari attività, per le quali sono state emanate apposite leggi speciali. Sono esempi di tali tipologie le imprese bancarie, gli enti finanziari e le imprese di assicurazione. Per un approfondimento sull’argomento si veda in particolare: L. C. Lucianetti, *Bilanci di impresa e bilanci tipo*, Giappichelli, Torino, 1998.

Per quanto riguarda la forma, lo IAS 1 non prescrive alcun modello particolare di Stato Patrimoniale conducendo ad una disciplina pertanto meno rigida rispetto a quella del legislatore italiano non prevedendo

Quanto rilevato alla lettera a) permette di osservare una maggiore attenzione in ambito internazionale per gli elementi di conto economico mentre in ambito nazionale assumono maggiore rilevanza le grandezze contenute nello stato patrimoniale.

In riferimento a quanto evidenziato alla lettera b) in ambito nazionale sono definiti distintamente al paragrafo 7 i fondi rischi ed al paragrafo 8 i fondi oneri.

I fondi per rischi rappresentano passività di natura determinata ed esistenza probabile, i cui valori sono stimati. Si tratta quindi di passività potenziali connesse a situazioni già esistenti alla data di bilancio e caratterizzate da uno stato d'incertezza in quanto l'esito dipende dal verificarsi o meno di uno o più eventi in futuro.

I fondi per oneri rappresentano passività di natura determinata ed esistenza certa, stimate nell'importo o nella data di sopravvenienza, connesse ad obbligazioni già assunte alla data di bilancio e che avranno manifestazione numeraria negli esercizi successivi.

Differentemente, il principio contabile internazionale definisce gli accantonamenti come passività con scadenza ed ammontare incerto, segnalando che la rilevazione dev'essere effettuata qualora l'evento che la genera sia probabile ovvero sia l'impiego di risorse atte a produrre benefici economici sia più verosimile rispetto alla situazione contraria. In ambito internazionale, inoltre, il principio definisce le passività potenziali come un'obbligazione attuale che scaturisce da eventi passati che viene giudicata poco probabile, dunque sia maggiormente verosimile che non si verifichi l'evento e/o che dallo stesso derivi un'obbligazione la cui estinzione non comporti l'impiego di risorse idonee a produrre benefici economici. Per questo tipo di passività, nell'ipotesi in cui l'ammontare

schemi fondati su macro-classi e classi bensì prevede uno schema “*minimo*” basato sui seguenti raggruppamenti di valori:

- a) immobili, impianti e macchinari;
- b) investimenti immobiliari;
- c) attività immateriali;
- d) attività finanziarie [esclusi i valori esposti in (e), (h) e (i)];
- e) partecipazioni contabilizzate con il metodo del patrimonio netto;
- f) attività biologiche rientranti nell'ambito di applicazione dello IAS 41 Agricoltura;
- g) rimanenze;
- h) crediti commerciali e altri crediti;
- i) disponibilità liquide e mezzi equivalenti;
- j) il totale delle attività classificate come possedute per la vendita e le attività incluse nei gruppi in dismissione classificati come posseduti per la vendita in conformità all'IFRS 5 Attività non correnti possedute per la vendita e attività operative cessate;
- k) debiti commerciali e altri debiti;
- l) accantonamenti;
- m) passività finanziarie [esclusi i valori esposti in (k), e (l)];
- n) passività e attività per imposte correnti, come definito nello IAS 12 Imposte sul reddito;
- o) passività e attività per imposte differite, come definito nello IAS 12;
- p) passività incluse nei gruppi in dismissione classificati come posseduti per la vendita, in conformità all'IFRS 5;
- q) interessenze di pertinenza di terzi, presentate nel patrimonio netto; e
- r) capitale emesso e riserve attribuibili ai soci della controllante.

Cfr. International Accounting Standards Board, *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, IASCF, London, 2008, paragrafo 54.

Per un approfondimento sulla tematica si veda in particolare: F. Giunta, M. Pisani, *Il bilancio*, seconda edizione, Apogeo, Milano, 2008.

dell'obbligazione non possa essere determinato con sufficiente attendibilità, la normativa prevede che non venga rilevata in contabilità alcuna passività e, parimenti, richiede che venga fornita opportuna informativa nelle note di bilancio. Sebbene segnalate le differenze terminologiche utilizzate dai due principi si può affermare che le “*passività potenziali*” come definite in ambito nazionale tendano a rappresentare fattispecie simili alle “*passività possibili*” disciplinate dal principio internazionale.

In riferimento all'ambito di applicazione, il principio contabile OIC 31 si applica per la contabilizzazione dei fondi per rischi ed oneri e del trattamento di fine rapporto mentre i debiti sono disciplinati dall'OIC 19. Precedentemente, quest'ultimo disciplinava anche gli accantonamenti per rischi ed oneri e gli accantonamenti inerenti il trattamento di fine rapporto. Differentemente, lo IAS 37 si applica per la contabilizzazione di accantonamenti, passività ed attività potenziali che non derivano da contratti esecutivi ad eccezione che il contratto non sia oneroso³⁹, e per la contabilizzazione degli accadimenti non disciplinati da altri principi contabili come i lavori su ordinazione (IAS 11)⁴⁰, le imposte sul reddito (IAS 12)⁴¹, il leasing (IAS 17)⁴², il fondo trattamento di fine rapporto (IAS 19)⁴³, gli strumenti finanziari (IAS 39)⁴⁴ e, infine, i contratti assicurativi (IFRS 4)⁴⁵.

In riferimento al tema della classificazione, la disciplina nazionale, coerentemente con tutta la normativa contabile ove gli schemi di bilancio risultano decisamente rigidi, il legislatore italiano prevede che gli accantonamenti siano iscritti a conto economico, quelli per rischi alla voce *B.12 Accantonamenti per rischi* mentre quelli per oneri alla voce *B.13 Altri accantonamenti*, mentre nello stato patrimoniale i fondi per rischi ed oneri devono essere iscritti nel raggruppamento B del passivo. Il principio contabile internazionale, non proponendo alcuna distinzione tra fondi rischi ed oneri, prevede che lo stanziamento nel conto economico possa essere sintetizzato in un'unica voce di costo. In ambito IAS/IFRS il fondo presente nello stato patrimoniale dev'essere suddiviso in virtù del periodo entro il quale l'obbligazione dovrà essere adempiuta, entro od oltre i 12 mesi successivi alla chiusura dell'esercizio in riferimento al quale si sta redigendo il bilancio.

³⁹Il “titolo oneroso” si ha ogniqualvolta alla prestazione di un soggetto corrisponda la controprestazione di un altro soggetto, detta corrispettivo o compenso. Ad esempio, un tipico atto a titolo oneroso è la compravendita (scambio di un bene verso la corresponsione di un prezzo).

⁴⁰Per un approfondimento si veda: International Accounting Standards Board, *IAS 11 - Construction Contracts*, IASB, September 2009.

⁴¹Per un approfondimento si veda: International Accounting Standards Board, *IAS 12 - Income Taxes*, IASB, June 2012.

⁴²Per un approfondimento si veda: International Accounting Standards Board, *IAS 17 - Leasing*, IASB, November 2008.

⁴³Per un approfondimento si veda: International Accounting Standards Board, *IAS 19 - Employee Benefits*, IASB, September 2009.

⁴⁴Per un approfondimento si veda: International Accounting Standards Board, *IAS 39 - Financial Instruments: Recognition and Measurement*, IASB, February 2011.

⁴⁵Per un approfondimento si veda: International Financial Reporting Standard, *IFRS 4 - Insurance Contracts*, IASB, December 2009.

2.1.2. Criteri di rilevazione

I principi contabili nazionali permettono la concreta attuazione delle disposizioni generali normate dal legislatore italiano. Per tale ragione, l'analisi dei criteri di rilevazione deve considerare il principio sancito all'articolo 2424 bis del codice civile il quale stabilisce che *“Gli accantonamenti per rischi ed oneri sono destinati soltanto a coprire perdite o debiti di natura determinata, di esistenza certa o probabile, dei quali tuttavia alla chiusura dell'esercizio sono indeterminati o l'ammontare o la data di sopravvenienza”* ed ancora, all'articolo 2423 bis *“...si deve tener conto dei rischi e delle perdite di competenza dell'esercizio, anche se conosciuti dopo la chiusura di questo...”*.

La necessità di operare degli accantonamenti destinati alla copertura di perdite o per debiti che alla data di chiusura dell'esercizio sono noti, risulta necessaria quando sono presenti le seguenti caratteristiche:

- natura determinata;
- esistenza certa o probabile;
- ammontare o data di sopravvenienza della passività indeterminati;
- ammontare della passività.

Lo stesso principio contabile definisce l'impossibilità di operare degli accantonamenti in presenza delle seguenti fattispecie:

- a) rettificare i valori dell'attivo;
- b) coprire rischi generici, in quanto non correlati a perdite o debiti con natura determinata e, pertanto, non riferibili a situazioni e condizioni che alla data del bilancio hanno originato una passività;
- c) effettuare accantonamenti per oneri o perdite derivanti da eventi accaduti dopo la chiusura dell'esercizio e relativi a situazioni che non erano in presenti alla data di bilancio;
- d) rilevare passività potenziali ritenute probabili, ma il cui ammontare non può essere determinato se non in modo aleatorio ed arbitrario. Conseguentemente, la relativa perdita, ancorché probabile, non è suscettibile di alcuna stima attendibile, neanche di un importo minimo o di un intervallo di valori;
- e) rilevare passività potenziali ritenute possibili ma remote.

Definite le condizioni dalle quali scaturisce la necessità di operare un accantonamento ed evidenziate le circostanze che non danno luogo ad iscrizione in bilancio di un fondo, il principio contabile definisce ai paragrafi 59 e 69, rispettivamente le caratteristiche dei fondi per rischi e dei fondi per oneri. I primi rappresentano passività connesse a situazioni già esistenti alla data di bilancio ma caratterizzate da uno stato di incertezza in cui esito dipende dal verificarsi o meno di uno o più eventi in futuro. I secondi sono descritti come passività certe, stimate nell'importo o nella data di estinzione, correlate a componenti negativi di reddito di competenza dell'esercizio in chiusura ma che avranno manifestazione finanziaria negli esercizi successivi. Pertanto, l'elemento cruciale che

differenzia i fondi oneri dai fondi rischi riguarda l'esistenza certa dell'evento che darà luogo all'uscita di risorse finanziarie, aspetto presente solo per i fondi oneri.

Le aziende che adottano i principi internazionali, al fine di poter effettuare un accantonamento, sono chiamate a verificare l'esistenza in capo all'impresa di un'obbligazione in corso, legale o implicita, quale risultato di un evento passato il cui realizzarsi sia probabile e per la quale possa essere effettuata una stima attendibile dell'importo necessario all'adempimento dell'obbligazione. Tale obbligazione corrente è da ritenersi probabile qualora l'eventualità che tale onere sussiste sia, alla data di chiusura del bilancio, maggiore del 50%⁴⁶.

L'obbligazione legale si distingue dall'obbligazione implicita in quanto la prima deriva dall'esistenza di un contratto o di una normativa mentre la seconda scaturisce da comportamenti realizzati da un'impresa, i quali hanno generato a valide aspettative nei terzi circa il realizzarsi l'attribuzione dell'onerosità di queste da parte dell'impresa. Lo Standard precisa che le passività della società sono quelle che esistono alla data di chiusura dell'esercizio e che non possono essere iscritti gli accantonamenti per i costi che dovranno essere sostenuti per continuare la propria attività produttiva in futuro. Altro elemento necessario ai fini dell'iscrizione è che l'estinzione dell'obbligazione oggetto di valutazione comporti l'impiego di risorse economiche con un grado di probabilità ritenuto verosimile, ovvero sia maggiore la probabilità che si verifichi l'evento piuttosto che si manifesti l'ipotesi contraria. In riferimento alla possibilità di effettuare una stima, il requisito necessario al fine di poter operare un accantonamento, è che l'impresa dev'essere in grado di definire un intervallo di possibili risultati valutabili in ragione del giudizio maturato da parte della direzione aziendale, l'esperienza di operazioni simili, l'impiego di relazioni svolte da periti indipendenti e da evidenze ulteriori manifestatesi successivamente alla data di chiusura dell'esercizio. Il principio contabile precisa inoltre che, solo in circostanze estremamente rare in cui non sia possibile giungere ad una stima attendibile del valore dell'obbligazione, non dovrà essere contabilizzata alcuna passività potenziale nei documenti di bilancio.

2.1.3. Criteri di valutazione

Elemento cardine della disciplina sugli accantonamenti per fondi rischi ed oneri (termini in questa situazione utilizzati in senso lato con riferimento anche ai principi internazionali) riguarda i criteri di valutazione. Il principio contabile nazionale ed internazionale utilizzano la medesima espressione terminologica definendo che l'obiettivo della valutazione dev'essere quello di pervenire alla migliore stima. Nel dettaglio l'OIC 31 riporta “...in linea generale, si può comunque pervenire alla

⁴⁶ Si ritiene di indicare il valore del 50% in ragione dell'indicazione presente al paragrafo 23 dello IAS 37 che definisce l'obbligazione probabile se è più verosimile che il fatto si verifichi piuttosto che il contrario. Cfr. International Accounting Standards Board, *IAS 37 - Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets*, paragrafo 23.

determinazione di un campo di variabilità di valori. In tali fattispecie, l'accantonamento rappresenterà la migliore stima fattibile tra i limiti massimi e minimi del campo di variabilità dei valori determinati."⁴⁷. In ambito nazionale è inoltre previsto che nell'ipotesi in cui la stima dell'accantonamento dovesse condurre alla determinazione di due o più valori di costo associati al medesimo valore di probabilità si dovrà accantonare almeno il minore dei due valori⁴⁸. Pertanto, definito un insieme di valori ragionevoli ai quali possa essere ricondotto l'onere della passività in oggetto, il principio richiede l'applicazione di un'eccezione rispetto al principio generale della prudenza, preferendo l'iscrizione in bilancio al valore minore all'interno del *range* dei valori possibili. Tale scelta è fondata sul presupposto di non imputare l'intero costo all'esercizio in chiusura, sebbene sia l'esercizio nel quale si è manifestata la conoscenza del probabile onere, in modo tale da determinare la "ricaduta" di una parte dell'onere sull'esercizio nel quale l'evento dannoso si verifica. In tal modo si concretizza la ripartizione dell'onere sia nell'esercizio in cui si viene a conoscenza della possibilità del realizzarsi di un evento dannoso sia nell'esercizio nel quale esso si manifesta. In riferimento al tema del valore finanziario del tempo è previsto che i fondi per rischi ed oneri non siano oggetto di attualizzazione.

In riferimento al concetto di miglior stima lo IAS 37 dispone che "*L'importo rilevato come accantonamento deve rappresentare la migliore stima della spesa richiesta per adempiere all'obbligazione esistente alla data di chiusura dell'esercizio.*"⁴⁹ Nel definire la migliore stima il principio prevede inoltre che il valore rappresenti "*la spesa richiesta per adempiere all'obbligazione attuale è l'ammontare che un'entità ragionevolmente pagherebbe per estinguere l'obbligazione alla data di chiusura dell'esercizio o per trasferirla a terzi a quella data*". In aggiunta viene precisato che "*Laddove l'accantonamento oggetto di stima coinvolga un vasto numero di elementi, l'obbligazione è stimata attraverso la ponderazione delle probabilità associate a tutti i possibili risultati*". La denominazione di questo metodo statistico di stima è pertanto fondata sul concetto di "*valore atteso*". Prescindendo in questa sede dalla considerazione del valore finanziario del tempo, risulta interessante approfondire con degli esempi la determinazione del valore dell'accantonamento da operare secondo le differenti normative. Al fine di rendere maggiormente chiare le differenze si riporta di seguito un esempio numerico.

⁴⁷ Organismo Italiano di Contabilità, Principio contabile 31, *Fondi per rischi e oneri e Trattamento di fine rapporto*, paragrafo 30.

⁴⁸ E. Cavalieri, R. Ferraris Franceschi, *Economia aziendale. Attività aziendale e processi produttivi*, Vol. I, III ediz., Giappichelli, Torino, 2008, p. 277.

⁴⁹ Cfr. International Accounting Standards Board, *IAS 37 - Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets*, paragrafo 36.

Figura 2.1: Esempio sulla determinazione della migliore stima.

scenario	Ipotesi 1		Ipotesi 2	
	probabilità evento (X) (%)	onere conseguente (migliaia di euro)	probabilità evento (X) (%)	onere conseguente (migliaia di euro)
A	15	12	30	12
B	25	18	25	18
C	40	22	25	22
D	20	26	30	26
stima de valore dell'accantonamento				
<i>in ambito OIC</i>				
ricerca dell'evento maggiormente probabile	scenario C		scenario A e scenario D	
valore dell'accantonamento	22		12	
<i>in ambito IAS/IFRS</i>				
determinazione del valore atteso	$p(x) = \sum (p(x) * oc(x))$		$p(x) = \sum (p(x) * oc(x))$	
valore dell'accantonamento	20,3		19,2	

Fonte: Ns. Elaborazione.

I due esempi permettono di mostrare le differenti valorizzazioni dell'accantonamento in ambito OIC ed in ambito IAS/IFRS.

È possibile pertanto ricostruire il processo logico necessario per la determinazione dell'accantonamento una volta stimato che l'evento dannoso sia potenziale in ambito nazionale o definibile come probabile in ambito internazionale:

- individuazione dei possibili scenari che possono determinare il sorgere dell'onere;
- associazione a ciascun scenario un valore che identifichi la probabilità nel realizzarsi;
- valorizzazione dell'onere conseguente associato ad ogni scenario.

In ambito nazionale si dovrà inoltre procedere con l'individuazione dell'evoluzione maggiormente probabile e, nell'ipotesi in cui vi siano più scenari con la medesima probabilità di manifestazione, verificare l'onere minore ad essi associabile. In ambito IAS/IFRS, differentemente, dovranno essere considerati tutti gli scenari realizzabili e, in virtù della relativa probabilità è necessario stimare il valore atteso dell'onere futuro.

2.2. I costi di decommissioning e la loro contabilizzazione

Prima di soffermarsi su particolari questioni inerenti le differenti tipologie di costi di smantellamento di immobilizzazioni materiali e di ripristino dei siti e la loro contabilizzazione, nel presente paragrafo sarà svolta una breve comparazione tra le scritture contabili previste nel rispetto della normativa nazionale ed internazionale.

Con il termine *decommissioning* si intendono tutte le attività tecniche e gestionali volte alla dismissione di manufatti civili (edifici ed infrastrutture) o manufatti industriali

(impianti e macchinari) con il relativo ripristino del sito e la successiva attività di bonifica ambientale. Il *decommissioning* ha rilevanza non solo da un punto di vista operativo ma anche dal punto di vista economico e degli impatti ambientali. Negli ultimi decenni si è assistito ad una sempre maggiore sensibilizzazione dell'opinione pubblica nei confronti di queste tematiche ed in particolare sulle conseguenze che l'abbandono di un sito produttivo può comportare per le comunità locali. Le dismissioni di immobilizzazioni materiali ed il ripristino dei siti sono tipiche attività svolte dalle aziende operanti nel campo della produzione di energia, dello smaltimento dei rifiuti e delle aziende operanti nell'ambito dell'estrazione mineraria.

Sulla rilevanza di tali attività è possibile citare delle situazioni che negli ultimi tempi stanno riscuotendo grande interesse non solo per gli impatti economici ricadenti sulle imprese ma anche in termini di conseguenze sui governi dei Paesi.

La Sogin, società di Stato responsabile del *decommissioning* degli impianti nucleari italiani e della gestione dei rifiuti radioattivi compresi quelli prodotti dalle attività industriali, di ricerca e di medicina nucleare, è attualmente impegnata nelle attività di *decommissioning* degli impianti nucleari. Le attività poste in essere dovrebbero consentire di restituire al territorio i siti liberi da vincoli radiologici. La rilevanza è determinata dal fatto che l'Italia nel 1966 produceva una quantità di energia seconda solo a Stati Uniti e Inghilterra e sebbene le attività produttive si siano concluse negli anni Ottanta, si stima che le attività di *decommissioning* dovrebbero terminare nel 2035 e costare complessivamente 6,8 miliardi di euro⁵⁰.

Ancora, le attività nei giacimenti petroliferi del Mare del Nord che vengono sfruttati dalla fine degli anni '60 e che hanno generato entrate fiscali per la Gran Bretagna per oltre 30 miliardi di sterline rischiano di trasformarsi in una perdita netta per l'economia inglese. Difatti, la situazione attuale con molti pozzi a fine vita, o non più convenienti da sfruttare come in circostanze nelle quali il prezzo del barile era oltre i 100 dollari, sta generando un'accelerazione delle attività di *decommissioning*. Questo implica non solo effetti per le società petrolifere che pagheranno via via meno imposte ma gli effetti riguardano anche l'onerosa attività di smantellamento delle loro immobilizzazioni materiali, attività che per legge in Gran Bretagna gode dei sussidi pubblici. Tali operazioni si stima potranno durare sino al 2040 e non è ancora chiaro se tali oneri saranno a carico del Governo ed in quale misura parteciperanno le imprese del settore petrolifero⁵¹. Nel 2013, l'industria petrolifera ha speso circa 900 milioni di sterline per la disattivazione investendo contestualmente oltre 14 miliardi nelle acque britanniche.

⁵⁰ Cfr. <http://www.ilfoglio.it/economia/2017/09/18/news/la-partita-irrisolta-dell-italia-con-l-energia-nucleare-152817/>.

⁵¹ Cfr. <https://www.nytimes.com/2015/02/19/business/international/royal-dutch-shell-dismantling-brent-oil-field-in-north-sea.html>.

Per le imprese che svolgono determinati tipi di processi produttivi è noto sin dall'inizio della loro attività che, alla cessazione della produzione o al termine della vita utile degli impianti, esse dovranno compiere attività di dismissione degli impianti e di ripristino siti.

Dal punto di vista contabile tali attività hanno determinato un interesse crescente anche da parte della dottrina contabile e della prassi professionale.

Il *decommissioning* è un costo previsto e stimato a priori che tiene in considerazione una serie di tematiche importanti con riguardo non solo all'impatto ambientale ma anche all'impatto sui terreni di proprietà di terzi sui quali sorgono gli impianti che saranno dismessi al termine dell'attività produttiva. Dal punto di vista contabile, i principi internazionali emanati dallo IASB contengono un insieme di prescrizioni idonee a disciplinare l'iscrizione di tali oneri in bilancio sin dal momento in cui viene contabilizzato il cespite il quale genererà, al termine della vita produttiva, l'onere di dismissione. Lo IAS 16⁵² prevede che le immobilizzazioni materiali siano iscritte al prezzo di acquisto comprensivo degli ulteriori costi ad esse direttamente attribuibili e necessari per l'entrata in operatività delle stesse. Tale valore dovrà essere comprensivo degli ulteriori oneri, al momento solo stimati, necessari per lo smantellamento e la rimozione del bene e la bonifica del sito sul quale insiste. Il principio contabile in oggetto riporta alcuni esempi di costi accessori ove sono ricompresi tra gli altri: i costi da sostenere per la preparazione del sito, i costi iniziali di consegna e movimentazione, i costi di installazione e di assemblaggio, il collaudo dei macchinari ed eventuali onorari professionali. Il principio contabile in oggetto non definisce quali sono i costi assimilabili alla rimozione del cespite ed al ripristino del sito. Ad ogni modo risulta ragionevole comprendere tra questi gli oneri necessari alla messa in sicurezza dell'area precedentemente produttiva, i costi di vera e propria rimozione del cespite, i lavori sul sito, le consulenze tecniche ed ingegneristiche e gli altri costi di cantiere. Come previsto dallo IAS 2⁵³ in materia di rimanenze, a tali oneri devono essere sottratti eventuali ricavi che si presume possano essere realizzati dalla vendita di componenti ancora utilizzabili. La somma di tali elementi determina l'onere complessivo stimato per il ripristino del sito ove si sono svolte le attività produttive ormai cessate.

La normativa contabile italiana, differentemente, non prevede la possibilità di capitalizzare i costi relativi alla dismissione dei cespiti⁵⁴.

Quanto previsto dallo IAS 16 deve essere esaminato considerando quanto disciplinato dallo IAS 37 in materia di passività potenziali il quale sancisce l'iscrizione dei futuri oneri per *decommissioning* tra le passività dello stato patrimoniale. Il fatto vincolante che determina l'iscrizione in bilancio consiste nella presenza di un'obbligazione attuale per

⁵² Cfr. International Accounting Standards Board, *IAS 16 - Property plant and equipment*, IASB, September 2009, paragrafo 16.

⁵³ Cfr. International Accounting Standards Board, *IAS 2 - Inventories*, IASB, November 2008.

⁵⁴ Cfr. Organismo Italiano di Contabilità, *Principio contabile n. 16 - Immobilizzazioni Materiali*, OIC, Agosto 2014, paragrafi 37-38.

entità derivante da eventi passati, la cui estinzione è attesa risultare in una uscita di risorse economiche dall'azienda e per la quale possa essere effettuata una stima attendibile dell'ammontare dell'obbligazione. Il valore di iscrizione deve rappresentare la migliore stima della spesa richiesta per adempiere all'obbligazione esistente alla data di chiusura dell'esercizio. Il principio contabile, nel definire la migliore stima precisa che:

“45. Laddove l'effetto del valore temporale del denaro è un aspetto rilevante, l'importo di un accantonamento è rappresentato dal valore attuale delle spese che si suppone saranno necessarie per estinguere l'obbligazione.

46. A causa del valore temporale del denaro, gli accantonamenti per pagamenti che sorgono subito dopo la data di chiusura dell'esercizio sono più onerosi di quelli in cui pagamenti dello stesso ammontare sorgono dopo. Gli accantonamenti vengono perciò attualizzati, nel caso in cui l'effetto sia rilevante.

47. Il tasso (o i tassi) di attualizzazione deve (devono) essere determinato(i) al lordo delle imposte e deve (devono) essere tale(i) da riflettere le valutazioni correnti di mercato del valore del denaro nel tempo e i rischi specifici connessi alla passività. Il tasso (i tassi) di attualizzazione non deve (devono) riflettere i rischi per i quali le stime dei flussi finanziari futuri sono state rettificatae”.

Al fine di meglio comprendere l'applicazione della normativa contabile si riporta nel seguito un esempio numerico. In ragione di quanto disciplinato dallo IAS 37, il costo di iscrizione dell'immobilizzazione deve comprendere ogni costo che sia ad essa imputabile al fine di assicurarne l'entrata in produzione.

Considerando il pagamento mediante disponibilità presenti sul conto corrente bancario la rilevazione è:

Impianti <i>acquistati impianti</i>	a	Banca c/c	1.200
--	---	-----------	-------

Ipotizzando che il valore stimato del *decommissioning* odierno stimato sia di €403, che il tasso di inflazione previsto sia del 2% e che l'attività di rimozione si prevede avvenga dopo 20 anni dall'entrata in funzionamento del cespite, il valore di *decommissioning* stimato diviene di €600. Ipotizzando inoltre un tasso *risk free* del 3%, la determinazione del valore attuale diviene secondo quanto indicato dalla seguente formula:

$$\begin{aligned} \text{Valore attuale decommissioning cost} &= \frac{\text{decommissioning cost stimato}}{(1+i)^t} \\ &= \frac{600}{(1+0,03)^{20}} = \text{€}332 \end{aligned}$$

Per rilevare in contabilità l'onere di *decommissioning* si dovrà procedere con la movimentazione di due conti che andranno poi ad alimentare i valori di stato patrimoniale

e che non generano alcuna movimentazione di natura economica. La rilevazione è la seguente.

Impianti (oneri di rimozione)	a	F.do decommissioning	332
<i>costituzione del fondo e capitalizzazione</i>		<i>degli oneri di rimozione</i>	

In questo modo viene acceso un fondo idoneo a rappresentare l'onere stimato per l'attività di *decommissioning* e, tra le attività verrà segnalato l'incremento del valore delle immobilizzazioni al fine di rappresentare il valore complessivo dell'investimento realizzato.

Al termine di ogni esercizio, supponendo che non vi siano variazioni nella stima del costo di *decommissioning*, nel tasso di sconto applicato ed in riferimento al periodo nel quale si manifesterà l'onere, verrà imputato il costo di *decommissioning* di competenza dell'esercizio con la seguente rilevazione:

Amm.to impianti	a	F.do amm.to impianti	16,6
<i>quota oneri di rimozione</i>			

La normativa nazionale, diversamente, non considera il valore temporale del denaro e pertanto la determinazione del costo di competenza di ciascun esercizio si ottiene nel seguente modo:

$$\text{quota decommissioning cost} = \frac{\text{decommissioning cost stimato}}{\text{vita utile del cespite al quale si riferisce}}$$

Nel caso specifico:

$$\text{amm.to decommissioning cost} = \frac{600}{20} = \text{€ } 30$$

La rilevazione diviene la seguente:

Acc.to decommissioning	a	F.do decommissioning	30
<i>Acc.to quota di costo di dismissione</i>			

I principi contabili internazionali prevedono che, al termine di ogni esercizio, debbano essere effettuate delle verifiche al fine di apprezzare la coerenza tra le ipotesi utilizzate per valorizzare i costi stimati di *decommissioning* e lo scenario attuale.

Il principio contabile IFRIC 1⁵⁵ fornisce una guida su come contabilizzare gli effetti derivanti da cambiamenti nella misurazione delle passività iscritte per smantellamenti, ripristini e passività similari.

Lo stesso principio si applica qualora si verifichi:

- “una modifica nell’impiego stimato di risorse che incorporano benefici economici (in termini di flussi finanziari) necessari per estinguere l’obbligazione;
- una modifica nel tasso di sconto di mercato corrente come definito nel paragrafo 47 dello IAS 37 (ivi inclusi le modifiche al valore temporale del denaro e i rischi specifici della passività;
- un incremento conseguente al passare del tempo [talvolta chiamato smontamento (“unwinding”) dell’attualizzazione]”.

La valutazione del cespite può avvenire mediante l’utilizzo di due metodi alternativi. Il metodo del costo prevede l’iscrizione del cespite al costo storico decurtato degli ammortamenti e di ogni altra riduzione di valore cumulata registrata nei periodi precedenti.

Il metodo della rideterminazione del valore prevede che dopo la prima rilevazione dell’immobilizzazione il bene dev’essere iscritto al *fair value* ossia al valore al quale l’attività o la passività patrimoniale possa essere venduta in una transazione tra parti consapevoli.

Per quanto concerne i costi di smantellamento ed eventuale bonifica occorre verificare se l’accantonamento effettuato è ancora coerente con l’indicazione della cosiddetta “miglior stima” richiesta dal principio contabile. Eventuali divergenze possono verificarsi per variazioni:

- nell’ammontare;
- nella tempistica dei flussi di cassa;
- nel tasso di attualizzazione.

In ogni situazione risulta necessario operare una rettifica dell’accantonamento dovuta ai maggiori o minori oneri finanziari relativi agli esercizi precedenti, andrà rilevata nel conto economico dell’esercizio nel quale si è verificata tale variazione.

In ragione di tali possibili variazioni sorge la necessità di adeguare il valore della passività latente con il relativo valore capitalizzato presente tra le attività dello stato patrimoniale.

Nell’ipotesi in cui si abbia una riduzione del valore della passività per effetto ad esempio dell’applicazione di nuove tecnologie e processi innovativi, la scrittura diverrebbe la seguente:

⁵⁵ International Financial Reporting Interpretations Committee, *Changes in Existing Decommissioning, Restoration and Similar Liabilities*, IFRIC, Maggio 2004.

F.do acc.to decommissioning <i>Storno f.do decommissioning per rettifica</i>	a Riserva non distribuibile <i>oneri stimati</i>	12
---	---	----

Ad eccezione della situazione in cui si operi una rivalutazione successivamente a precedenti svalutazioni, la riduzione della consistenza del fondo accantonamento avrà in contropartita un ricavo da imputare a conto economico. La scrittura pertanto è la seguente:

F.do acc.to decommissioning <i>rilevata sopravvenienza da riduzione oneri</i>	a Sopravvenienze attive <i>di dismissione stimati</i>	12
--	--	----

Qualora gli amministratori decidano di operare la valutazione delle poste contabili con il metodo del costo, la valorizzazione della quota di competenza dell'anno si otterrà con la seguente formula:

acc. to decommissioning cost

$$= \frac{\text{Valore attuale decommissioning cost} \pm \text{variazione stimata}}{\text{vita utile}}$$

Il metodo del costo prevede che i valori capitalizzati del cespite non subiscano alcuna variazione. Nell'ipotesi in oggetto la variazione nei valori contabili incide sulle sole quote di ammortamento rilevate e, pertanto, sul risultato reddituale dell'esercizio.

In omogeneità con la normativa internazionale, anche la normativa nazionale prevede che al termine di ogni esercizio venga effettuata una verifica circa la coerenza delle ipotesi iniziali formulate rispetto allo scenario prospettico emergente, con la possibilità di variare il valore dell'ammortamento imputato.

Un aspetto rilevante della normativa internazionale riguarda la stima dell'onere finanziario implicito e la relativa contabilizzazione.

Difatti in ogni bilancio sorge la necessità di adeguare il fondo in ragione delle variazioni registrate in riferimento al trascorrere del tempo. L'adeguamento del fondo dev'essere registrato con in contropartita la valorizzazione degli oneri finanziari il quale può essere determinato con la seguente formula:

$$\text{Oneri finanziari} = \text{Valore attuale decommissioning cost} \times i$$

Il valore imputato in ogni esercizio potrà subire variazione in ragione della stima del valore dei costi di *decommissioning*, del periodo nel quale verrà svolta l'attività ed infine del tasso di sconto applicato.

Nell'esempio numerico svolto, per il primo anno la scrittura sarà la seguente:

Oneri finanziati impliciti <i>quota interesse sul fondo</i>	a F.do decommissioning	10
--	------------------------	----

Volendo effettuare delle riflessioni conclusive è possibile confermare quanto osservato da Gervasio e Montani⁵⁶. I principi contabili italiani in oggetto sono caratterizzati, come del resto tutta la disciplina contabile, da un'ampia attenzione all'aspetto prudenziale ponendolo in primo piano rispetto a quello della competenza.

Tale attenzione emerge anche osservando gli importi degli accantonamenti ove l'accantonamento calcolato secondo gli OIC ha importo superiore rispetto l'ammortamento annuo, in quanto composto al suo interno da due componenti:

- una parte economica;
- una parte finanziaria.

La parte economica dell'accantonamento è assimilabile all'ammortamento imposto dagli IAS. Tali principi, prediligendo la competenza economica rispetto alla prudenza prevedono che il costo di smantellamento sia “*spalmato*” in ragione della durata della vita utile del bene al quale si riferisce. I principi nazionali, diversamente, sanciscono l'impossibilità di capitalizzazione degli oneri di *decommissioning* al momento dell'iscrizione in bilancio del cespite ma prevedono l'accantonamento al fondo oneri futuri. Inoltre la parte finanziaria è considerata solo in ambito internazionale ove il valore è determinato in funzione di variabili quali il tasso di rischio ed il costo del denaro che influiscono in maniera diretta o indiretta sul valore dell'ammontare accantonato.

2.3. Definizione di costi ambientali e di decommissioning

Una volta delineate brevemente le caratteristiche inerenti la contabilizzazione degli oneri di dismissione e di ripristino e le differenze tra normativa nazionale ed internazionale, risulta importante soffermarsi maggiormente nel dettaglio su alcuni temi che riguardano la contabilizzazione di fattispecie connesse alle attività di *decommissioning*. Nel presente capitolo saranno citati, a più riprese, i contributi forniti dal Pisani⁵⁷ soprattutto in ragione delle tematiche riguardanti l'oggetto della ricerca empirica condotta, le cui risultanze sono presentate nel capitolo successivo. Definito il concetto di *decommissioning* nel paragrafo precedente, sono esempi di tali attività quelle connesse con:

- la decontaminazione e smantellamento di una centrale di produzione di energia nucleare;
- la rimozione di impianti di estrazione del petrolio e di bonifica del campo estrattivo al termine delle attività;
- il ripristino di una miniera o di una cava rispetto alle condizioni precedenti all'inizio dell'attività estrattiva.

⁵⁶ D. Gervasio, D. Montani, *Il principio della trasparenza nella contabilizzazione dei costi di decommissioning e di bonifica del comparto eolico. Il contributo del conceptual Framework*, in Business and Management Sciences International Quarterly Review, volume 6 – n. 3/2015, Pavia, 2015.

⁵⁷ M. Pisani, *L'ambiente naturale nel bilancio di esercizio. Costi e passività ambientali*, Franco Angeli, Milano, 2002.

La caratteristica che contraddistingue tali attività ed i relativi oneri è che questi non possono essere evitati perché sono la naturale conseguenza dell'acquisto, della costruzione e/o dell'ampliamento di immobilizzazioni materiali e/o derivanti dal normale impiego dei beni nell'attività produttiva. Tali oneri si contraddistinguono dai costi di riparazione ambientale in quanto questi ultimi scaturiscono da contaminazioni territoriali conseguenti ad operazioni non coerenti con adeguate prassi operative.

2.4. L'iscrizione tra i valori del passivo nel bilancio di esercizio

Sebbene possa ritenersi ragionevole la contabilizzazione secondo quanto indicato nei paragrafi precedenti nei quali è effettuata una comparazione tra quanto previsto dalla normativa contabile nazionale ed internazionale, la prassi contabile in uso tra le imprese può non risultare univoca.

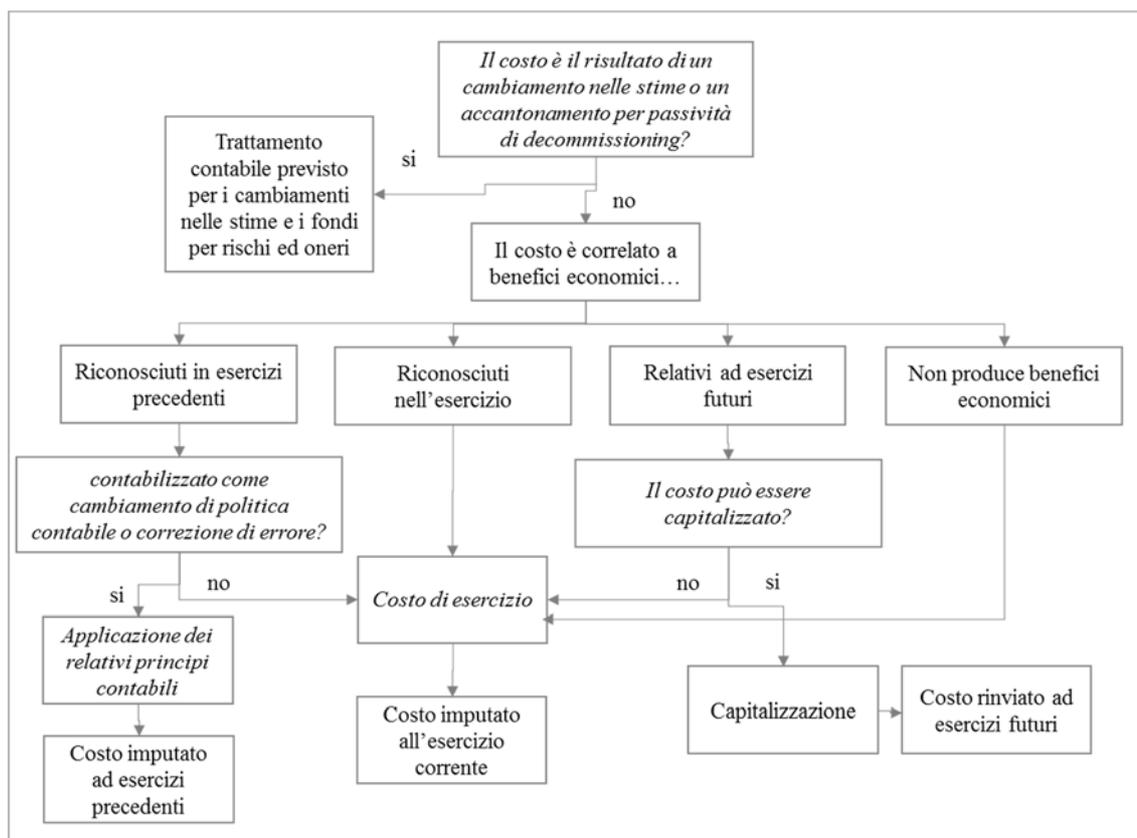
Si ritiene che alcune imprese non tengano in considerazione i futuri oneri di *decommissioning* rimandando la rilevazione al momento in cui le spese dovranno essere effettivamente sostenute.

In ambito internazionale, questo può accedere nell'ipotesi in cui si attribuisca ampia rilevanza a quanto indicato alla lettera *c* al paragrafo 14 dello IAS 37, ove si definisce che un accantonamento deve essere rilevato quando può essere effettuata una stima attendibile dell'ammontare dell'obbligazione. Considerando che tali oneri presentano non di raro ampio differimento temporale, gli scenari futuri sono dinamici ed in rapido mutamento come anche lo sviluppo tecnologico, alcune imprese ritengono di non dover rilevare alcun accantonamento. Dal punto di vista dottrinale questo comportamento può essere talvolta ricondotto e giustificato da "*ragioni politiche*" per le quali i redattori del bilancio possono avere un qualche interesse circa la quantità di reddito di periodo prodotto da indicare nel bilancio o sugli oneri futuri sui quali informare gli stakeholder.

Tra le imprese che considerano la ripartizione di tali oneri durante il periodo di vita utile dei cespiti, la modalità più diffusa prevede la capitalizzazione di tali oneri; in tal modo si procede con l'incremento del valore dei cespiti ai quali gli oneri si riferiscono, si iscrive in contropartita un apposito fondo del passivo atto a rappresentare l'onere futuro stimato per le operazioni di smantellamento, rimozione e ripristino del sito e, ad ogni esercizio, si attribuiscono le relative quote di ammortamento del valore del cespite. La quota di ammortamento risulta pertanto composta sia dal valore che rappresenta il depauperamento di valore del cespite stesso sia dalla quota relativa agli oneri futuri stimati, quest'ultima attribuita per competenza.

Al fine di comprendere se i costi di *decommissioning* possano essere ragionevolmente capitalizzati con il valore del cespite o imputati direttamente al conto economico dell'esercizio, la figura riportata di seguito cerca di sintetizzare un quadro logico da poter seguire per risolvere la questione.

Figura 2.2: *Trattamento contabile dei costi di decommissioning.*



Fonte: Adattato da M. Pisani, *L'ambiente naturale nel bilancio di esercizio. Costi e passività ambientali*, op. cit., p. 49.

Il tema dell'attribuzione del costo *decommissioning* all'esercizio in chiusura o la sua capitalizzazione può essere affrontato secondo quanto diffuso nella prassi anglosassone. Secondo tale modalità operativa, affinché si possa definire se un onere debba essere imputato all'esercizio in chiusura, la prassi anglosassone prevede che la questione possa essere risolta mediante l'applicazione del *matching principle*. Tale principio si fonda sul riconoscimento dei ricavi (*realization principle*) e, solo una volta che i ricavi di competenza dell'esercizio sono individuati, si procede a quantificare i correlati costi. Questi ultimi possono essere identificati secondo una teoria cosiddetta *funzionale*, secondo la quale un costo è la misura del *sacrificio* dei fattori produttivi impiegati nelle attività di gestione⁵⁸. In particolare, in riferimento alla realizzazione dei ricavi, questi dovrebbero essere rilevati "nel momento in cui ha luogo un incremento di benefici futuri comportante un incremento di attività o un decremento di passività che può essere valutato attendibilmente...per esempio l'incremento netto di attività derivante dalla vendita di beni o servizi o il decremento di passività conseguente alla remissione di un

⁵⁸ Sulla teoria funzionale si vedano in particolare le opere: D. Amodeo, *Ragioneria generale delle imprese*, Giannini, Napoli, 1990, pp. 209 e ss.; P. D'Alvise, *Principi e precetti per l'amministrazione economica delle aziende*, Cedem, Padova, 1932, p. 97.

debito da parte di un creditore"⁵⁹. Con l'accezione di ricavi "*realizzati*"⁶⁰ si considera l'aspetto economico prescindendo da considerazioni circa la dinamica finanziaria. La realizzazione di tale correlazione può essere determinata sulla base di differenti presupposti. Di seguito è riportato un approfondimento delle circostanze:

- correlazione diretta con specifiche produzioni identificabile sulla base di associazioni causa-effetto; questa risulta di immediata comprensione per alcuni costi come le materie prime e per gli oneri inerenti le provvigioni di vendita mentre, in alcune circostanze, tale relazione risulta meno immediata e pertanto è necessario procedere con la definizione di ipotesi;
- correlazione con la globale produzione realizzata nell'esercizio; tali oneri sono spesso riconducibili allo svolgimento di attività di supporto al business come ad esempio i costi amministrativi ed i costi generali. Tali tipologie di oneri, per le loro caratteristiche proprie, sono attribuibili alle singole produzioni indirettamente sulla base della formulazione di ragionevoli ipotesi. In queste circostanze, seppur risulta impossibile attribuire in maniera diretta i costi alle singole produzioni realizzate, risulta ragionevole ritenere che i ricavi complessivamente generati siano stati possibili in virtù del sostenimento di un determinato livello di costi generali e, pertanto, è possibile procedere con l'attribuzione al conto economico di periodo;
- per attribuzione immediata al conto economico; questo si verifica per tutti gli oneri sostenuti per l'acquisizione di fattori produttivi che si ritiene non possano produrre alcun beneficio futuro, anche nell'ipotesi in cui non sia possibile individuare alcuna associazione diretta o indiretta ai ricavi del periodo;
- per attribuzione mediante ripartizione tra molteplici esercizi per mezzo di considerazioni di carattere razionale e sistemico. Sono tipici esempi di costi che vengono imputati secondo tale modalità quelli inerenti gli impianti, i macchinari, i fabbricati ed i software. L'attribuzione si realizza mediante il ricorso a congetture, come l'ammortamento, al fine di poter determinare il reddito prodotto nell'esercizio. In queste circostanze si opera la cosiddetta capitalizzazione⁶¹. Affinché un elemento possa essere capitalizzato tra le

⁵⁹ International Accounting Standards Board, *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, IASCF, London, 2008, paragrafo 92.

⁶⁰ Per un approfondimento sui principi contabili internazionali in tema di ricavi si veda: International Accounting Standards Board, *IAS 18, Revenue*. Sul principio di realizzazione dei ricavi, per un approfondimento, si veda in particolare: R. N. Anthony, *Principi di contabilità aziendale*, Etas, Milano, 1992, pp. 49 e ss.; G. Galassi, *Il postulato della "realizzazione" nella dottrina aziendale nord americana*, in *Rivista dei Dottori commercialisti*, 1967, pp. 216 e ss.; A. Provasoli, *Il bilancio di esercizio destinato a pubblicazione*, Giuffrè, Milano, 1974, pp. 229-230.

⁶¹ Capitalizzare un costo significa considerarlo non come un componente negativo di reddito, bensì come un elemento attivo del capitale di funzionamento ed operare pertanto il suo rinvio agli esercizi successivi. Sul tema della capitalizzazione di un componente negativo di reddito si veda in particolare: G. Ferrero, F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu, *Contabilità e bilancio di esercizio*, Giuffrè, Milano, 2000, p. 272.

attività deve sussistere il presupposto dell'esistenza di potenziali benefici economici futuri per l'impresa. Per questo motivo, se i costi sostenuti o che si prevede possano doversi sostenere per l'acquisto o la produzione di attività materiali o immateriali, sono associati all'afflusso di probabili benefici economici futuri per l'impresa e questi sono misurabili in modo attendibile, si ritiene che questi siano capitalizzati ed imputati al reddito dei periodi nei quali tali benefici saranno ottenuti. Al contrario, se si ritiene improbabile che i costi sostenuti possano determinare benefici economici futuri all'impresa o che anche in presenza di tali benefici questi non siano misurabili in modo attendibile, essi dovranno essere iscritti a conto economico.

Per gli oneri di *decommissioning*, non di raro, risulta ragionevole operare la capitalizzazione degli stessi al fine di effettuare l'attribuzione pro quota agli esercizi nei quali si realizza la correlazione con i ricavi secondo il *matching principle*.

Contestualmente risulta altrettanto necessario prevedere in contropartita al valore dell'attivo il relativo fondo atto a rappresentare l'onere per l'estinzione dell'obbligazione futura. I principi contabili internazionali prevedono l'iscrizione di un fondo qualora si verifichino le seguenti condizioni⁶²:

- a) un'azienda ha un'obbligazione in corso (legale o implicita) quale risultato di un evento passato;
- b) si ritiene che sarà necessario l'impiego di risorse atte a produrre benefici economici per adempiere all'obbligazione;
- c) può essere effettuata una stima attendibile dell'ammontare dell'obbligazione.

In riferimento ai singoli elementi evidenziati risulta necessario effettuare delle brevi considerazioni. Per quanto concerne la lettera a), al fine di verificare la presenza di un'obbligazione attuale, è necessario verificare che:

- alla data del bilancio esista un dovere o responsabilità nei confronti di terzi;
- non vi sia la possibilità di evitare l'adempimento;
- la causa originaria che ha determinato il sorgere dell'onere si è già verificata.

La responsabilità nei confronti di terzi può essere determinata da un'obbligazione legale quando prevista da normativa di legge, regolamenti o contratti o, diversamente, implicita qualora derivi da particolari circostanze che hanno fatto sorgere nei terzi la "ragionevole certezza" che l'impresa adempirà a tali oneri. Tale iscrizione dovrebbe avvenire nel bilancio del primo esercizio ove si osserva la presenza dell'obbligazione. Tale identificazione non risulta sempre agevole e pertanto è necessario distinguere tre differenti circostanze:

1. obbligazioni sorte al momento dell'acquisto o per effetto della costruzione di un'immobilizzazione materiale. Un esempio di simili obbligazioni riguarda,

⁶² Cfr. International Accounting Standards Board, *IAS 37 Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets*, paragrafo 14.

per un'impresa di distribuzione di carburanti, la rimozione dei serbatoi necessari allo stoccaggio dei prodotti. In tale circostanza appare ragionevole considerare come primo esercizio quello ove si è proceduto all'installazione del cespite. Questo risulta ragionevole a prescindere dall'inizio delle attività produttive dello stesso in quanto la rimozione dovrà essere effettuata anche se non dovesse mai verificarsi l'entrata in funzionamento. Frequentemente tali obbligazioni non mutano con lo svolgimento delle attività produttive sebbene si possa assistere a delle variazioni nelle stime durante la vita utile dell'immobilizzazione;

2. obbligazioni sorte durante il normale utilizzo di un'immobilizzazione materiale; in tale circostanza è necessario comprendere se l'obbligazione sorge per effetto di un titolo giuridico che impone la realizzazione di interventi di bonifica o per effetto di contaminazioni ambientali prodotte dal normale funzionamento degli impianti durante l'attività di produzione. Un esempio di obbligazioni sorte durante il normale utilizzo riguarda l'ottenimento di una concessione per la realizzazione di una discarica con il successivo deposito di rifiuti. Se si dovesse aderire all'ipotesi di iscrizione in virtù del titolo giuridico che determina il sorgere dell'obbligazione si dovrebbe costituire un fondo già nel momento in cui avviene l'ottenimento della concessione prescindendo da ogni considerazione circa l'effettivo inizio dell'attività di deposito dei materiali da smaltire. Le attuali norme contabili disciplinano tale tematica ritenendo che sia requisito necessario per l'iscrizione del fondo la sussistenza di un evento passato⁶³, verificatosi prima della chiusura dell'esercizio. Considerando quale aspetto determinante per il sorgere dell'obbligazione la contaminazione effettivamente provocata sul sito per effetto dello svolgimento dell'attività, il fondo dovrebbe essere costituito durante la vita utile del bene in ragione del grado di inquinamento prodotto. In questa situazione si possono distinguere due differenti circostanze. Nella prima, prendendo ad esempio il caso di una discarica destinata alla raccolta di rifiuti, l'obbligazione incrementa il proprio valore proporzionalmente all'utilizzo dell'immobilizzazione. Nella seconda circostanza, come ad esempio nell'ipotesi della realizzazione di una centrale nucleare, l'onere futuro si forma per la maggioranza del proprio importo nei primi anni di operatività della centrale stessa.
3. obbligazioni sorte durante il normale utilizzo di una risorsa e per effetto dell'entrata in vigore di nuove norme, regolamenti o modifiche nei contratti; queste possono riguardare sia la rimozione delle immobilizzazioni al termine della loro vita utile sia il ripristino delle condizioni del sito ove

⁶³ Cfr. International Accounting Standards Board, *IAS 37 - Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets*, paragrafo 14.

l'immobilizzazione era precedentemente localizzata. In tale circostanza è necessaria la costituzione di un fondo nel passivo per gli oneri che si prevede dovranno essere sostenuti per le attività di smantellamento e di ripristino solo in ragione delle contaminazioni che si sono verificate sino alla data di chiusura dell'esercizio.

Le tre ipotesi descritte mostrano come il fondo di *decommissioning* possa accogliere valori che derivano da fattispecie differenti (rimozione attività installate, contaminazioni avvenute) e che rispondono pertanto a cause eterogenee per effetto delle quali si determina il sorgere dell'obbligazione.

2.5. La valorizzazione iniziale delle passività di rimozione e ripristino ambientale

Per le attività di rimozione delle immobilizzazioni materiali e per gli oneri di ripristino dei siti spesso non sono disponibili prezzi di mercato per stimare il valore di cessione al fine di ottenere la valorizzazione al *fair value* della passività. In queste circostanze è possibile procedere alla sua determinazione utilizzando la tecnica del valore atteso attualizzato attraverso il quale è possibile giungere ad una stima del valore dell'obbligazione futura. Per determinare il valore attuale di una passività è necessario considerare congiuntamente i seguenti elementi⁶⁴:

- a) una stima dei futuri flussi di cassa, o nelle circostanze più complesse di un intervallo di futuri flussi di cassa esigibili nei molteplici periodi futuri;
- b) le attese circa le possibili variazioni negli importi e nei tempi di tali flussi di cassa;
- c) il valore monetario del tempo rappresentato da un tasso di interesse privo di rischio;
- d) il prezzo relativo alle incertezze caratterizzanti la passività oggetto di stima;
- e) altri fattori, talvolta non identificabili, incluse le condizioni non sufficienti di liquidità e le imperfezioni del mercato.

Per la determinazione del *fair value* di una passività possono essere utilizzate due differenti metodologie. La prima, suggerita dal FASB⁶⁵, prevede la determinazione del valore attuale atteso dei probabili flussi di cassa futuri ed impiegando, per l'attualizzazione, il tasso di interesse privo di rischio opportunamente adattato per tenere conto del merito di credito; le incertezze circa i futuri flussi di cassa sono, in tal modo,

⁶⁴ Cfr. Financial Accounting Standards Board, Statement of Financial Accounting Concepts No. 7, *Using Cash Flow Information and Present Value in Accounting Measurements*, FASB, Norwalk, CT, February 2000, paragrafo 23.

⁶⁵ Cfr. Financial Accounting Standards Board, Statement of Financial Accounting Concepts No. 7, *Using Cash Flow Information and Present Value in Accounting Measurements*, FASB, Norwalk, CT, February 2000, paragrafo 39. Per un approfondimento si veda: D. T. Meeting, R. W. Luecke, L. Garceu, *Future Cash Flow Measurement*, in *Journal of Accountancy*, October 2001, pp. 57-67.

considerate nella stima dei flussi di cassa stessi che vengono quantificati con il metodo probabilistico. La seconda metodologia, cosiddetta “*tradizionale*”, si fonda sulla stima dei flussi di cassa futuri e prevede l’utilizzo di un tasso di sconto idoneo a rappresentare i rischi e le incertezze gravanti sui flussi di cassa; in tal modo i rischi e le incertezze sono apprezzabili in virtù del tasso determinato.

Pertanto, secondo la prima metodologia, una volta stimato l’intervallo di flussi di cassa giudicati plausibili, il valore da attualizzare è dato dalla sommatoria del prodotto di ogni flusso ritenuto ragionevolmente prevedibile nella sua realizzazione e la relativa probabilità di manifestazione. A questo punto, ottenuti i valori dei flussi già contenenti l’elemento “*incertezza*”, questi possono essere attualizzati ad un medesimo tasso *risk free*. La stima di tale tasso deve comunque considerare il merito di credito dell’impresa⁶⁶. Il tasso di interesse *risk free* risulta essere quello di investimenti monetari essenzialmente privi di rischio, con scadenza coincidente a quelle dei flussi di cassa stimati che sono necessari per adempiere alla rimozione degli impianti ed al ripristino del sito⁶⁷. Considerando che tale metodologia è volta alla determinazione del cosiddetto *fair value*, occorre integrare le risultanze ottenute dall’applicazione della metodologia con riflessioni basate su ipotesi ragionevoli, verificabili e che non trascurino fondate evidenze che una parte terza, indipendente ed interessata alla conclusione della cessione, effettuerebbe nella stima dei propri flussi di cassa; tale integrazione può essere esclusa nella sola ipotesi in cui tale valutazione comporti numerose difficoltà e costi eccessivi⁶⁸. L’utilizzo di tale modalità, pur discostandosi da una vera e propria osservazione del mercato per l’indagine dei prezzi di cessione praticati, non può prescindere dalla considerazione di tutte le informazioni presenti nello stesso per la determinazione dei singoli elementi di costo e, pertanto, dei futuri flussi di cassa futuri in uscita. Si riportano di seguito degli esempi di considerazioni rispetto alle quali è necessario formulare ipotesi⁶⁹:

- i costi che un fornitore esterno dovrebbe sostenere per realizzare le attività di rimozione dei cespiti e di ripristino del sito;
- altri aspetti che un fornitore esterno includerebbe nei ragionamenti volti alla determinazione del prezzo. Sono esempi di elementi da includere nelle considerazioni quelli inerenti lo scenario dei tassi di interesse e di inflazione, le spese generali, eventuali oneri tributari sulla rimozione degli impianti, l’evoluzione del contesto tecnologico e la considerazione del proprio margine di profitto per l’attività in oggetto;

⁶⁶ Cfr. Financial Accounting Standards Board, *Statement of Financial Accounting Concepts No. 143 - Accounting for Asset Retirement Obligations*, FASB, Norwalk, CT, June 2001, paragrafi 9, 21A.

⁶⁷ Cfr. Financial Accounting Standards Board, *Statement of Financial Accounting Concepts No. 143 - Accounting for Asset Retirement Obligations*, op. cit., paragrafo A21.

⁶⁸ Cfr. Financial Accounting Standards Board, *Statement of Financial Accounting Concepts No. 143 - Accounting for Asset Retirement Obligations*, op. cit., paragrafo 9.

⁶⁹ Cfr. Financial Accounting Standards Board, *Statement of Financial Accounting Concepts No. 143 - Accounting for Asset Retirement Obligations s*, op. cit., paragrafo A20.

- gli scenari prevedibili e le relative variazioni nell’ammontare dell’onere e nelle tempistiche nelle quali le attività di smantellamento dovranno essere compiute;
- l’individuazione delle incertezze di cui una parte terza si farebbe carico nell’adempimento dell’obbligazione al fine di stimare il più probabile premio per il rischio sopportato.

La considerazione di tali aspetti dev’essere condotta solo successivamente alla stima di un intervallo di valori che rifletta una valutazione di mercato in ragione dei tempi e dei costi da sostenere per l’adempimento dell’obbligazione. Iniziare ogni ragionamento dalla quantificazione dei costi anziché dei flussi di cassa probabili può condurre a delle distorsioni almeno per due possibili ordini di motivi.

Il primo riguarda il dubbio circa la considerazione del mero costo incrementale che sosterebbe un terzo per il ripristino o una valorizzazione al costo pieno con la considerazione anche di una quota di costi generali.

Il secondo motivo riguarda la modalità di estinzione dell’obbligazione ove devono essere effettuate ipotesi sullo svolgimento dell’attività da parte di fornitori esterni o preferendo la realizzazione di tali attività in economia.

Avendo trattato al paragrafo precedente l’identificazione dell’onere ed in questo paragrafo la sua valorizzazione iniziale, risulta necessario effettuare una precisazione. Nella fase di riconoscimento del fondo l’*incertezza* riguarda il grado di manifestazione e di avveramento futuro dell’onere. In tale fase è necessario stabilire un criterio per determinare “*se*” e “*quando*” iscrivere in bilancio la passività potenziale. Pertanto, la probabilità riguarda il grado di verificabilità dell’evento futuro che potrà comportare la concreta manifestazione dello svantaggio nei periodi successivi. Nella fase di valutazione di un fondo il fattore *incertezza* concerne gli importi ed i tempi dei futuri flussi di cassa da corrispondere per adempiere all’obbligazione per la quale è già stata stimata la probabilità di manifestazione. In tale fase il termine probabile si riferisce alla data ed agli importi dei differenti elementi che compongono i flussi di cassa⁷⁰. Tale precisazione risulta rilevante in quanto nella seconda fase devono essere valutati solo i flussi di cassa che nella prima fase sono risultati probabili e trascurati quelli giudicati come improbabili.

2.6. Le valutazioni successive delle passività di rimozione e ripristino del sito

Al termine di ogni esercizio il valore dei fondi iscritti per lo smantellamento dei cespiti e per il ripristino dei siti dev’essere aggiornato. Tale aggiornamento può avvenire operando secondo due differenti approcci:

- effettuando una nuova valutazione (*fresh-start measurement*);
- aggiornando la precedente valutazione (*interest method of allocation*).

⁷⁰ Cfr. M. Pisani, *L’ambiente naturale nel bilancio di esercizio. Costi e passività ambientali*, op. cit., p. 324.

Sebbene entrambi gli approcci presentino punti di forza e di debolezza, la normativa internazionale suggerisce l'applicazione dell'aggiornamento della precedente valutazione al fine di limitare gli effetti della volatilità sui risultati reddituali di esercizio che tale aggiornamento può produrre⁷¹. Elevati livelli di volatilità si verificano soprattutto in ragione del fatto che l'effettuazione di una nuova valutazione implica l'attualizzazione dei flussi al tasso corrente con ineliminabili effetti di depressione del risultato di periodo qualora vi sia un incremento del costo del denaro. Effetto diametralmente opposto, ma che non scongiura la volatilità del risultato di esercizio, si verifica in presenza di un decremento del costo del denaro ovvero sia di in presenza di una riduzione dei tassi di interesse che conduce verso un conseguente ampliamento del risultato di periodo.

Considerata dunque la preferenza per l'aggiornamento della valutazione del fondo in oggetto piuttosto dell'effettuazione di una nuova valutazione, questo dev'essere effettuato considerando le variazioni che intervengono nella passività sia per effetto del trascorrere del tempo sia in ragione dei mutamenti avvenuti nella stima dei tempi e nell'ammontare dei flussi di cassa originariamente stimati prima dell'attualizzazione.

Per effettuare l'aggiornamento è necessario seguire un processo logico che prevede, nella prima fase, l'effettuazione della rivalutazione del fondo derivante dal trascorrere del tempo. Solo nella fase successiva è previsto che venga effettuata la revisione dei flussi di cassa e dei tempi relativi alla loro manifestazione rispetto a quanto inizialmente stimato. Nell'ipotesi in cui il fondo sia stato costituito per la copertura di oneri necessari per effettuare il ripristino del sito a causa di contaminazioni ambientali, il valore del fondo avrà una composizione cosiddetta "*a strati*". Procedendo con la revisione della stima, sia gli strati formati sino al momento della revisione sia lo strato dovuto ad accantonamento dell'esercizio dovranno essere attualizzati utilizzando il medesimo tasso di sconto.

Considerando che la valutazione del *fair value* di un fondo può essere effettuata sia con l'approccio del "*valore attuale atteso*" della passività potenziale sia mediante la deduzione del valore in ragione dei prezzi di mercato, appare interessante effettuare delle riflessioni circa il sopraggiungere di situazioni che comportano la necessità di procedere ad un aggiornamento della precedente valutazione.

Qualora la valutazione sia avvenuta con l'impiego del "*valore attuale atteso*", una prima ragione di modifica può riguardare i cambiamenti derivanti dal trascorrere del tempo. Quando un fondo di smantellamento e rimozione di immobilizzazioni materiali è iscritto al valore attuale atteso dei flussi di cassa, il valore iniziale di iscrizione deve essere incrementato in ogni esercizio per tenere conto del trascorrere del tempo stesso utilizzando il tasso impiegato per la valutazione della prima iscrizione del fondo in bilancio. Anche in tale circostanza risulta indicato l'utilizzo del tasso *risk free*, opportunamente adattato ed idoneo a realizzare una ripartizione sistematica degli effetti

⁷¹ Cfr. Financial Accounting Standards Board, *Statement of Financial Accounting Concepts No. 143 - Accounting for Asset Retirement Obligations*, op. cit., paragrafi 14 - B51.

del rischio di credito lungo tutta la durata dell'esistenza della passività futura. Questo comportamento permette di mantenere un certo grado di coerenza rispetto a quanto effettuato in sede di prima iscrizione nel passivo dello stato patrimoniale dell'onere futuro. Nella fase di aggiornamento della valutazione è importante sottolineare come l'obiettivo non riguarda l'effettuazione di una stima del *fair value* bensì il mero aggiornamento della stima precedentemente effettuata. È bene precisare che qualora l'ammontare del fondo risulta esser stato costituito a "strati" è necessario che l'aggiornamento del valore venga effettuato separatamente su ogni "strato", sempre utilizzando il medesimo tasso applicato per la determinazione di ciascuno di essi. Una volta determinata la variazione dei singoli "strati" del fondo, l'importo della rivalutazione dev'essere iscritto nel conto economico dell'esercizio distinguendo la parte operativa da quella finanziaria. Si sottolinea che la componente di onere finanziario dev'essere integralmente attribuita al conto economico di periodo senza poter procedere ad alcuna capitalizzazione dell'onere.

Considerata la necessità di operare la revisione della stima per effetto del trascorrere del tempo, una seconda ragione per la quale risulta necessario operare una revisione della stima del fondo per smantellamenti e ripristini del sito concerne eventuali cambiamenti della stima dei flussi di cassa. Il principio contabile disciplina che, nell'ipotesi in cui si verificano dei cambiamenti nella stima del valore degli oneri di futura manifestazione, il valore del fondo dev'essere adeguato in modo tale da essere sempre idoneo a rappresentare la "migliore stima"⁷².

Mutamenti nella stima dei flussi di cassa possono originare da variazioni nei periodi in cui la manifestazione degli stessi è prevista oppure dal verificarsi di circostanze non previste al tempo della prima valutazione che determinano l'incoerenza tra le circostanze attuali e le ipotesi formulate al tempo per la stima. Sono esempi di sopravvenute circostanze al tempo non prevedibili o previste l'entrata in vigore di normative che prevedono differenti modalità di dismissione delle immobilizzazioni in essere oppure le attività da compiere al momento del ripristino del sito produttivo o da modifiche derivanti dallo sviluppo di nuove tecnologie o, ancora, dalla presenza sul mercato di nuove informazioni circa la possibile evoluzione dei tassi di inflazione.

A prescindere dalle ragioni che determinano la necessità di una revisione nella stima, l'aggiornamento della valutazione non dev'essere volto alla valutazione di un nuovo *fair value* bensì è opportuno solo riverificare il piano di ammortamento precedentemente redatto al fine di renderlo idoneo a recepire le sopravvenute circostanze. In dottrina, al fine di pervenire alla migliore stima, è presente la possibilità di operare secondo almeno tre differenti modalità⁷³:

⁷² Cfr. International Accounting Standards Board, *IAS 37 - Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets*, op. cit., paragrafo 59.

⁷³ Cfr. M. Pisani, *L'ambiente naturale nel bilancio di esercizio. Costi e passività ambientali*, op. cit., pp. 333 e ss.

- metodo retrospettivo (*retrospective approach*). Tale metodo risulta essere quello più preciso, completo e complesso sebbene in contrasto con la normativa internazionale. Per l'applicazione si utilizza un nuovo tasso di interesse effettivo basato sul valore originario del fondo, gli attuali flussi di cassa alla data del cambiamento ed i rimanenti flussi di cassa stimati. L'importo del fondo viene modificato per essere coerente con il nuovo valore attuale dei flussi di cassa che hanno subito il cambiamento nella stima, i quali devono essere attualizzati al nuovo tasso di interesse effettivo;
- metodo misto prospettico/retrospettivo (*catch-up o true-up approach*). L'applicazione di tale metodo presuppone che il valore del fondo venga modificato alla data in cui si accerta la sua variazione per essere adattato al nuovo valore attuale dei flussi di cassa che hanno subito la modifica della stima, attualizzati al medesimo tasso applicato al momento della valutazione iniziale. Il tasso applicato è pertanto sempre quello *risk free* opportunamente adattato in ragione del merito di credito dell'impresa. Poiché il tasso di attualizzazione da impiegare è il medesimo utilizzato per la valutazione iniziale del fondo, tale metodo permette, nell'ipotesi in cui si verifichi una variazione nella tempistica o nell'importo dei flussi di cassa stimati, di isolare l'effetto derivante dalla modifica dei flussi finanziari stimati. La metodologia indicata considera che il cambiamento nella stima dei flussi di cassa avvenga al termine dell'esercizio. Per tale ragione è necessario determinare il valore degli interessi derivanti dal trascorrere del tempo sul valore del fondo esistente al termine dell'anno precedente. Il valore per il quale andrà aggiornato il fondo risulta la differenza tra l'importo del fondo al momento del cambiamento nella stima dei flussi di cassa ed il valore attuale atteso del fondo considerando la nuova stima dei flussi di cassa. Per gli anni successivi al cambiamento della stima è possibile procedere con la capitalizzazione del fondo al medesimo tasso impiegato per la valorizzazione iniziale. Nell'ipotesi in cui il valore del fondo si alimenti in modo progressivo durante molteplici esercizi e non risulti possibile definire quale quota della passività è influenzata dal cambiamento nella stima dei flussi di cassa, è possibile utilizzare un tasso di attualizzazione medio che sintetizzi il cambiamento della stima⁷⁴. Il punto di forza del metodo misto riguarda la possibilità che il valore del fondo rappresenti sempre il valore attuale dei rimanenti flussi

⁷⁴ Cfr. Financial Accounting Standards Board, *Exposure Draft - No. E-155, Proposed Statement of Financial Accounting Standards, Accounting for obligations associated with the retirement of long-lived asset*, FASB, Norwalk, CT, February 2000, paragrafo 25.

di cassa, attualizzati al tasso di interesse inizialmente stabilito. L'utilizzo del medesimo tasso di interesse costituisce, viceversa, il punto di debolezza del metodo in quanto questo impedisce di aggiornare il *fair value*, al momento della variazione nella stima, recependo anche le eventuali variazioni avvenute nei tassi di mercato;

- metodo prospettico (*prospective approach*). Secondo tale metodo è necessario procedere alla determinazione di un nuovo tasso di interesse effettivo sulla base del valore corrente del fondo e dei rimanenti flussi di cassa. Questo nuovo tasso permette di stimare gli effetti derivanti dal trascorrere del tempo a partire dalla data in cui si verifica il cambiamento nella stima dei flussi di cassa. L'applicazione del metodo in oggetto risulta asimmetrica a seconda che il cambiamento della stima produca delle variazioni in aumento o in diminuzione nei flussi di cassa non attualizzati ed inizialmente stimati⁷⁵. Variazioni in aumento dei flussi di cassa non attualizzati devono essere scontate utilizzando un tasso di interesse corrente adattato in regione al merito di credito dell'impresa e pertanto determinato al momento in cui avviene il cambiamento della stima. Variazioni in diminuzione dei flussi di cassa non attualizzati devono essere scontate utilizzando il tasso di interesse utilizzato nella valutazione iniziale della passività di *decommissioning*. Tale differenza di comportamento, a seconda che le variazioni siano in aumento o in diminuzione, deriva dal presupposto che i cambiamenti nella stima di un fondo di smantellamento e ripristino ambientale risultino da una revisione ed aggiornamento delle ipotesi formulate al momento della valutazione iniziale. L'applicazione di tale metodo risulta senz'altro caratterizzato da un buon grado di semplicità ma presenta il limite di trasparenza circa l'effetto del cambiamento avvenuto nei flussi di cassa stimati. Questo in quanto il tasso di interesse effettivo non è collegato né al tasso utilizzato al momento della valutazione iniziale né al tasso corrente di mercato.

Differentemente dalle ipotesi nelle quali la valutazione del valore del fondo avviene al *fair value* determinato come “*valore attuale atteso*” della passività potenziale, la valutazione al *fair value* può avvenire mediante l'osservazione dei prezzi di mercato. Qualora esistano dei prezzi di mercato idonei alla determinazione del valore dell'obbligazione di rimozione dei cespiti e ripristino del sito, sorge la necessità di comprendere se la “*miglior stima*”, come definita in ambito internazionale, si ottenga considerando i soli valori correnti necessari per l'estinzione dell'obbligazione alla data del bilancio e pertanto senza dover effettuare alcuna attualizzazione o, differentemente,

⁷⁵ Cfr. Financial Accounting Standards Board, *Statement of Financial Accounting Concepts No. 143 - Accounting for Asset Retirement Obligations*, op. cit., paragrafo 15.

anticipando i valori futuri da sostenere alla data della definitiva estinzione dell'obbligazione. Coerentemente con quanto previsto dal FABS per le valutazioni successive ottenute come valore attuale atteso dei flussi di cassa, anche per il *fair value* ottenuto dai prezzi di mercato è possibile effettuare un aggiornamento della prima valutazione. Operando in tal modo è necessario calcolare, al termine di ogni esercizio, l'onere per l'interesse derivante dal trascorrere del tempo; successivamente è necessario rilevare gli eventuali cambiamenti nella stima dei flussi di cassa conseguenti a variazioni intervenute nei prezzi di mercato. A tal fine è possibile procedere secondo quanto di seguito indicato⁷⁶:

- determinare i futuri flussi di cassa non attualizzati relativi all'adempimento dell'obbligazione di rimozione, capitalizzando il prezzo di mercato rilevabile nel periodo al tasso di interesse presente del medesimo periodo;
- i flussi di cassa determinati in tal modo sono scontati al tasso inizialmente utilizzato (ovverosia il tasso *risk free* opportunamente adattato per considerare il merito di credito) al fine di ottenere il valore attuale; il valore così ottenuto rappresenta il valore del fondo di *decommissioning* al termine di ciascun periodo;
- l'importo dell'interesse è determinato, per ciascun periodo, applicando il tasso di interesse iniziale al valore che il fondo aveva al termine del periodo precedente;
- l'importo risultante dalla differenza tra i flussi di cassa non attualizzati alla fine del periodo precedente, rappresenta il cambiamento nella stima dei flussi di cassa intervenuto nel periodo.

A questo punto, l'importo ottenuto può essere attualizzato seguendo il metodo misto prospettico/retrospettivo o il metodo prospettico secondo quanto indicato in tema di *fair value* ottenuto come valore attuale atteso dei flussi di cassa.

2.7. Le coperture assicurative sulle attività di decommissioning ed i ricavi attesi dall'eliminazione del bene

Per la realizzazione di determinati investimenti ove sono previsti oneri di *decommissioning*, la legge o le condizioni contrattuali possono imporre la fornitura di determinate garanzie sulle attività di smantellamento e rimozione delle immobilizzazioni che dovranno essere effettuate. Le garanzie sono volte a dimostrare che l'impresa possiede la disponibilità di risorse finanziarie idonee all'adempimento dell'obbligazione di *decommissioning*. Queste possono essere di differenti forme e possono essere garanzie di tipo reale o personale⁷⁷. La costituzione di opportune garanzie ed assicurazioni non

⁷⁶ Cfr. M. Pisani, *L'ambiente naturale nel bilancio di esercizio. Costi e passività ambientali*, op. cit., pp. 342.

⁷⁷ In riferimento all'inadempimento delle obbligazioni ed alle relative garanzie, per un approfondimento si veda in particolare: B. Troisi, *Diritto civile. Lezioni*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2015, pp. 315 e ss.

determina l'estinzione dell'obbligazione e pertanto il valore del fondo non può essere ridotto in ragione del valore delle coperture costituite⁷⁸. Ad ogni modo è possibile tenere conto degli effetti delle garanzie o assicurazioni acquisite al fine di adattare opportunamente il tasso privo di rischio utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa stimati. Pertanto, la considerazione di tali effetti sussiste anche nell'ipotesi in cui queste vengano modificate traducendosi in una conseguente variazione della stima del fondo inizialmente effettuata.

L'adempimento di un'obbligazione di *decommissioning* non di raro prevede di ricevere recuperi ed indennizzi da parte di terzi. Tali indennizzi possono aver origine da contributi ricevuti da enti pubblici volti alla promozione delle attività di ripristino o da assicurazioni stipulate sulle attività in oggetto. In tali circostanze si pone il problema circa la considerazione o meno di tali recuperi nella quantificazione del valore del fondo. In queste circostanze occorre distinguere tra:

- ricavi attesi derivanti dalla vendita delle immobilizzazioni. In questa situazione si ritiene opportuno risolvere la problematica secondo quanto stabilito dal principio di correlazione tra i costi ed i ricavi (*matching principle*). In particolare, se i costi si presume che saranno sostenuti per riparare i danni provocati durante la fase operativa si ritiene ragionevole che questi vengano ripartiti tra gli esercizio di attività e che non si tengano in considerazione i ricavi potenziali derivanti dalle alienazioni attese⁷⁹.
- valore residuo al termine della vita utile delle immobilizzazioni. Nell'ipotesi in cui le immobilizzazioni si caratterizzino per vita utile determinata, il valore residuo del bene non deve essere considerato nella stima del fondo in quanto il valore del cespite dev'essere capitalizzato al netto di tale ricavo potenziale. Differentemente, per le immobilizzazioni la cui vita utile è illimitata il valore residuo non dev'essere preso in considerazione in quanto esse, solitamente, non sono sottoposte ad ammortamento.
- rimborsi ed indennizzi da parte di terzi. Nell'ipotesi in cui per le attività di *decommissioning* riceva delle risorse da parte di terzi a titolo di rimborsi o di indennizzi si ritiene ragionevole considerare tale valore tenendo opportunamente conto di quali circostanze fanno venire meno tale obbligo da parte di terzi.

⁷⁸ Cfr. Financial Accounting Standards Board, Statement of Financial Accounting Concepts No. 143, *Accounting for Asset Retirement Obligations*, FASB, Norwalk, CT, June 2001, paragrafo 16.

⁷⁹ Cfr. International Accounting Standards Board, *IAS 37 - Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets*, op. cit., paragrafi 51-52.

Capitolo 3

I fondi oneri e rischi per smantellamenti, ripristini e bonifiche nelle società quotate italiane

3.1. Considerazioni sull'oggetto della ricerca empirica

Una volta esaminate, senza alcuna pretesa di esaustività, le peculiarità dell'informazione esterna d'impresa e la normativa contabile con particolare riferimento ai costi di *decommissioning*, risulta ora necessario un approfondimento circa l'approccio metodologico che verrà utilizzato nelle fasi successive del lavoro.

Lo studio di tematiche economico-aziendalistiche non può prescindere dalla considerazione dalle proposte formulate da Gino Zappa durante il discorso che tenne in occasione dell'inaugurazione dell'anno accademico al Reale Istituto Superiore di Scienze Economiche e Commerciali di Venezia (attualmente università Ca' Foscari) nel 1926 ove furono presentate le “*tendenze nuove negli studi di ragioneria*”. Questo intervento ha determinato una significativa rottura con gli studi precedenti sia per quanto riguarda l'oggetto di studio sia in riferimento al metodo di ricerca.

Secondo Zappa, l'oggetto di approfondimento della scienza dell'amministrazione economica non può essere scisso, come da prassi consolidata ed in uso fino a quel momento, in tematiche inerenti la gestione, l'organizzazione e la rilevazione dei fatti contabili, quest'ultima da effettuarsi con l'applicazione delle tecniche della ragioneria. La sua proposta sull'approfondimento delle tematiche della scienza dell'amministrazione ha ad oggetto lo studio di fenomeni che devono essere approfonditi secondo una visione strettamente connessa ed unitaria, senza però sconfessare le specificità delle tre aree⁸⁰.

Sino alla presentazione di “*tendenze nuove*” il metodo di ricerca applicato ai fenomeni dell'amministrazione economica era analogo a quelli utilizzati nelle scienze naturali ove venivano ricercate le “*leggi universali ed immutabili che governano i fenomeni*”. Il superamento di tale concezione permette l'attribuzione di un ruolo centrale al metodo di ricerca ed alla sensibilità del ricercatore piuttosto che all'oggetto stesso di analisi. Le innovazioni dello Zappa, in riferimento all'oggetto ed al metodo di ricerca, hanno permesso, negli anni più recenti, ulteriori considerazioni e sviluppi della dottrina economico aziendale. In particolare, Onida nella sua opera sul metodo di ricerca afferma che esso può riguardare “*la reale organizzazione e la condotta delle aziende*”⁸¹. L'individuazione degli aspetti circa la reale organizzazione ed i comportamenti adottati

⁸⁰ Malgrado si possa osservare come il pensiero scientifico sia mutato in ragione delle riflessioni di Gino Zappa si deve ritenere che questo sia l'erede del pensiero scientifico precedente. In ambito scientifico “*è impressionante vedere quante posizioni di pensiero sono state corrette, superate, sconfessate ed abbandonate. Esse tuttavia non sono scomparse senza lasciar traccia, giacché servono di fondamenta a strutture più resistenti*”. J. Jastrow, *Storia dell'errore umano*, traduzione italiana, Mondadori, Milano, 1941, p. 22.

⁸¹ P. Onida, *Le discipline economico-aziendali: oggetto e metodo*, Giuffrè, Milano, 1947.

dalle aziende fa emergere la percezione della propria consapevolezza sul fatto che i comportamenti adottati sono orientati verso modalità operative maggiormente coerenti con il raggiungimento dei propri fini. Tale riflessione pone in evidenza la natura sia normativa sia positiva della ricerca scientifica.

Il presente lavoro considera entrambi gli aspetti, sia l'impresa come definita in ambito normativo sia le concrete modalità di comportamento adottate delle imprese nella redazione dell'informativa esterna.

Infatti, il bilancio d'esercizio, quale strumento principale di informazione esterna d'impresa mira a fornire, prendendo a prestito le parole del legislatore italiano, una rappresentazione chiara, veritiera e corretta della situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'azienda in funzionamento⁸². La redazione del bilancio si fonda sui principi cardine la normativa giuridica, i postulati, gli standard e le procedure contabili volte a rendere omogenea l'informativa fornita ai vari soggetti a diverso titolo interessati, al fine di soddisfare le personali attese conoscitive necessarie per poter alimentare il proprio processo decisionale.

L'analisi svolta nelle fasi precedenti del presente lavoro risulta pertanto solo parziale in quanto gli aspetti di carattere normativo devono essere opportunamente integrati da ragionamenti di tipo positivo volti a fornire una rappresentazione circa l'evidenza empirica.

La parzialità dell'analisi meramente normativa o precettiva è rilevata anche dallo stesso Onida il quale afferma *“In quanto la condotta economica dell'azienda è determinata dalla volontaria attività dell'uomo rivolta al conseguimento di dati fini, può trovare largo impiego nello studio di questa condotta, il metodo deduttivo. I fini da raggiungere indirizzano l'attività dell'azienda e permettono di stabilire le premesse e principi per la formulazione deduttiva di giudizi di convenienza economica”*⁸³.

Appare pertanto evidente che teorie fondate sull'indicazione di principi, linee guida, precetti o norme d'azione non possono che partire da un'osservazione dei fatti. Ancora, come osservato sempre da Onida, *“Teorie costruite su fondamenti e presupposti fantastici, in contrasto con insopprimibili elementi della realtà non possono avere valore precettivo”*⁸⁴. Lo stesso riconosce come le teorie costruite con indirizzo sperimentale possono acquisire pieno valore precettivo. Tale osservazione non risulta trascurata nemmeno dallo Zappa il quale, un ventennio prima, sempre in ambito di *“tendenze nuove”* afferma *“Le teorie, si insegna da gran tempo, hanno dei doveri verso i fatti, mentre i fatti non hanno che diritti verso le teorie.”*

L'affermazione di Onida su fondamenti e presupposti fantastici non vuole screditare il valore delle ipotesi bensì riconosce queste come elemento cardine del ragionamento

⁸² Cfr. art. 2424 codice civile.

⁸³ P. Onida, *Le discipline economico-aziendali: oggetto e metodo*, op. cit., pag. 288.

⁸⁴ P. Onida, *Le discipline economico-aziendali: oggetto e metodo*, op. cit., pag. 289.

deduttivo in quanto costituiscono il presupposto del progresso scientifico⁸⁵. L'Autore dichiara che *“le ipotesi non contemplanò il reale in tutta la sua complessità, ma lo semplificano, ne mettono a fuoco soltanto alcune linee mentre ne trascurano altre”*⁸⁶. L'Onida, nell'ambito dell'attività di ricerca, suggerisce il metodo delle approssimazioni successive ove vengono definite delle ipotesi semplici caratterizzate dal ragionamento deduttivo, si costituiscono delle opinioni e si procede con la successiva modifica delle ipotesi di partenza al fine di renderle maggiormente coerenti con la realtà più complessa ed articolata.

Profondamente convinto che l'analisi normativa permetta solo una visione parziale delle problematiche di natura economico aziendalista, si ritiene che tale aspetto non possa essere escluso anche in tema di informazione esterna di bilancio. Siffatta convinzione risulta fondata sul presupposto che l'esistenza della normativa contabile non implica, secondo un principio di causa effetto, che essa si traduca automaticamente in informazione chiara, veritiera e corretta. Questo è osservato anche da Canziani il quale afferma che *“...non è da credersi che i principi contabili...possano dare di per sé chiarezza e precisione ed evidenza e verità, quant'altro ancora: nella vasta congerie di essi, nella modificabilità degli stessi, nella loro prescrittività non sempre imperativa, nella soggettività di chi dovrebbe garantirne il rispetto, numerosi risultano i varchi per i quali si possono insinuare – colpose o dolose – le violazioni della trasparenza”*⁸⁷. Il distacco tra una situazione come disciplinata dalla normativa contabile e pertanto definibile come *“desiderata”* e la prassi stessa è stata osservata da Melis⁸⁸ il quale ne ha individuato due possibili motivazioni:

- *“ragioni tecniche”* da intendersi come incapacità di misurare e valutare determinati fenomeni aziendali sia per limiti propri della natura umana sia per limiti nelle capacità di individuazione di determinati fenomeni aziendali da parte dei redattori del bilancio i quali dovrebbero operare rispettando nella forma e, soprattutto nella sostanza, i principi contabili;
- *“ragioni politiche”* con riferimento alla mancata volontà di fornire ai destinatari dei contenuti presenti nei documenti contabili un'informazione chiara e trasparente circa determinati fenomeni aziendali sfruttando una discrezionalità di tipo strumentale⁸⁹ volta a favorire il conseguimento di propri fini specifici.

⁸⁵ In senso scientifico per ipotesi si intende *“la prima formulazione di una legge, non ancora sperimentata o sperimentabile in sé, ma tale da rendere ragione di fatti sperimentali o sperimentabili: tale formulazione provvisoria serve a determinare ulteriori ricerche dalle quali l'ipotesi stessa può avere o no conferma”*. Cit. Vocabolario Treccani.

⁸⁶ P. Onida, *Le discipline economico-aziendali: oggetto e metodo*, op. cit., p. 289.

⁸⁷ A. Canziani, Presentazione del volume di M. Pini, *Politiche di bilancio e direzione aziendale*, Etas, Milano, 1991, p. XIII.

⁸⁸ Cfr. A. Melis, *L'informazione esterna d'impresa: neutralità e conflitti di interesse*, in *Il controllo legale dei conti*, Vol. 7, N. 3, 2003, pp. 263 ss.

⁸⁹ La discrezionalità di chi deve valutare e rappresentare in bilancio i fenomeni aziendali può essere classificata in tre categorie. La discrezionalità di tipo *“ideale”* fa riferimento ad una situazione nella quale

La tematica inerente la rappresentazione in bilancio dei fondi per oneri futuri, sia sotto l'aspetto quantitativo sia quello qualitativo, risulta caratterizzata da entrambe le componenti.

Alle cosiddette “*ragioni tecniche*” appartiene infatti l'apprezzamento dell'evolversi delle operazioni in corso alla fine dell'esercizio. Queste risultano caratterizzate da un'involontaria ed ineliminabile aleatorietà derivante sia dalla condizione di razionalità limitata umana⁹⁰, sia dall'imprevedibilità stessa delle situazioni oggetto di valutazione. In questo ambito specifico si ritiene possano non essere considerati come rilevanti gli aspetti riguardanti la ridotta competenza tecnica dei soggetti chiamati a compiere le valutazioni. Tale considerazione può essere supposta solo per le aziende di dimensioni ridotte e poco sviluppate mentre nelle imprese quotate, oggetto del presente lavoro, quest'aspetto non può trovare considerazione primaria.

Aspetto invece cardine del presente lavoro sono le cosiddette “*ragioni politiche*” le quali influenzano i comportamenti dei redattori e pertanto conducono a condotte volontarie nella definizione dell'informazione esterna.

L'informazione esterna intesa in senso stretto, ovverosia come la presenza o l'assenza di determinate informazioni, risulta caratterizzata in misura inferiore da competenze tecniche dei redattori del bilancio bensì riguarda principalmente la volontà o meno di iscrivere determinate informazioni per rendere trasparenti peculiari aspetti della dinamica aziendale.

il redattore del bilancio, tenuto conto dei limiti intrinseci del documento, cerca di apprezzare i fatti amministrativi in maniera più oggettiva possibile, rilevandoli e rappresentandoli in maniera coerente rispetto alla propria professionalità. La discrezionalità di tipo “*ideologico*”, rispetto alla realtà da osservare rileva l'esistenza dell'aspetto di soggettività intrinseco nell'apprezzamento dei fenomeni aziendali da valutare, in quanto la realtà può essere apprezzata solo in ragione della personale sensibilità. Tale tipo di discrezionalità è ritenuta coerente con i presupposti delle valutazioni presenti nel bilancio in quanto il redattore è considerato in buona fede e scevro di interessi specifici e/o di parte. La discrezionalità di tipo “*strumentale*” riconosce che il processo valutativo sia inficiato non solo da un'osservazione soggettiva dei fenomeni aziendali ma anche l'esistenza della possibilità di orientare l'informativa di bilancio in ragione di propri interessi specifici e/o di parte, caratterizzando pertanto in maniera negativa la rappresentazione dei fenomeni aziendali. Per un approfondimento si veda in particolare: A. Melis, *La qualità dell'informazione esterna*, op. cit., pp. 45 e ss.

⁹⁰ La razionalità limitata deriva dalla condizione di tutte le persone che non sono, per loro stessa natura, né onniscienti né capaci di prevedere perfettamente il futuro. Esse non sono in grado di risolvere, esattamente, istantaneamente e senza costi problemi molto complessi, né comunicare tra loro liberamente e perfettamente. Per queste ragioni le persone sono solo limitatamente razionali e sono consapevoli di esserlo. Gli individui riconoscono di non poter prevedere ogni cosa e sono consapevoli dei costi della comunicazione e del fatto che per loro la comprensione dei fenomeni è solo parziale e che non è probabile che essi riescano a trovare la migliore soluzione per la risoluzione di problemi complessi. Essi agiscono pertanto secondo una modalità che la dottrina definisce come “*razionale nelle intenzioni*”. Secondo tale modalità essi si impegnano facendo del loro meglio date le limitazioni nelle quali devono agire. In riferimento alla tematica della razionalità limitata si veda in particolare: P. Milgrom, J. Roberts, *Economia, Organizzazione e Management*, Il Mulino, Bologna, 1992, pp. 199 e ss.

La centralità della tematica della razionalità limitata è sottolineata da numerosi Autori. Emblematica è l'espressione di Williamson che dichiara “*Ogni serio tentativo di analisi delle organizzazioni economiche deve affrontare una combinazione di razionalità limitata ed opportunismo, insieme alla presenza di specificità delle attività*”. O. Williamson, *The economic Institutions of Capitalism*, New York, The Free Press, 1985, p. 42; trad. italiano *Le istituzioni economiche del capitalismo. Imprese, mercati e rapporti contrattuali*, Franco Angeli, Milano, 1988.

La tematica sul quale non si indaga e si considera coerente con il principio della rappresentazione chiara, veritiera e corretta riguarda il processo di valutazione utilizzato ed i risultati scaturiti dallo stesso. Questo rappresenta una semplificazione che non può ritenersi sempre coerente con la realtà, come dimostrato per grandi imprese quotate quali Enron e Parmalat ove il bilancio non è stato redatto con il fine di fornire una rappresentazione allineata alle finalità attribuite dal legislatore al documento di bilancio.

Tali fatti confermano che il bilancio di esercizio può non rappresentare uno “*strumento di informazione*” bensì uno “*strumento di comportamento*”⁹¹ ove l’informazione può non essere gestita in maniera neutrale ma in modo strumentale alla realizzazione di particolari interessi⁹². Questo risulta elemento di primario interesse in quanto il processo di creazione di valore dell’azienda non è indipendente rispetto al comportamento degli stakeholder, comportamento che, se non determinato, risulta quantomeno influenzato dalle caratteristiche dell’informazione esterna.

La ricerca empirica svolta nelle fasi successive del lavoro focalizzerà l’attenzione su come le informazioni richieste dai principi contabili internazionali, in particolare dallo IAS 37⁹³, siano gestite da parte delle imprese quotate nel 2015 nella Borsa Valori di Milano con particolare riferimento agli oneri futuri per dismissione di asset e ripristino dei siti e come queste sono rappresentate in bilancio.

L’analisi in oggetto considera pertanto aspetti “*comportamentali*” i quali, nella dottrina internazionale sono classificati come “*behavioural accounting*”. Tale branca della disciplina indaga su come i soggetti umani possono influenzare i dati e le informazioni contabili e come questi, a loro volta, possono essere influenzati dalle caratteristiche dell’informazione stessa⁹⁴.

3.2. Considerazioni sulla metodologia di ricerca

Definito l’oggetto del presente studio, risulta opportuno effettuare delle riflessioni sui metodi di ricerca che verranno impiegati nel proseguo del lavoro. La scelta del metodo di ricerca assume un ruolo cardine nel lavoro in quanto risulta tale da poterne influenzare i risultati che lo studio porta ad ottenere.

⁹¹ La formulazione di “*bilancio come strumento di comportamento*”, sebbene utilizzata di numerosi Autori sembra trovare la sua origine nello scritto del Cattaneo del 1966. Cfr. M. Cattaneo, *Introduzione allo studio del bilancio d’esercizio nelle imprese*, CEIV Libreria Dante, Verona, 1966, pp. 40 e ss.

⁹² Cfr. F. Dezzani, *La certificazione del bilancio di esercizio*, Giuffrè, Milano, 1974, pp. 18–19. Sull’argomento, si veda inoltre V. Coda, *I bilanci d’impresa: oggetto e scopi*, in V. Coda, G. Frattini, *Valutazioni di bilancio. Principi economici, norme civili, norme fiscali e direttive comunitarie*, LUE, Venezia, 1984, p. 16.

⁹³ Cfr. International Accounting Standards Board, *IAS 37 - Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets*, op. cit., paragrafi da 84 a 92.

⁹⁴ Per un approfondimento si veda in particolare: G. Sigel, H. Ramauskas-Marconi, Helene, *Behavioral Accounting*, South Western Publishing, Cincinnati, OH, 1989, pp.1 e ss.

Nell'ambito delle metodologie applicabili nei lavori di ricerca è possibile distinguere principalmente la metodologia di ricerca quantitativa e metodologia di ricerca qualitativa; tali metodologie sono applicabili anche nelle ricerche nel campo dell'economia aziendale.

Per operare fin da subito una distinzione, senza alcuna pretesa di esaustività, si può affermare che nelle ricerche di tipo quantitativo vengono utilizzate, in misura ampia, valutazioni di natura matematica e statistica con il fine di ottenere dei risultati che siano quanto più indipendenti rispetto al ricercatore stesso in modo tale che gli esiti ottenuti siano replicabili anche da altri studiosi. Nelle ricerche di tipo qualitativo, differentemente, viene fatto minor uso di strumenti matematici e statistici anche per effetto di campioni di analisi solitamente di numerosità ridotta; questa metodologia non risulta carente di sistematicità e rigore ma risulta essere maggiormente flessibile ed adattabile in molteplici contesti.

Considerato l'oggetto della ricerca e le finalità sottese alla stessa, risulta preferibile l'utilizzo della metodologia fondata sull'analisi del contenuto. Questa risulta opportuna al fine di indagare nella maniera più profonda l'informativa che viene fornita ai fruitori dei contenuti del bilancio in riferimento ai fondi per oneri futuri. Difatti questo metodo, sebbene poco utilizzato in economia aziendale, risulta essere tra i più efficaci per l'analisi di testi scritti e, pertanto, idoneo allo studio dell'informativa di bilancio.

L'analisi di contenuto parte dal presupposto che la presenza e/o la ripetizione di determinati elementi presenti in un testo (parole, termini con significato analogo, proposizioni o anche frasi articolate) possono rivelare interessanti aspetti circa le idee e le intenzioni dei loro autori⁹⁵. Con questa modalità si attua una scomposizione volta ad identificare appropriate unità di analisi utili per operare classificazioni di varia natura. Tale metodo è utilizzato tipicamente nello studio delle scienze sociali come la sociologia, la psicologia, la politologia e nelle scienze comunicazionali. Negli anni più recenti la ricerca di management in particolare in ambiti come il marketing e l'organizzazione ha determinato un certo interesse per l'applicazione dell'analisi di contenuto. Dal punto di vista storico una delle prime ricerche con il metodo dell'analisi di contenuto può essere fatta risalire agli ultimi anni del 1800 quando il signor Speed si chiese se *"i giornali riportassero realmente le notizie"*. Egli osservò dalla lettura dei giornali di New York dal 1881 al 1893 come, negli anni, era diminuita la copertura di notizie scientifiche, religiose e letterarie a favore di pettegolezzi, scandali ed eventi sportivi⁹⁶. Considerato che in letteratura sono presenti una molteplicità di definizioni sull'analisi di contenuto, di seguito sono riportate le principali.

⁹⁵ Per un approfondimento si veda: F. Allard – Poesi, C. Maréchal, *Constructing the Research Problem*, in *Thietar R-A*, a cura di Doing Management Research: A Comprehensive Guide, London, Sage, 2001.

⁹⁶ Cfr. K. Krippendorff, *Content Analysis: an introduction to Its Methodology*, second edition, Thousand Oaks (CA), Sage, 2004.

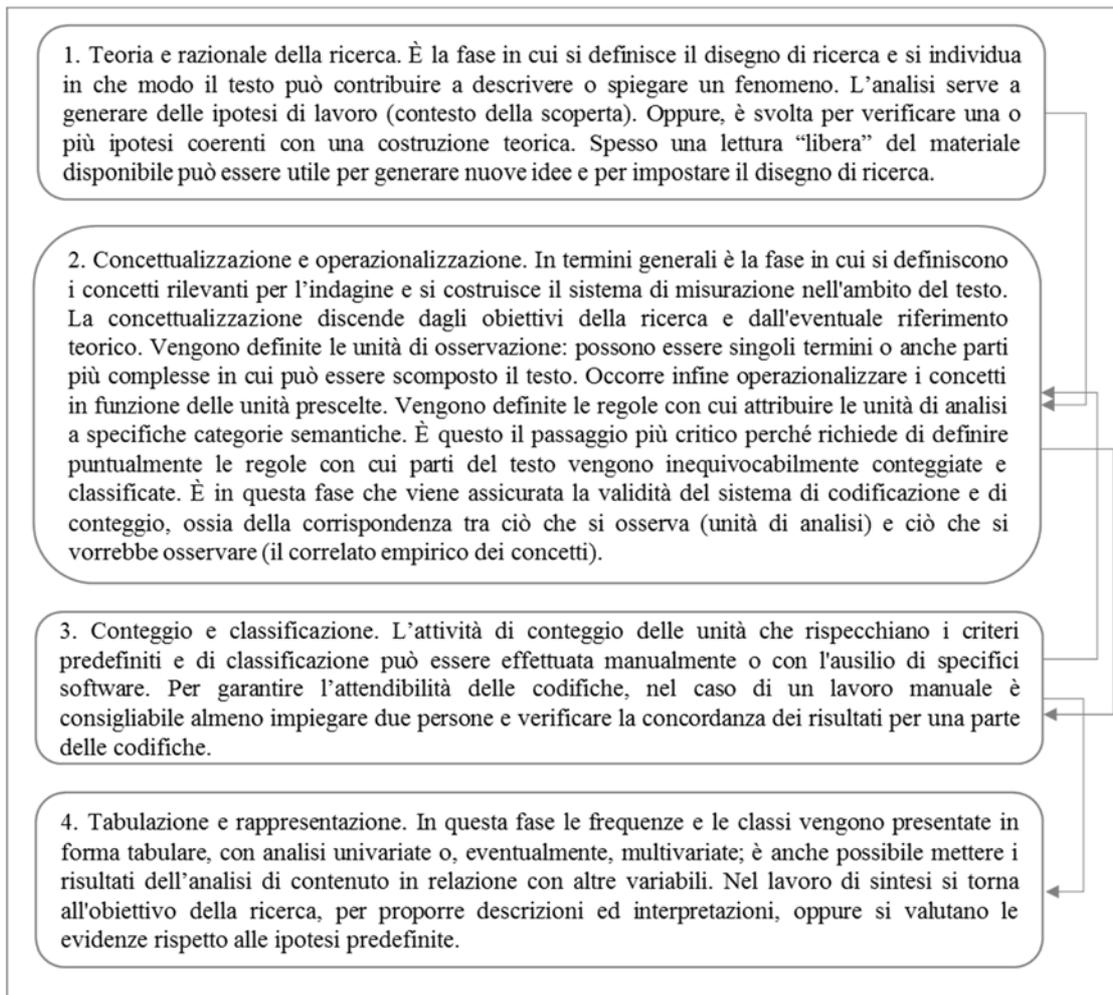
Tabella 3.1: Alcune definizioni dell'analisi di contenuto.

Bereison (1952)	è una tecnica di ricerca per la descrizione oggettiva, sistematica e quantitativa del contenuto manifesto della comunicazione.
Krippendorff (2004)	è una tecnica di ricerca per produrre inferenze valide e attendibili dai testi sul contesto del loro utilizzo.
Neuendorf (2002)	è un'analisi quantitativa di sintesi che si basa su un procedimento scientifico (...) e che non è limitata alle variabili che possono essere misurate o ai contesti in cui i messaggi sono creati o presentati.
Rositi (1988)	è un insieme di metodi che sono orientati al controllo di determinate ipotesi su fatti di comunicazione (emittenti, messaggi, destinatari e loro relazioni) e che a tale scopo utilizzano procedure di scomposizione analitica e di classificazione, normalmente a destinazione statistica, di testi e di altri elementi simbolici.
Shapiro e Markoff (1997)	è una riduzione sistematica ... di un testo (o altri simboli) in un insieme di simboli da sottoporre all'analisi statistica per rappresentare la presenza, l'intensità e la frequenza di elementi di interesse per le scienze sociali.

Fonte: G. Fattore, *Metodi di ricerca in economia aziendale*, Egea, Milano, 2005, p. 150.

Definita la metodologia, sebbene in maniera non univoca, di seguito, sempre utilizzando lo studio del Fattore sono rappresentate le fasi principali nelle quali può essere articolata l'applicazione.

Figura 3.1: Le fasi dell'analisi di contenuto.



Fonte: G. Fattore, *Metodi di ricerca in economia aziendale*, op. cit., p. 150.

La metodologia dell'analisi di contenuto si presta ad essere sviluppata con approcci sia induttivi che deduttivi. L'induzione può essere utilizzata quando si effettua un'analisi del testo senza aver formulato a priori delle ipotesi e lasciando al ricercatore la possibilità di sistematizzazione teorica. Il metodo logico – deduttivo ha luogo con la considerazione di determinate teorie e prosegue con la ricerca, nel testo, di evidenze che le confermino o che siano in grado di smentirle.

Sebbene la metodologia principale che verrà utilizzata nel proseguo del lavoro risulta essere l'analisi di contenuto, come emerge dalla lettura delle indicazioni presenti nella quarta fase dell'immagine sopra riportata, tale scelta non esclude che vengano utilizzate metodologie di ricerca di tipo quantitativo e quantitativo ad integrazione della metodologia principale. Anzi senza tali integrazioni la ricerca potrebbe risultare incompiuta. Difatti, attività come il conteggio e la classificazione permettono di generare dati idonei per lo sviluppo di analisi quantitative. L'analisi di contenuto può pertanto essere coadiuvata da strumenti di analisi statistica tra i quali l'analisi fattoriale, dallo

studio delle regressioni, della varianza e, più in generale, da una serie di test volti a verificare la significatività delle differenze.

Allo stesso modo può risultare utile l'integrazione con un approccio di ricerca qualitativo ove vengono svolte delle operazioni di scomposizione, codificazione e classificazione al fine di dare maggiore rigore alla descrizione ed interpretazione dei materiali oggetto di studio, siano essi documenti contabili, informazioni obbligatorie periodiche fornite agli stakeholder o altre informazioni di carattere economico aziendale.

Secondo la dottrina, l'analisi di contenuto può essere condotta seguendo due differenti impostazioni. La prima tende ad attribuire alla stessa la finalità di ricercare delle misure che esprimano nel modo più oggettivo possibile il contenuto della comunicazione integrando la ricerca con tecniche quantitative che siano in grado di rivelarne la natura dei testi oggetto di approfondimento. La seconda, diversamente, parte dall'assunto che un testo non possa essere analizzato senza una profonda conoscenza della fonte che lo ha originato e dei soggetti ai quali questa è destinata; pertanto si ritiene necessario l'impiego un notevole sforzo di natura qualitativa volto a comprendere il contesto della comunicazione al fine di non pervenire ad un'analisi decontestualizzata. Sebbene in economia aziendale siano numerose le ricerche sviluppate sulla base della seconda impostazione, a parere di chi scrive è necessario, in determinate circostanze, cercare di contemperare ambedue le impostazioni.

Nello studio specifico, difatti risulta imprescindibile il possesso di adeguate competenze in materia economico aziendale e contabile; l'informazione presente nei documenti di bilancio può e dovrebbe poter essere analizzata prescindendo dalla conoscenza dei soggetti che ne costituiscono la fonte. Siffatta considerazione non esclude che la conoscenza dei soggetti che determinano l'informazione potrebbe evidenziare ulteriori elementi utili per l'analisi ma in tal modo verrebbe sacrificata la possibilità di apprezzare l'aspetto di oggettività circa il contenuto alla base dell'informazione. Tale considerazione, sempre a parere di chi scrive, non può essere sottovalutata in quanto l'informativa di bilancio è indirizzata a numerose categorie di destinatari i quali conoscono l'entità "*azienda*" in ragione delle informazioni di interesse da questa prodotta. Pertanto l'informazione elaborata dev'essere idonea a fornire, o quantomeno tendere a fornire, una rappresentazione univoca dei fenomeni sottesi ai valori contabili ed alle informazioni contabili integrative.

Definiti seppur brevemente gli aspetti principali della metodologia di ricerca fondata sull'analisi del contenuto, le fasi e le caratteristiche, risulta interessante citare i limiti della metodologia in oggetto.

Intrinseco nell'utilizzo di ogni metodologia, soprattutto nell'analisi di contenuto, l'evidenza fornita dai dati risulta fortemente inficiata da possibili approcci soggettivisti e destrutturati. Sebbene imprescindibile il rigore metodologico da utilizzare durante tutto il lavoro effettuando un'adeguata pianificazione di tutte le fasi del processo di ricerca,

l'aspetto soggettivo risulta anch'esso di primaria importanza. La scelta dell'unità di analisi, la loro classificazione, la scomposizione del testo, infatti risultano aspetti cruciali rispetto ai risultati che si otterranno. Nonostante questo, considerato che le ricerche aziendali non tendono a studiare una realtà oggettiva, fissa, assoluta e governata da leggi naturali come accade nella chimica e nella fisica, si ritiene che la soggettività del ricercatore possa assumere un valore positivo in ragione delle proprie conoscenze tecniche, della propria sensibilità e dell'esperienza maturata.

3.3. Definizione del perimetro della ricerca empirica

Nel prosieguo del presente lavoro saranno illustrati i risultati della ricerca empirica condotta al fine di comprendere le caratteristiche dell'informativa di bilancio inerente i fondi di *decomissioning* nelle imprese italiane non finanziarie quotate nella Borsa Valori di Milano. La ricerca, condotta sulle relazioni finanziarie del 2015, ha volontariamente escluso dall'analisi le banche, le società di assicurazioni e le altre società finanziarie in ragione delle ampie differenze normative esistenti e per le peculiarità proprie dell'attività caratteristica di tali imprese. Si riporta di seguito una tabella riepilogativa delle società quotate con azioni ordinarie a gennaio 2016 ove da queste sono escluse le società in fase di *delisting* e le società per le quali la quotazione è stata, al tempo, momentaneamente sospesa.

Tabella 3.2: Sintesi società quotate nella Borsa Valori di Milano a gennaio 2016.

Macro settore MTA	n. società quotate con azioni ordinarie	Capitalizzazione (milioni di euro)	Capitalizzazione (%)	Capitalizzazione media (milioni di euro)
basic materials	5	12.008	2,4	2.402
consumer goods	43	74.498	15,1	1.733
consumer services	28	13.690	2,8	489
health care	6	9.269	1,9	1.545
industrials	58	65.903	13,4	1.136
oil & gas	8	53.019	10,7	6.627
technology	19	4.572	0,9	241
telecommunications	4	16.477	3,3	4.119
utilities	15	84.961	17,2	5.664
Totale No Financials	186	334.398	67,8	1.798
financials	52	159.029	32,2	3.058
Totale	238	493.427	100,0	2.073

Fonte: Ns. Elaborazione. Base dati Borsa Italiana.

Dalla lettura delle relazioni finanziarie emerge che nella sezione dedicata all'esposizione dei principi contabili adottati, le imprese non finanziarie riportano la lettera o comunque le indicazioni fornite dal principio contabile IAS 37 sebbene, solo parte delle società, facciano esplicito riferimento.

A mero titolo di esempio, si riporta quanto presente nella relazione finanziaria di A2A S.p.A.:

“I fondi per rischi e oneri riguardano costi e oneri di natura determinata e di esistenza certa o probabile che, alla data di chiusura dell’esercizio, sono indeterminati nell’ammontare o nella data di sopravvenienza. Gli accantonamenti sono rilevati quando si è in presenza di una obbligazione attuale (legale o implicita) che deriva da un evento passato, qualora sia probabile un esborso di risorse per soddisfare l’obbligazione e possa essere effettuata una stima attendibile sull’ammontare dell’obbligazione.

Gli accantonamenti sono iscritti al valore rappresentativo della migliore stima dell’ammontare che l’impresa pagherebbe per estinguere l’obbligazione, ovvero per trasferirla a terzi alla data di chiusura dell’esercizio. Se l’effetto di attualizzazione del valore del denaro è significativo, gli accantonamenti sono determinati attualizzando i flussi finanziari futuri attesi ad un tasso di sconto ante imposte che riflette la valutazione corrente del mercato del costo del denaro in relazione al tempo. Quando viene effettuata l’attualizzazione, l’incremento dell’accantonamento dovuto al trascorrere del tempo è rilevato come onere finanziario”⁹⁷.

L’esplicito riferimento al principio contabile non ha alcuna implicazione sulle analisi svolte nell’apposita sezione relativa ai fondi del passivo presente nella nota integrativa.

Senza alcuna pretesa di esaustività sono riepilogate di seguito le categorie di fondi maggiormente ricorrenti nei bilanci delle società oggetto di ricerca:

- per vertenze e contenziosi di natura legale;
- per vertenze e contenziosi di natura fiscale;
- per accadimenti inerenti il personale come vertenze e contributi all’esodo;
- per indennità di clientela;
- per garanzia sui prodotti.

Lo studio ha focalizzato l’attenzione sui fondi inerenti oneri per processi di dismissione di attività materiali, per smantellamenti di cespiti e per ripristini dei siti con conseguente attività di bonifica, presenti nei bilanci delle società quotate non finanziarie.

Oggetto dello studio non riguarda la verifica circa la correttezza del processo di contabilizzazione in quanto irrealizzabile per un lettore avente a disposizione le sole informazioni di sintesi contenute nelle relazioni finanziarie annuali.

Il processo di valorizzazione in oggetto risulta di notevole complessità per effetto delle numerose ipotesi che devono essere elaborate, delle molteplici competenze tecniche occorrenti e per effetto delle valutazioni finali elaborate della direzione aziendale circa l’evoluzione prevedibile nelle dinamiche della gestione aziendale.

Oltretutto, ulteriore motivazione che non fa presumere la mancanza di attendibilità dei valori di bilancio riguarda il fatto che le società quotate possiedono figure dotate di alta

⁹⁷ Relazione finanziaria 2015 A2A S.p.A., p.50.

professionalità, condizione che permette di ritenere che i limiti tecnici caratterizzanti tali stime possano essere comunque superati. Inoltre, oltre quanto precedentemente citato, i bilanci di tali società sono sottoposti alla revisione legale dei conti da parte di società di primaria importanza a livello internazionale.

Per queste ragioni la finalità della ricerca è volta a verificare come viene gestita l'informativa contenuta all'interno dei documenti contabili con il relativo livello di trasparenza fornito circa le caratteristiche che determinano i valori delle poste in oggetto.

Dalla totalità della popolazione delle società quotate italiane sono state individuate 29 imprese che presentano, nel proprio bilancio consolidato, fondi del passivo per smantellamenti di attività materiali e ripristini dei siti. Tali attività essere effettuate durante il normale corso di vita delle immobilizzazioni o, diversamente, al termine della vita produttiva degli stessi.

Tabella 3.3: Sintesi società no financial quotate nella Borsa Valori di Milano a gennaio 2016.

Macro settore MTA	n. società quotate con azioni ordinarie	Capitalizzazione (milioni di euro)	n. società quotate con fondi oggetto di ricerca	% società rispetto al settore
basic materials	5	12.008	0	-
consumer goods	43	74.498	0	-
consumer services	28	13.690	4	14
health care	6	9.269	0	-
industrials	58	65.903	9	16
oil & gas	8	53.019	5	63
technology	19	4.572	2	11
telecommunications	4	16.477	1	25
utilities	15	84.961	8	53
Totale No Financials	186	334.398	29	16

Fonte: Ns. Elaborazione. Base dati Borsa Italiana.

Dalla tabella riportata si evince come 22 delle 29 società che possiedono fondi del passivo oggetto del presente studio, operino nei macro settori Industrials, Utilities e Oil & Gas.

Senza necessità di compiere alcun approfondimento, se per le aziende operanti in determinati settori come ad esempio quello Oil & Gas, risulta piuttosto immediato comprendere quali possono essere le attività materiali oggetto di dismissione e che comportano il conseguente ripristino dei siti produttivi, per altre aziende tale comprensione risulta meno immediata. Questo accade ad esempio nell'ambito delle telecomunicazioni ove le imprese realizzano, per attuare il proprio processo produttivo, palificazioni ed apparati necessari per assicurare i dovuti collegamenti per la linea mobile. Le poste di bilancio inerenti dismissioni e ripristino dei siti assumono rilevanza anche per le società che operano nel settore delle energie rinnovabili. Riportando l'esempio di

Gervasio e Montani⁹⁸ sulle caratteristiche di un parco eolico, si osserva come questo non sia privo di effetti ambientali nella fase di cessazione dell'attività produttiva. Un parco di tale tipologia infatti è composto da diverse centinaia di singole turbine eoliche e da impianti formati da una torre in acciaio di altezza compresa tra i 60 e i 100 metri sulla cui sommità si trova un involucro che contiene un generatore elettrico azionato da un motore che agisce su pale lunghe dai 20 ai 60 metri. La dismissione di impianti di questa tipologia implica l'impiego di ingenti risorse finanziarie volte al ripristino del sito ospitante l'attività produttiva che al termine del processo di produzione risulta ormai danneggiato.

Dalla tabella riportata, inoltre, è possibile constatare come tale tipologia di fondi riguardi solamente il 16% delle società quotate non finanziarie. Sebbene si possa osservare una rilevanza marginale come numerosità di imprese interessate, non altrettanto marginale risulta l'incidenza della loro capitalizzazione sul totale delle imprese non finanziarie quotate. Si riporta di seguito una sintesi.

Tabella 3.4: Focus società con fondi per oneri di decommissioning.

Macro settore MTA	n. società quotate con fondi oggetto di ricerca	Capitalizzazione (milioni di euro)
consumer services	4	3.336
industrials	9	31.579
oil & gas	5	52.094
technology	2	1.552
telecommunications	1	13.600
utilities	8	65.431
Totale No Financials	29	167.592

Fonte: Ns. elaborazione.

Dall'evidenza riportata nella tabella si evince come, sebbene tale tipologia di fondi sia presente solo nel 16% delle società non finanziarie, tali 29 società rappresentano circa la metà del valore della capitalizzazione complessiva delle società non finanziarie e quasi un terzo del valore di tutto il mercato delle azioni ordinarie delle imprese quotate a Piazza Affari.

È inoltre necessario sottolineare che tali oneri, anche qualora non presenti in maniera esplicita nel bilancio delle società, riguardano un numero più elevato di imprese. Questo in ragione della ridotta rilevanza assunta che determina l'inserimento di tali valori nella voce di natura residuale "altri fondi", questa volta ad accogliere elementi eterogenei spesso non singolarmente distinti nell'informativa presente nella nota integrativa.

⁹⁸ Gervasio, D. Montani, *Il principio della trasparenza nella contabilizzazione dei costi di decommissioning e di bonifica del comparto eolico. Il contributo del conceptual Framework* op. cit., p. 144.

Al fine di comprendere le caratteristiche delle imprese oggetto di studio è riportata di seguito una tabella riepilogativa con delle misurazioni statistiche.

Tabella 3.5: Sintesi dei valori di bilancio delle imprese oggetto di studio.

valori in milioni di euro	media	mediana	min	max	Q1	Q3
Impieghi	17.465	3.318	115	161.179	545	8.608
Ricavi	7.499	995	44	73.076	180	4.921
Risultato d'esercizio	-63	48	-9.378	3.372	4	146
Fondi rischi ed oneri consolidati	880	52	1	15.266	17	292
F.do decommissioning consolidato	548	19	0	11.700	4	115

Fonte: Ns. elaborazione. Valori in migliaia di euro.

Considerata la rilevanza che i valori dei fondi oggetto di ricerca possono assumere in ragione del settore in cui l'impresa opera, si riporta di seguito una tabella con i valori medi suddivisi per Macro Settore MTA ed espressi in migliaia di euro.

Tabella 3.6: Sintesi dei valori di bilancio delle imprese oggetto di studio suddivise per Macro settore MTA.

Macro settore MTA	n. società	Impieghi	Ricavi	Risultato d'esercizio	Fondi rischi ed oneri consolidati	F.do decommissioning
consumer services	4	3.584	1.349	34	16	5
industrials	9	69.536	2.621	162	217	144
oil & gas	5	143.939	15.647	-1.833	3.132	2.387
technology	2	1.121	155	21	3	1
telecommunications	1	71.232	20.005	657	551	332
utilities	8	217.081	11.241	630	912	290
Totale	29	506.493	7.499	-63	880	548

Fonte: Ns. Elaborazione. Valori in milioni di euro.

Si riporta di seguito una sintesi, per macro settore, dell'incidenza del fondo di *decommissioning* in rapporto alle principali grandezze del bilancio di esercizio.

Tabella 3.7: Materialità dei fondi per attività decommissioning espressi in percentuale.

Macro settore MTA	n. società	Impieghi	Ricavi	Risultato d'esercizio	Fondi rischi ed oneri consolidati
consumer services	4	0,1	0,3	13,7	29,1
industrials	9	0,2	5,5	88,6	66,4
oil & gas	5	1,7	15,3	-130,2	76,2
technology	2	0,1	0,6	4,7	38,0
telecommunications	1	0,5	1,7	50,5	60,3
utilities	8	0,1	2,6	46,0	31,8

Fonte: Ns. Elaborazione.

L'analisi riportata evidenzia come i fondi di *decommissioning* presentano un'incidenza spesso mediamente poco rilevante in rapporto al totale dello stato patrimoniale ma quasi sempre un'incidenza rilevante nell'ambito del complesso dei fondi a lungo termine. Tale incidenza ha un valore di quasi il 30% per le società del settore Consumer Services a quasi l'80% per le società operanti nel settore Oil & Gas.

Considerato che i fondi di *decommissioning* possono comprendere elementi eterogenei risulta utile procedere ad una categorizzazione in ragione delle informazioni presenti nell'apposita sezione della nota integrativa. In particolare si è deciso di operare una classificazione in ragione del mero smantellamento, dello smantellamento e del ripristino del sito, del mero ripristino del sito ed infine le passività per discariche.

Tabella 3.8: Tipologie di attività di decommissioning.

Macro settore MTA	n. società quotate con fondi oggetto di ricerca	smantellamento cespiti	smantellamento impianti e ripristino sito e bonifiche	ripristino sito e bonifiche	passività per discariche	Non identificabile	Totale
<i>valori assoluti</i>							
consumer services	4	1	-	1	2	0	8
industrials	9	0	2	5	1	1	18
oil & gas	5	1	0	3	1	0	10
technology	2	1	0	1	0	0	4
telecommunications	1	0	0	1	0	0	2
utilities	8	0	3	5	1	0	17
totale	29	3	5	16	5	1	30
<i>valori percentuali</i>							
consumer services	4	3	0	3	7	0	27
industrials	9	0	7	17	3	3	60
oil & gas	5	3	0	10	3	0	33
technology	2	3	0	3	0	0	13
telecommunications	1	0	0	3	0	0	7
utilities	8	0	10	17	3	0	57
totale	29	10	17	53	17	3	100

Fonte: Ns. Elaborazione.

La prima tabella riporta per ciascun macro settore la frequenza delle tipologie di oneri individuati in ragione delle indicazioni fornite nella nota integrativa nella sezione riguardante i fondi. La tabella successiva evidenzia l'incidenza di ogni categoria di onere futuro in rapporto totale dei fondi presenti. In molteplici situazioni le indicazioni contenute nella parte tabellare non sono state però sufficienti per categorizzare secondo tale modalità le tipologie di poste del passivo. Questo si è verificato ogniqualvolta nella tabella è presente, ad esempio, il nome della città ove è sito l'impianto di futura dismissione oppure, il nome utilizzato per identificare un'area di una discarica. È da segnalare che solo in una situazione le informazioni fornite anche nella parte discorsiva non sono sufficienti per poter categorizzare la tipologia di onere. Questo è

ragionevolmente spiegabile in virtù della scarsa rilevanza della posta in rapporto alla consistenza dei fondi consolidati stessi.

3.4. Principali evidenze. Le informazioni richieste dal principio contabile. Forma e contenuto

Considerata la rilevanza delle problematiche di smantellamento di impianti e di ripristino dei siti nell'operatività delle imprese e dei conseguenti stanziamenti nei fondi, si ritiene opportuno analizzare empiricamente l'informazione fornita in bilancio da parte delle imprese interessate.

Lo IAS 37 riporta ai paragrafi 84, 85 e 86 le informazioni che ciascun azienda è chiamata ad evidenziare, con la seguente lettera:

“84. Per ciascuna classe di accantonamenti, l'azienda deve evidenziare:

- a) il valore contabile di inizio e fine esercizio;*
- b) gli accantonamenti aggiuntivi effettuati nell'esercizio, inclusi gli aumenti agli accantonamenti esistenti;*
- c) gli importi utilizzati (cioè costi sostenuti e imputati all'accantonamento) durante l'esercizio;*
- d) gli importi non utilizzati e stornati durante l'esercizio;*
- e) gli incrementi negli importi attualizzati verificatisi nel corso dell'esercizio, dovuti al passare del tempo, e l'effetto di ogni cambiamento del tasso di attualizzazione.*

85. L'entità deve indicare per ciascuna classe di accantonamenti:

- a) una breve descrizione della natura dell'obbligazione e la tempistica prevista per l'esborso che ne risulta;*
- b) un'indicazione delle incertezze relative all'ammontare o alla tempistica di tali esborsi. Laddove risulti necessario fornire adeguate informazioni, l'entità deve evidenziare le principali ipotesi formulate su eventi futuri, come specificato nel paragrafo 48; e*
- c) l'ammontare di qualsiasi indennizzo previsto, specificando l'ammontare di ciascuna attività rilevata per l'indennizzo atteso.*

86. A meno che la probabilità di impiegare qualsiasi risorsa per estinguere l'obbligazione sia remota, l'entità deve evidenziare per ciascuna classe di passività potenziale alla data di chiusura dell'esercizio una breve descrizione della natura della passività potenziale e, laddove fattibile:

- a) una stima dei suoi effetti finanziari, determinati secondo le disposizioni dei paragrafi da 36 a 52;*
- b) una indicazione delle incertezze relative all'ammontare o al momento di sopravvenienza di ciascun esborso;*
- c) la probabilità di ciascun indennizzo.”*

Si ritiene che le premesse presenti ai paragrafi 84 ed 85 “*Per ciascuna classe di accantonamento*” possano essere ragionevolmente intese come per ogni classe del relativo fondo presente nel passivo dello stato patrimoniale. Si evidenzia, inoltre, che il paragrafo 84, in conclusione, indica che le informazioni dettagliatamente richieste nel relativo paragrafo sono limitate all’esercizio a cui il bilancio si riferisce. Non è dunque obbligatorio riportare con il medesimo livello informativo le ragioni che hanno determinato i valori di bilancio dell’esercizio precedente. Il paragrafo 85, alla lettera b), specifica che debba essere fornita adeguata informativa circa gli eventi futuri che possono condizionare l’ammontare richiesto per estinguere un’obbligazione se vi è una sufficiente evidenza oggettiva che questi si verificheranno.

Precisati tali aspetti, il primo passo della ricerca può essere volto alla verifica dell’informativa presente nei bilanci circa gli elementi indicati dal principio contabile.

L’analisi è stata focalizzata sulle passività a lungo termine. Tale scelta non esclude che avvengano in maniera continua attività relative alla sostituzione di cespiti durante il corso di vita dell’impresa, ma questi assumono una misura rilevante al termine della vita produttiva degli stessi. Essa, nella maggior parte delle circostanze risulta essere futura rispetto al termine dell’esercizio successivo. L’assenza di questa tipologia di passività come elementi consolidati del passivo, per alcune imprese, implicherebbe la modifica dell’attività caratteristica delle stesse o la cessazione dell’attività produttiva in un periodo piuttosto ravvicinato⁹⁹. Tale aspetto rende l’analisi interessante anche per constatare quali possono essere le aspettative degli amministratori circa l’evolversi della gestione, eventuali sviluppi inerenti le innovazioni tecnologiche, nella gestione degli adempimenti di natura ambientale e nelle normative che potrebbero entrare in vigore nei periodi successivi.

La ricerca in oggetto può essere svolta osservando preliminarmente due distinti aspetti. Il primo riguarda la forma ovvero le caratteristiche di come l’informativa si presenta agli occhi del lettore. Il secondo riguarda il contenuto dell’informativa ovvero il livello di dettaglio delle informazioni presenti e come queste vengono argomentate. I fondi del passivo dello stato patrimoniale presentano delle caratteristiche riscontrabili anche in altre sezioni della nota integrativa in riferimento a differenti poste del bilancio. La forma non è un aspetto secondario rispetto al contenuto. Un fenomeno, difatti, a seconda di come viene rappresentato può essere percepito in maniera differente. Testi, mappe, tabelle, diagrammi e grafici sono mezzi che assolvono, con caratteristiche differenti, ad una funzione comunicativa. In tutte le società oggetto di analisi la sezione relativa ai fondi è

⁹⁹ In ragione della cessazione dell’attività di funzionamento aziendale viene meno l’applicazione del postulato di base definito nel *Framework* IASB e pertanto la valutazione delle poste dell’attivo e del passivo dello stato patrimoniale devono essere valutate secondo differenti criteri. Per un approfondimento sul principio della continuità aziendale si veda in particolare: P. Congiu, *Il Going concern*, Rirea, Roma, 2013. Per un approfondimento sui criteri di valutazione per il bilancio in liquidazione si veda in particolare: F. Poddighe, *Manuale di tecnica professionale*, IV edizione, Cedam, Padova, 2014, p. 514.

caratterizzata da informazioni di sintesi contenute in forma tabellare seguite da un contenuto testuale in ragione degli aspetti che l'impresa ritiene di voler specificare.

Attraverso l'utilizzo di tabelle risulta immediato comprendere la variazione netta che hanno subito i singoli fondi tra i valori di inizio esercizio ed i valori di fine anno per effetto dell'attività di gestione.

Le tabelle più di frequente utilizzate sono a doppia entrata ove ogni riga riporta l'indicazione di un fondo. Solitamente la prima colonna presenta l'indicazione del saldo iniziale, le successive indicano le ragioni delle principali movimentazioni e l'ultima riporta il saldo di fine periodo. Inserire un'unica tabella contenente le informazioni su tutti i fondi, se da un lato rende immediata la percezione della rilevanza di ogni elemento sul totale, dall'altro comporta che il dettaglio circa le informazioni fornite venga valutato in ragione di un giudizio congiunto, espresso pertanto su tutte le tipologie di fondi per rischi ed oneri consolidati.

La presenza di dati organizzati in tabella risulta particolarmente efficace per la divulgazione di questa tipologia di informazioni. Con l'utilizzo di tabelle è possibile comunicare delle informazioni in modo rapido ed immediato, tenuto conto del fatto che il lettore possiede, non di raro, un tempo limitato e che spesso ha interesse a focalizzarsi solo su determinate informazioni di sintesi. Ancora, in un contesto internazionale, le tabelle mantengono la loro utilità perché non sono soggette alle differenze linguistiche tra diversi Paesi e sono pertanto facilmente comprensibili da un lettore non madrelingua. Il rischio risiede nel fatto che un lettore, con tempo limitato da dedicare alla propria analisi, possa focalizzare l'attenzione solo sui valori riportati in tabella percependo di avere un quadro informativo completo, seppur di sintesi, mentre le informazioni testuali relative ai fondi possono contenere precisazioni di primaria importanza per la comprensione di determinati fenomeni.

Per quanto concerne la parte descrittiva collocata a valle della rappresentazione tabellare come elemento integrativo ed esplicativo del contenuto delle singole voci sintetizzate in tabella, le società in oggetto presentano differenti livelli informativi. Il livello minimo informativa di carattere discorsivo presente nelle note non fornisce alcuna informazione aggiuntiva rispetto a quanto presente nelle tabelle. Un simile comportamento è adottato dalle società che *“comunicano perché devono farlo”* con la volontà di non fornire informazioni integrative al lettore. Questo in ragione del fatto che anche se la tabella non fosse integrata da elementi discorsivi al lettore non sarebbe pregiudicata alcuna ulteriore informazione.

Livelli superiori di informativa comprendono talvolta informazioni quali la tipologia di attività materiale che determina il sorgere dell'onere o dell'eventuale rischio, l'area geografica interessata, il periodo di tempo nel quale si presume dovrà essere sostenuto il costo, i tassi di attualizzazione adottati e le ipotesi utilizzate per la stimata del valore.

In riferimento alla forma è stato osservato che, sebbene il contenuto tabellare sia sempre presente, non è altrettanto uniforme poter attribuire una stessa valenza informativa. Solo in una situazione si è riscontrata la presenza della mera variazione netta tra il valore di inizio e di fine esercizio subita dai singoli fondi, comportamento giustificabile in ragione della ridotta rilevanza del fondo rispetto ai valori di bilancio. Si riporta di seguito una tabella relativa ai fondi del passivo contenuta nella specifica sezione del bilancio di una società oggetto di studio.

Figura 3.2: Contenuto tabellare inerente i fondi del passivo nella relazione finanziaria Eurotech.

(Migliaia di Euro)	31.12.2015	31.12.2014
Fondo indennità suppletiva di clientela	58	55
Fondo trattamento di fine mandato	187	141
Fondo garanzia prodotti	280	320
F.do smantellamento cespiti	294	262
Altri fondi rischi diversi	121	131
TOTALE FONDI PER RISCHI ED ONERI FUTURI	940	909

Fonte: Relazione finanziaria 2015 Eurotech S.p.A., p. 235.

Tutti gli altri bilanci analizzati mostrano delle informazioni di maggior dettaglio. Si riportano di seguito ulteriori estratti sui quali è possibile effettuare qualche ulteriore riflessione.

Figura 3.3: Contenuto tabellare inerente i fondi del passivo nella relazione finanziaria Italcementi.

(migliaia di euro)	31 dicembre 2014	Incrementi	Decrementi per utilizzi	Importi non utilizzati e stomati	Differenza di conversione	Altre variazioni e riclassifiche	Totale variazioni	31 dicembre 2015
Ripristini ambientali	80.559	5.961	(6.480)	(711)	1.007	(267)	(490)	80.069
Contenziosi	70.705	9.971	(11.225)	(7.097)	1.089	(6)	(7.268)	63.437
Altri fondi	56.354	20.428	(4.174)	(8.038)	428	(875)	7.769	64.123
Totale	207.618	36.360	(21.879)	(15.846)	2.524	(1.148)	11	207.629
Parte non corrente	206.565	36.339	(22.201)	(15.846)	2.489	(1.103)	(322)	206.243
Parte corrente	1.053	21	322		35	(45)	333	1.386

Fonte: Relazione finanziaria 2015 Italcementi S.p.A., p. 235.

Figura 3.4: Contenuto tabellare inerente i fondi del passivo nella relazione finanziaria Ire.

	Saldo iniziale	Incrementi	Decrementi	Proventi (oneri) da attualizzazione	Variazione area di consolidamento	Saldo finale	Quota corrente
Fondo ripristino beni di terzi	122.293	13.241	(1.916)	408	616	134.642	2.442
Fondi post mortem	27.621	5.259	(4.518)	3.343	-	31.705	3.008
Fondo smantellamento e bonifica area	25.060	1.228	(686)	2.071	-	27.673	2.625
Fondo CIG/CIGS	15.351	889	(4.642)	-	-	11.598	753
Fondo oneri esodo personale	36.095	5.982	(10.324)	187	-	31.940	13.404
Fondo rischi su partecipazioni	10.695	-	(44)	-	-	10.651	10.651
Altri fondi per rischi ed oneri	164.276	48.330	(71.066)	654	304	142.498	65.522
Totale	401.391	74.929	(93.196)	6.663	920	390.707	98.405

Fonte: Relazione Finanziaria 2015 Ire S.p.A., p. 187.

Le due tabelle riportate presentano senz'altro una valenza informativa superiore rispetto alla prima tabella caratterizzata dalla presenza della mera variazione netta subita dai fondi, sebbene anche in queste circostanze sia comunque possibile individuare aspetti di carenza informativa. Nella prima tabella, ancorché siano dettagliate le ragioni delle singole variazioni che sono intervenute nella determinazione del valore di fine anno per ciascuna categoria di fondo, non appare individuabile la suddivisione di tali valori tra la quota corrente e la quota consolidata. A parere di chi scrive, l'individuazione della quota relativa ad oneri di breve termine assume una rilevanza superiore quando suddivisa per tipologia di fondo piuttosto che in ragione della tipologia di variazione manifestatasi dal complesso dei fondi. In tale circostanza, al fine di permettere una valenza informativa superiore sarebbe stato sufficiente aggiungere una colonna con, ad esempio, la dicitura "di cui quota corrente".

Anche per la seconda tabella è possibile effettuare delle riflessioni in particolare sulla scelta di nominare le colonne con i termini "incrementi" e "decrementi". Il termine "incrementi", considerando la presenza di due colonne riguardanti variazioni, le quali possono determinare un aumento del fondo per effetto di proventi da attualizzazione e da variazioni dell'area di consolidamento, può ragionevolmente contenere i soli valori derivanti da accantonamenti rilevati nell'esercizio. Sebbene l'informazione possa giudicarsi sufficientemente idonea a rappresentare il fenomeno, questa potrebbe essere maggiormente esplicativa se vi fosse la suddivisione tra accantonamenti derivanti da oneri di nuova rilevazione ed accantonamenti derivanti da variazione nelle stime di oneri precedentemente rilevati.

Per quanto riguarda il termine "decrementi", sebbene alcune variazioni in diminuzione possano essere spiegate da oneri di attualizzazione e dalla variazione dell'area di consolidamento, si può segnalare che al termine "decrementi" può essere assimilato il medesimo significato di "riduzioni" ma non di "utilizzi" e/o di "rilasci".

Infatti con l'utilizzo di un fondo si intende la circostanza nella quale, al momento del sostenimento dei costi interamente coperti dall'apposito fondo, si utilizza direttamente il fondo stesso e conseguentemente il conto economico non rileverà alcun componente negativo di reddito¹⁰⁰. Differentemente, il termine "rilasci" è riconducibile a circostanze connesse alla fattispecie dei "fondi eccedenti". Questa tematica riguarda la sopravvenuta risoluzione od il positivo evolversi della situazione che aveva generato rischi ed incertezze, la quale può determinare che il valore del fondo precedentemente iscritto risulti parzialmente o totalmente eccedente. In questo caso il relativo fondo si riduce (o si rilascia) di conseguenza.

In riferimento alla terminologia utilizzata ed ai valori inseriti nel bilancio si evidenziano due ulteriori aspetti interessanti.

Il primo riguarda la terminologia utilizzata da un'impresa la quale, in forma tabellare, riporta l'indicazione di "Fondo valorizzazione ambientale". Nella breve descrizione fornita di seguito alla tabella è riportata l'indicazione "Sulla base di apposite perizie redatte da esperti specializzati del settore, nel Fondo valorizzazione ambientale sono accantonati i futuri oneri da sostenere per lo smantellamento degli impianti di produzione di energia elettrica alla fine della loro vita utile. Inoltre, in tale fondo, sono accantonati i futuri oneri da sostenere per il ripristino delle zone interessate da discariche, in accordo con gli impegni assunti in sede di rilascio delle autorizzazioni da parte delle autorità competenti. Tali oneri sono quantificati anch'essi sulla base di preventivi predisposti da società specializzate"¹⁰¹. Sebbene la descrizione permetta di identificare l'attività futura come un ripristino del sito ed eventuale bonifica, la terminologia adottata sembra assegnare all'attività non una funzione di ripristino bensì una funzione di mera valorizzazione, ovvero di miglioramento rispetto alla situazione iniziale.

Il secondo aspetto interessante riguarda la variazione nell'unità di misura adottata tra il contenuto della forma tabellare e la descrizione di seguito fornita.

¹⁰⁰ Nell'ipotesi in cui, al verificarsi dell'evento, il fondo iscritto non sia sufficiente a coprire l'ammontare degli oneri effettivamente sostenuti (ad esempio, la stima a suo tempo effettuata è risultata inferiore all'ammontare effettivo della passività), la differenza negativa è rilevata nelle voci di conto economico in coerenza con l'accantonamento originario.

¹⁰¹ Relazione Finanziaria 2015 Falck Renewables S.p.A., p. 94.

Figura 3.5: Contenuto tabellare inerente i fondi del passivo nella relazione finanziaria Reno De Medici.

	31.12.2014	Altri movimenti	Accantonam.	Utilizzi	31.12.2015
(migliaia di Euro)					
Indennità suppletiva clientela per agenti	238		33	(185)	86
Fondo oneri futuri a lungo	4.542	(114)	562	(2.419)	2.571
Totale Fondi rischi ed oneri a lungo	4.780	(114)	595	(2.604)	2.657
Fondo oneri futuri a breve			553	(101)	452

Fonte: Relazione Finanziaria 2015 Reno De Medici S.p.A., p. 169.

La descrizione riporta “Con riferimento al “Fondo oneri futuri” a lungo, l’utilizzo del periodo, pari a 2,4 milioni di Euro, è attribuibile principalmente all’utilizzo del fondo mobilità (1,3 milioni di Euro), all’utilizzo del fondo oneri di smantellamento dei fabbricati di Marzabotto (0,3 milioni di euro) e...”. Si ritiene che la variazione dell’unità di misura nella medesima sezione della nota integrativa possa avere un effetto distortivo nelle percezioni del lettore del bilancio.

Cercando di comprendere più nel dettaglio il contenuto dell’informazione presente nei bilanci è riportata di seguito una sintesi delle evidenze empiriche raccolte in riferimento alle indicazioni fornite dallo IAS 37 al paragrafo 84 al fine di apprezzare la qualità dell’informazione fornita.

Tabella 3.9: Informazioni richieste dal paragrafo 84 dello IAS 37.

n. società quotate con fondi del passivo oggetto di ricerca	Nuovo società	il valore contabile di inizio e fine esercizio	gli accantonamenti aggiuntivi effettuati nell'esercizio	gli importi utilizzati	gli importi non utilizzati e stornati durante l'esercizio	gli incrementi negli importi attualizzati verificatisi nel corso dell'esercizio
consumer services	4	4	4	4	2	3
industrials	9	9	7	9	5	2
oil & gas	5	5	5	2	2	2
technology	2	2	1	1	0	0
telecommunications	1	1	1	1	0	0
utilities	8	8	6	5	2	4
Totale	29	29	24	22	11	11

Fonte: Ns. elaborazione.

Per la categorizzazione dei risultati ottenuti, in ragione di quanto argomentato precedentemente, il termine “decrementi” non è ritenuto sufficiente a fornire un’informazione idonea a distinguere gli importi del fondo utilizzati dagli importi rilasciati. È emerso inoltre che è piuttosto diffuso riportare in forma tabellare l’indicazione “altre variazioni” senza indicare nella parte discorsiva a quale circostanza siano riconducibili.

Risulta altrettanto poco diffusa la presenza di indicazioni degli effetti finanziari prodotti sui valori per effetto dell'attualizzazione dei fondi derivante dal trascorrere del tempo e derivante da ogni altro cambiamento nella stima dei tassi di attualizzazione.

Considerato che spesso le attività di smantellamento e di ripristino siti avvengono in periodi non prossimi rispetto alla data di chiusura del bilancio, assumono rilevanza non secondaria le eventuali variazioni negli importi attualizzati i quali possono derivare, come precedentemente indicato, da variazioni nei flussi previsti o dal cambiamento del tasso di attualizzazione. Il principio contabile non richiede la trasparenza nella comunicazione del tasso di sconto adottato bensì richiede l'evidenziazione degli effetti sull'ammontare del fondo di una sua variazione. Lo stesso principio, quando affronta la tematica della "miglior stima", afferma che "gli accantonamenti sono determinati attualizzando i flussi finanziari futuri attesi ad un tasso di sconto ante imposte che riflette la valutazione corrente del mercato del costo del denaro in relazione al tempo"¹⁰². La lettera del principio "valutazione corrente del denaro" se non adeguatamente integrata da quanto prescritto dal FASB¹⁰³ potrebbe essere interpretata principalmente in due differenti modi. Il primo potrebbe concernere il valore del mercato del denaro specifico per ogni singola impresa. Tale interpretazione potrebbe pertanto ricondurre al costo medio ponderato del capitale dell'azienda (nella letteratura anglosassone *WACC - Weighted Average Cost of Capital*) il quale risente del mix delle fonti di finanziamento attuali e prospettive e, in ragione anche del mix stabilito, della possibilità di accedere al credito a condizioni maggiormente favorevoli. Un'altra interpretazione potrebbe riguardare il tasso *risk free* ovvero il tasso di interesse associato all'investimento in un'attività priva di rischio, il cui rendimento è certo. Esso rappresenta pertanto il rendimento ottenibile da un investimento caratterizzato da assenza di incertezza associata ai flussi di cassa futuri. Gli investimenti senza rischio sono generalmente identificati con i titoli di Stato a breve termine, in particolare con i Buoni Ordinari del Tesoro in Italia ed i T-Bill negli Stati Uniti. Questo è dovuto al fatto che è estremamente improbabile che i governi non adempiano alle loro obbligazioni pecuniarie. Per tale motivo, il rischio di fallimento viene generalmente considerato pari a zero per i titoli del Tesoro a breve scadenza. Il tasso di interesse privo di rischio può essere misurato sia in termini reali (ovvero escludendo la variazioni del livello dei prezzi registrata nel periodo), sia in termini nominali (determinato come il tasso reale atteso privo di rischio più il tasso atteso di inflazione).

Il rendimento richiesto da un titolo qualsiasi può essere espresso come la somma del tasso nominale privo di rischio più il premio per il rischio. Un modello impiegato per la misurazione del premio per il rischio è il CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). La normativa contabile internazionale ritiene che l'attualizzazione dei futuri oneri a carico

¹⁰² Cfr. International Accounting Standards Board, *IAS 37 - Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets*, op. cit., paragrafo 36.

¹⁰³ Cfr. Financial Accounting Standards Board, *Statement of Financial Accounting Concepts No. 143 - Accounting for Asset Retirement Obligations*, op. cit., paragrafi 9 e 21A.

dell'azienda debba essere effettuata al tasso idoneo a rappresentare il rendimento di un investimento privo di rischio¹⁰⁴. Questo risulta ragionevole se analizzato anche congiuntamente alla prescrizione del paragrafo 37 del principio contabile ove si precisa “*La migliore stima della spesa richiesta per adempiere all'obbligazione attuale è l'ammontare che un'entità ragionevolmente pagherebbe per estinguere l'obbligazione alla data di chiusura dell'esercizio o per trasferirla a terzi a quella data*”. Lo sconto al tasso *risk free* risulta l'unico che permette di trasferire ad un terzo l'onere di un flusso di cassa certo in uscita.

Nonostante la definizione presentata ed il ragionamento illustrato sembrano richiamare un valore individuabile pressoché in maniera univoca o comunque che lasci spazio solo a limitate differenze nella quantificazione, tale valorizzazione risulta piuttosto articolata. Non solo è necessario formulare delle ipotesi ed effettuare delle stime sul valore che il tasso *risk free* possa assumere nei periodi futuri bensì nell'ipotesi in cui gli investimenti vengano effettuati in differenti Paesi il tasso medio di attualizzazione sarà frutto di una ponderazione tra una molteplicità di tassi. Lo IAS 37 non richiede che venga evidenziato, tra le note del bilancio, il tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi monetari in uscita stimati ma altresì richiede che eventuali variazioni del valore della posta per effetto di modifica dei tassi di attualizzazione vengano segnalate nei documenti di bilancio. La valorizzazione di tale effetto è presente in 11 dei 29 bilanci, mentre 13 bilanci presentano l'indicazione “*altre variazioni*” o “*altri movimenti*” le quali dovrebbero ricomprendere, sebbene non in modo esplicito, anche la variazione rilevabile come onere finanziario derivante dalla modifica dei tassi di attualizzazione.

Per quanto riguarda il tasso di sconto adottato, sebbene non sia un'informazione richiesta dal principio contabile, è da segnalare che due società riportano volontariamente l'indicazione sui valori applicati. Nella prima è indicato un range da 0,2% al 4,6% con la comparazione rispetto all'intervallo di valori utilizzato nell'anno precedente. Per la seconda è indicato non solo il range, il quale risulta compreso tra 0,02% e 2,51%, ma vengono descritti anche i riferimenti adottati per la determinazione del tasso e gli effetti sui valori di bilancio di una variazione degli stessi. Per la determinazione del tasso, la società in questione riporta nel proprio bilancio che il riferimento utilizzato è il tasso dei Corporate Bond dell'area euro con rating AA. Inoltre, l'informazione viene integrata con il confronto con quanto effettuato nell'anno precedente ove è stato impiegato il tasso corrispondente ai rendimenti delle stesse emissioni, ma con rating AAA. È interessante evidenziare che nella nota integrativa è inoltre riportata un'analisi di sensitività che mostra gli effetti che un incremento o una riduzione del 10% del tasso di attualizzazione determina sul valore dell'obbligazione futura.

¹⁰⁴ Cfr. Financial Accounting Standards Board, *Statement of Financial Accounting Concepts No. 143 - Accounting for Asset Retirement Obligations*, op. cit., paragrafi 9, 21A.

Evidenziate le peculiarità dell'informativa richiesta dal principio contabile al paragrafo 84 è possibile proseguire l'analisi con la verifica circa la presenza delle prescrizioni contenute nel paragrafo 85 del principio contabile. Rispetto alle indicazioni del paragrafo precedente, le quali possono essere rappresentate facilmente in forma tabellare in quanto riguardanti aspetti sintetizzabili numericamente, il paragrafo in oggetto pone l'attenzione su elementi che possono essere meglio illustrati in forma discorsiva.

La lettera a) del paragrafo 85 prevede che la società debba indicare, nell'apposita sezione, una breve descrizione della natura dell'obbligazione e sulla relativa tempistica prevista per l'esborso.

Valutare se la breve descrizione possa essere considerata esaustiva per descrivere l'obbligazione risente in misura elevata della soggettività del ricercatore. Il criterio utilizzato per ritenere adeguata la "breve descrizione" riguarda la possibilità di identificare, da parte del lettore, l'esistenza di una o più obbligazioni presenti in nota integrativa sotto la medesima categoria con l'indicazione dell'onere o del rischio latente. In tale analisi si ritiene razionale circoscrivere l'osservazione alle sole informazioni presenti nella nota integrativa del bilancio consolidato nella sezione specifica riferita ai fondi. Questo risulta ragionevole se si parte dal presupposto che, considerata la razionalità limitata del lettore del bilancio, un'informazione contenuta nei prospetti di bilancio non possieda la stessa valenza informativa della medesima informazione segnalata nella sola nota integrativa¹⁰⁵. Pertanto si ritiene che, qualora il lettore vanti un interesse specifico nella comprensione di quali possono essere i rischi e gli oneri gravanti sull'impresa, l'informazione contenuta nella sezione relativa ai fondi abbia una valenza informativa superiore rispetto a quella contenuta in altre parti della relazione finanziaria.

Ciò non esclude che la parte descrittiva che precede i prospetti contabili e che coincide con la relazione sulla gestione contenga informazioni rilevanti per gli investitori e per gli analisti finanziari. Questo aspetto è evidenziato in uno studio del 2000 che dimostra come il contenuto della lettera del presidente del consiglio di amministrazione, collocata prima della relazione sulla gestione, sia notevolmente correlato con il successivo fallimento della società¹⁰⁶.

In questo modo non viene tuttavia meno la consapevolezza che, in riferimento ai documenti di bilancio, il fondo oneri e rischi futuri assuma una valenza informativa superiore se considerato congiuntamente alle informazioni contenute in riferimento alle immobilizzazioni per quanto riguarda lo stato patrimoniale ed agli accantonamenti ed

¹⁰⁵ M. Barth, G. Clinch, T. Shibano, *Market Effects of Recognition and Disclosure*, in *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, N. 4, 2003, pp. 581-609.

¹⁰⁶ Cfr. M. Smith, R. J. Taffler, *The chairman's statement - A content analysis of discretionary narrative disclosures*, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 13, 2000, pp. 624 - 647. Lo studio ha evidenziato come il contenuto della lettera è potenzialmente rilevante come fonte di informazioni prospettiche e non solo storiche sull'andamento aziendale.

oneri finanziari per quanto concerne il conto economico. Volendo soffermarsi alla mera analisi della sezione relativa ai fondi emerge che, sebbene la descrizione possa giudicarsi sempre presente, l’informativa circa le ipotesi formulate sugli eventi futuri e la tempistica nella quale l’impresa dovrà far fronte all’onere risulta meno esaustiva. Se da un lato tale aspetto è comprensibile in ragione delle numerose ipotesi formulate e nella considerazione che il valore riportato nelle note di bilancio rappresenta una sintesi della somma di numerosi e differenti oneri ci si sarebbe aspettata un’informativa tale da evidenziare le scadenze degli oneri di maggiore entità. Questo nonostante siano talvolta presenti obbligazioni di smantellamento di immobilizzazioni materiali con vita utile indeterminata, per le quali l’incertezza esistente in merito alla data di sopravvenienza dell’onere possa rendere più aleatoria la stima. Per 7 delle 29 società si è rilevato che la descrizione riportata di seguito alla tabella non fornisce alcuna informazione aggiuntiva rispetto alle informazioni contenute in forma tabellare, limitandosi a ripetere in forma discorsiva le indicazioni numeriche precedentemente indicate. I riferimenti alla tempistica nella quale sarà necessario adempiere alle obbligazioni sono presenti solo per la metà delle società sebbene questa sia, nella maggior parte delle situazioni, descritta in maniera piuttosto vaga. Si ritiene che tale evidenza non sia sempre spiegabile in ragione dall’aleatorietà alla quale sono soggette le previsioni circa le tempistiche di adempimento. Sono riportati di seguito alcuni estratti delle descrizioni presenti nella sezione discorsiva:

- “...interventi di pulizia e di manutenzione/ripristino... da effettuarsi entro la scadenza delle concessioni di utilizzo”¹⁰⁷;
- “...per smantellamento, demolizione, smontaggio e rimozione di cespiti e di alcune migliorie su immobili in locazione al termine della loro vita utile o del contratto di locazione”¹⁰⁸.

Tali situazioni, ad esempio, fanno riferimento a dei parametri come la scadenza delle concessioni di utilizzo o la data di conclusione dei contratti di locazione. Considerato che il parametro esiste, si ritiene che tali informazioni sarebbero potute essere integrate con l’indicazione della durata media residua delle concessioni in essere o da un’informazione delle scadenze che comportano i maggiori oneri. Solo in poche situazioni le epoche ai quali tali oneri si riferiscono sono individuate in maniera esplicita. Anche in questa situazione si riportano di seguito alcuni estratti delle descrizioni presenti nella sezione discorsiva:

- “...L’orizzonte temporale coperto corrisponde al periodo compreso (tre anni) tra l’interruzione della produzione e il passaggio...” e... “...alla fase post operativa”¹⁰⁹;

¹⁰⁷ Relazione Finanziaria 2015 Caltagirone S.p.A., p. 94.

¹⁰⁸ Relazione Finanziaria 2015 Eurotech S.p.A., p. 235.

¹⁰⁹ Relazione Finanziaria 2015 Enel S.p.A., p. 250.

- “...gli esborsi più significativi connessi agli interventi di smantellamento e di ripristino saranno sostenuti in un arco temporale che copre i prossimi 40 anni”¹¹⁰;

Tali indicazioni permettono senz’altro al lettore del bilancio di poter avere maggior contezza circa le caratteristiche, anche temporali, delle obbligazioni future a carico dell’impresa.

In riferimento alle ipotesi formulate, un numero ridotto di imprese tende ad esplicitare quantomeno gli elementi sui quali si è fondata la stima. Si riporta di seguito un estratto della descrizione presente nella sezione discorsiva:

- “...tiene conto, tra le varie assunzioni utilizzate per stimarne l’ammontare, del quantitativo di combustibile non consumato”¹¹¹.

Considerato la molteplicità di assunzioni necessarie per procedere alla stima tale informazione risulta senz’altro utile per comprendere l’attenzione nei confronti della situazione che si potrà generare al termine delle attività produttiva degli impianti. Nonostante questo, a parere di chi scrive, l’eventuale omissione di tale informazione potrebbe non generare carenza informativa nei confronti del lettore del bilancio in quanto si ritiene che le assunzioni ed ipotesi siano molteplici e sempre adeguate all’ottenimento della “migliore stima”.

Il paragrafo 85 del principio contabile richiede inoltre l’indicazione di ciascuna attività rilevata per l’indennizzo atteso. La mancanza di tali informazioni potrebbe significare che non sono previsti indennizzi attesi o che la probabilità di ricevere tali indennizzi è ritenuta remota.

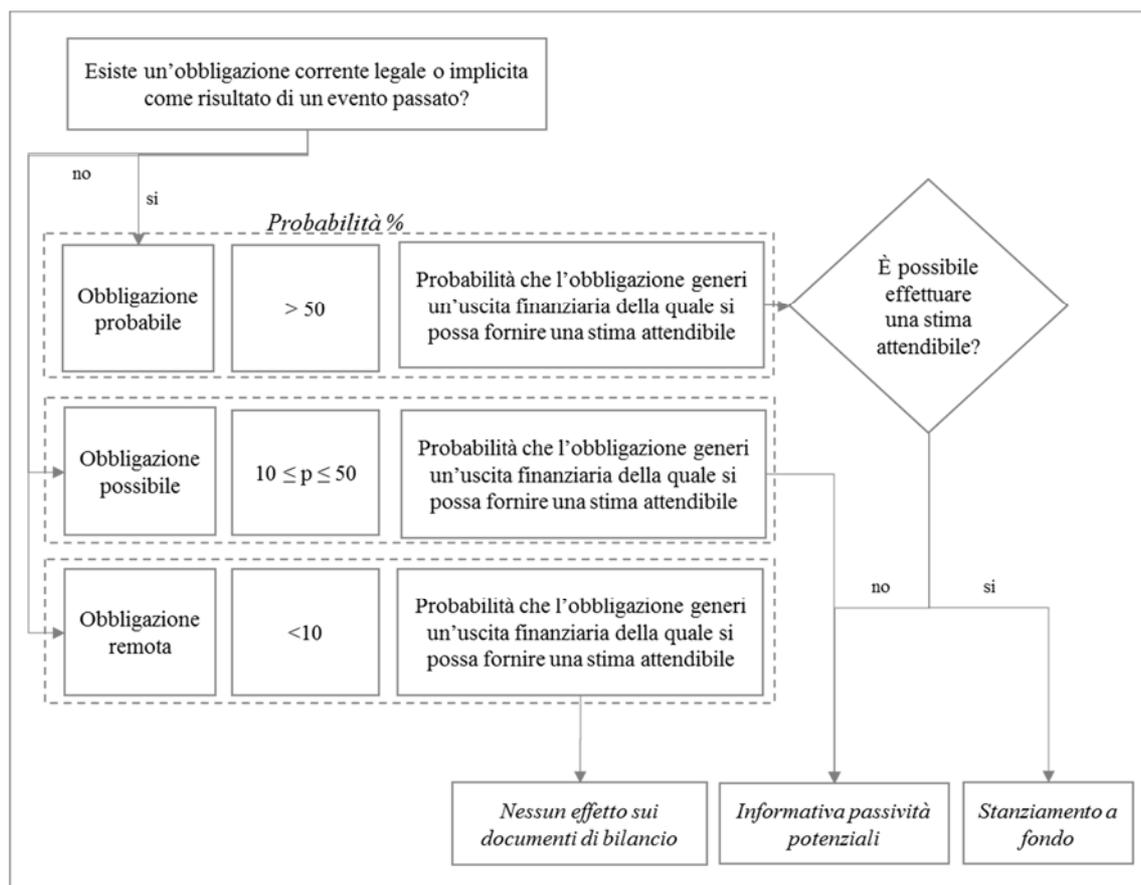
Il paragrafo 86 del principio contabile sofferma l’attenzione sulle passività potenziali ovvero sia le passività che hanno un’elevata possibilità di manifestarsi o comunque sono ritenute probabili ovvero sia per le quali è maggiormente verosimile che non si verifichino piuttosto che la situazione inversa e per le quali non è possibile effettuare una stima attendibile del loro ammontare. Per queste la normativa contabile prevede che si debba dare opportuna informazione nella nota integrativa. Sono escluse dalla quantificazione nei prospetti di bilancio tutte le passività che presentano una probabilità di manifestazione definita come remota¹¹².

¹¹⁰ Relazione Finanziaria 2015 Eni S.p.A., p. 166.

¹¹¹ Relazione Finanziaria 2015 Enel S.p.A., p. 250.

¹¹² Il principio contabile internazionale non definisce esattamente quale valore di probabilità sia identificabile con l’accezione “passività remota”. Ad ogni modo definisce la probabilità remota come i casi in cui è più verosimile piuttosto che il contrario che non esista nessuna obbligazione attuale alla data di chiusura dell’esercizio. Alcuni Autori identificano tale valore con la soglia del 10%. In particolare si veda: M. Rutigliano, *Il bilancio della banca e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2016, p. 341. D. Gervasio, D. Montani, *Il principio della trasparenza nella contabilizzazione dei costi di decommissioning e di bonifica del comparto eolico. Il contributo del conceptual Framework*, op. cit., p. 148.

Figura 3.5: Processo logico per la definizione della tipologia di passività potenziali.



Fonte: Ns. Elaborazione.

L'informativa circa le passività remote non è fornita in nessuna delle sezioni relative ai fondi per rischi ed oneri futuri per passività di *decommissioning*.

Tale assenza può essere spiegata in ragione di due differenti circostanze. Secondo una prima analisi si potrebbe ipotizzare che la società non ritenga di essere interessata da eventi dannosi probabili per i quali ritiene di non poter pervenire ad una stima attendibile del valore o non sia soggetta a fenomeni rischiosi che presentano una probabilità remota di verificarsi. Una seconda spiegazione può riguardare la volontà da parte dell'azienda di informare gli stakeholder sui soli aspetti gestionali che determinano una valorizzazione nei prospetti di bilancio o comunque una valorizzazione tra le note esplicative del bilancio. Se la prima spiegazione dovesse riguardare la maggior parte delle società sarebbe stato ragionevole potersi aspettare, almeno in un numero ristretto di bilanci, un'informazione come ad esempio *“in ragione dell'apprezzamento dei rischi futuri la società non risulta esposta a passività potenziali”*.

A parere di chi scrive la seconda spiegazione potrebbe essere maggiormente plausibile rispetto alla prima, permettendo ai redattori del bilancio di non rendere note determinate informazioni ritenute *“non interessanti per il pubblico”*. Si ritiene che tale comportamento potrebbe evidenziare, soprattutto per le società di minor dimensione e con un azionariato meno polverizzato, la volontà di non esprimere numericamente

determinati fenomeni tra i valori di bilancio al fine di non essere “chiamati” a dover fornire informazioni integrative a supporto della comprensione dei valori di bilancio.

3.5. Sintesi delle evidenze dell’analisi empirica

La qualità dell’informazione esterna circa i fondi per rischi ed oneri relativi a smantellamenti di impianti, ripristino siti e bonifiche nei bilanci 2015 delle società quotate alla Borsa di Milano risulta essere piuttosto eterogenea. Senz’altro si può affermare che se l’informativa richiesta dal principio contabile fosse attesa dalle società in maniera completa si avrebbe senz’altro un miglioramento del livello di trasparenza.

Si riporta di seguito una tabella di sintesi dove sono evidenziate le informazioni richieste dal principio contabile con la relativa presenza nei bilanci oggetto di ricerca.

Tabella 3.10: Sintesi evidenze empiriche.

Indicazioni dello IAS 37	Presenza delle informazioni		
	si	no	n/a
84. Per ciascuna classe di accantonamenti, l'azienda deve evidenziare:			
a) il valore contabile di inizio e fine esercizio;	29	0	0
b) gli accantonamenti aggiuntivi effettuati nell'esercizio, inclusi gli aumenti agli accantonamenti esistenti;	23	6	0
c) gli importi utilizzati (cioè costi sostenuti e imputati all'accantonamento) durante l'esercizio;	22	7	0
d) gli importi non utilizzati e stornati durante l'esercizio;	11	18	0
e) gli incrementi negli importi attualizzati verificatisi nel corso dell'esercizio, dovuti al passare del tempo, e l'effetto di ogni cambiamento del tasso di attualizzazione	11	18	0
85. L'azienda deve indicare per ciascuna classe di accantonamenti:			
a) una breve descrizione della natura dell'obbligazione e la tempistica prevista per l'esborso che ne risulta;	11	18	0
b) un'indicazione delle incertezze relative all'ammontare o alla tempistica di tali esborsi. Laddove risulti necessario fornire adeguate informazioni, l'azienda deve evidenziare le principali ipotesi formulate su eventi futuri	6	23	0
c) l'ammontare di qualsiasi indennizzo previsto, specificando l'ammontare di ciascuna attività rilevata per l'indennizzo atteso.	0	29	0
86. A meno che la probabilità di impiegare qualsiasi risorsa per estinguere l'obbligazione sia remota, l'azienda deve evidenziare per ciascuna classe di passività potenziale alla data di chiusura dell'esercizio una breve descrizione della natura della passività potenziale e, laddove fattibile:			
a) una stima dei suoi effetti finanziari,	0	29	0
b) una indicazione delle incertezze relative all'ammontare o al momento di sopravvenienza di ciascun esborso; e	0	29	0
c) la probabilità di ciascun indennizzo.	0	29	0

Fonte: Ns. Elaborazione.

Dalla tabella si evidenzia la mancanza di informazioni richieste dal paragrafo 86 circa le passività potenziali. Il lettore del bilancio non può essere certo né che l'azienda non sia esposta a passività potenziali né che queste, pur esistendo, non vengano indicate.

Operando una categorizzazione delle indicazioni presenti nel principio contabile è possibile pervenire ai seguenti raggruppamenti:

- indicazioni del paragrafo 84: informazioni quantitative esprimibili con valori numerici e mediante utilizzo di tabelle;
- indicazioni del paragrafo 85: informazioni di carattere descrittivo esprimibili in forma discorsiva;
- indicazioni del paragrafo 86: informazioni su elementi che non trovano riscontro nei valori numerici di bilancio.

Tale categorizzazione permette di poter rilevare, in sintesi, come l’informativa raggiunga un buon livello di trasparenza circa la formazione e le variazioni degli elementi che sono rappresentati da valori numerici. Livelli di informativa inferiori riguardano la descrizione dei fenomeni che hanno generato i valori che alimentano i prospetti di bilancio. Infine, un livello ancora inferiore di informativa è riscontrabile in tutti gli elementi che non trovano riscontro nei valori di bilancio.

Una volta sintetizzate in maniera aggregata le risultanze dell’analisi empirica, la comprensione del livello di trasparenza nell’informativa di bilancio inerente i fondi di *decommissioning* può essere condotta attraverso la costruzione di un indice di trasparenza (di seguito nominato indice di *disclosure*). Sebbene sia generalmente riconosciuto che la trasparenza informativa sia un concetto astratto, difficilmente misurabile ed inficiato dalla soggettività del ricercatore nell’apprezzamento dei fenomeni, nell’ambito delle ricerche empiriche l’utilizzo di tali indici trova ampio utilizzo. Questo è dovuto al fatto che gli indicatori sono capaci di dare una rappresentazione del fenomeno osservato che, sebbene non esista nella realtà, possa comunque essere apprezzato. Al fine di limitare la soggettività insita nella scelta delle variabili da considerare nella definizione dell’indicatore, si ritiene opportuno l’inclusione delle sole informazioni richieste dallo IAS 37 e riportate ai paragrafi precedentemente indicati. Per lo studio si ritiene opportuno operare la costruzione di due indicatori. Il primo avente come variabili le informazioni richieste dal principio contabile, ciascuna considerata con la medesima rilevanza delle altre nella definizione del livello di trasparenza. Tale indicatore permette di minimizzare la soggettività del ricercatore prescindendo da ogni considerazione circa la rilevanza di ogni singolo elemento. Il secondo considera le medesime variabili ma attribuisce un peso differente a ciascuna di esse in ragione della soggettività insita nella sensibilità di chi scrive.

Si riporta di seguito il primo indice non pesato di *disclosure* utilizzato, il quale si fonda sulla presenza degli elementi richiesti dal principio contabile ai paragrafi 84, 85 e 86.

Indice di disclosure non pesato

$$\begin{aligned}
 &= \frac{1}{11} 84a + \frac{1}{11} 84b + \frac{1}{11} 84c + \frac{1}{11} 84d + \frac{1}{11} 84e + \frac{1}{11} 85a \\
 &+ \frac{1}{11} 85b + \frac{1}{11} 85c + \frac{1}{11} 86a + \frac{1}{11} 86b + \frac{1}{11} 86c
 \end{aligned}$$

Tale indice considera la presenza di ogni elemento pari ad 1/11 nella quantificazione del livello di *disclosure* fornito.

L'attribuzione di un uguale peso a tutte le variabili, sebbene riduca la soggettività del ricercatore nell'attribuzione di pesi differenti, assume implicitamente che ogni variabile abbia la stessa rilevanza per il lettore del bilancio. Tale assunzione, sebbene possa non essere completamente corretta, allo stesso tempo potrebbe essere meno errata rispetto all'attribuzione di un peso differente alle singole variabili in ragione della soggettività del valutatore¹¹³.

In dottrina esistono differenti possibilità per attribuire un peso alle variabili. In particolare Melis utilizza il criterio della distinzione in due tipologie principali¹¹⁴:

- variabili specifiche dell'impresa emittente, ovverosia variabili aziendali, che dipendono dalle scelte da questa effettuate e alle quali un investitore può venire a conoscenza solo tramite l'informazione fornita dall'impresa;
- variabili di mercato, disponibili pubblicamente, delle quali il lettore del bilancio può venire a conoscenza attraverso strumenti alternativi al bilancio.

Tale distinzione permette dunque di attribuire un peso maggiore alle variabili aziendali, informazioni che si caratterizzano per avere la specifica azienda come unico fornitore di tali elementi. Nell'ambito dei fondi del passivo, gli elementi richiamati dal principio contabile si caratterizzano per riguardare esclusivamente variabili di tipo aziendale e pertanto è preclusa la possibilità di operare una distinzione dei pesi in ragione di tale classificazione. Risulta pertanto necessario individuare possibili soluzioni al fine di operare una distinzione circa la rilevanza nelle molteplici informazioni richieste. A tale scopo risulta possibile distinguere come le informazioni richieste dai paragrafi 84 e 85 rappresentino oneri la cui probabilità di verificarsi è giudicata dalla direzione aziendale come elevata a differenza di quelle richieste al paragrafo 86 ed aventi ad oggetto oneri la cui possibilità di futura manifestazione è remota. In tale ottica può essere senz'altro attribuita una rilevanza quantomeno doppia agli elementi richiamati ai paragrafi 84 o 85 rispetto a quelli indicati al paragrafo 86. In ragione del fatto che le informazioni quantitative richieste dal paragrafo 84 possono permettere al lettore maggior contezza sui valori numerici solo se supportate da adeguata descrizione, alle informazioni richieste dai due paragrafi si ritiene possa essere attribuita la medesima rilevanza. Il ragionamento illustrato conduce ad attribuire un peso di 0,4 alle informazioni richieste dal paragrafo 84, di 0,4 a quelle richieste dal paragrafo 85 e, infine, di 0,2 a quelle richiamate al paragrafo 86. A questo punto è necessario individuare all'interno di ciascun paragrafo dei pesi in

¹¹³ Cfr. B. Raffounier, *The determinant of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies*, in *European Accounting Review*, Vol. 4, N.2, 2007, p. 270.

¹¹⁴ A. Melis, S. Carta, S. Gaia, *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, op. cit., p. 208.

ragione delle informazioni di livello più elementare richieste. Anche in questa circostanza risulta importante una considerazione circa il *trade-off* tra oggettività auspicata e sensibilità del valutatore. Sulla base del presupposto che le variabili elementari richiamate concorrono alla definizione della trasparenza informativa di un medesimo aspetto, risulta particolarmente complesso e rischioso attribuire dei pesi differenti. Ad esempio le informazioni del paragrafo 84 concorrono tutte a fornire trasparenza rendendo note informazioni quantitative esprimibili con valori numerici e mediante utilizzo di tabelle. A parere di chi scrive l'informazione di minor dettaglio riguarda senza dubbio il valore contabile di inizio e di fine esercizio suddiviso in ragione della tipologia di passività futura. Posto che questa è un'informazione grossolana potrebbe avere una rilevanza limitata ai fini dell'attribuzione del peso. Dall'altro lato l'assenza pregiudicherebbe in maniera significativa la comprensione dei fenomeni aziendali che trovano riscontro nei valori di bilancio. Da un differente punto di vista l'attribuzione di un peso limitato alle variabili di più elevato dettaglio, se da un lato potrebbe non compromettere in maniera significativa la percezione dei fenomeni aziendali da parte del lettore del bilancio, dall'altro lato si configurano come elementi che generano un incolmabile carenza informativa. Sulla base del ragionamento descritto si ritiene ragionevole attribuire un medesimo peso ad ogni variabile richiamata all'interno del medesimo paragrafo.

Indice di disclosure pesato

$$= \frac{4}{10} * \left(\frac{1}{5} 84a + \frac{1}{5} 84b + \frac{1}{5} 84c + \frac{1}{5} 84d + \frac{1}{5} 84e \right) + \frac{4}{10} * \left(\frac{1}{3} 85a + \frac{1}{3} 85b + \frac{1}{3} 85c \right) + \frac{2}{10} * \left(\frac{1}{3} 86a + \frac{1}{3} 86b + \frac{1}{3} 86c \right)$$

L'indice riportato considera le informazioni richieste dal principio contabile ai paragrafi 84 e 85 come egualmente rilevanti nella definizione di uno standard di trasparenza e complessivamente idonee alla definizione dell'80% del livello di *disclosure* in ragione della presenza dei singoli elementi richiamati.

Le informazioni richieste dal paragrafo 86, in ragione della probabilità remota nel verificarsi, sono pertanto idonee alla definizione del 20% del livello di *disclosure* in ragione della presenza dei singoli elementi richiamati all'interno del paragrafo.

Definiti gli indicatori di *disclosure* come precedentemente illustrato è possibile quantificare per ogni macro settore il valore medio che assume l'indice, suddiviso tra i tre paragrafi del principio contabile ove tali informazioni sono richiamate.

Tabella 3.11: Indice di disclosure “non pesato” per macro settore MTA.

Macro settore	n. società	media paragrafo 84	media paragrafo 85	media paragrafo 86	Media complessiva
consumer services	4	0,386	0,000	0,000	0,386
industrials	9	0,323	0,040	0,000	0,364
oil & gas	5	0,291	0,018	0,000	0,309
technology	2	0,182	0,000	0,000	0,182
telecommunications	1	0,182	0,000	0,000	0,182
utilities	8	0,284	0,045	0,000	0,330

Fonte: Ns. Elaborazione.

Tabella 3.12: Indice di disclosure “pesato” per macro settore MTA.

Macro settore	n. società	media paragrafo 84	media paragrafo 85	media paragrafo 86	Media complessiva
consumer services	4	0,340	0,000	0,000	0,340
industrials	9	0,284	0,059	0,000	0,344
oil & gas	5	0,256	0,027	0,000	0,283
technology	2	0,160	0,000	0,000	0,160
telecommunications	1	0,160	0,000	0,000	0,160
utilities	8	0,250	0,067	0,000	0,317

Fonte: Ns. Elaborazione.

Le differenze sulle risultanze statistiche ottenute dall’applicazione dei due differenti indici sono riassunte di seguito.

Tabella 3.13: Risultati della disclosure di bilancio: indice pesato e non pesato.

grandezze statistiche	indice pesato	indice non pesato
media	0,306	0,329
varianza	0,018	0,017
mediana	0,240	0,273
minimo	0,080	0,091
massimo	0,533	0,545
Q1	0,240	0,273
Q3	0,400	0,455

Fonte: Ns. Elaborazione.

Operando una suddivisione delle società in ragione dell’indice di disclosure ottenuto, si riportano di seguito le risultanze.

Tabella 3.14: Raggruppamento delle società per valore dell'indice di disclosure di bilancio: indice pesato e non pesato.

<i>indice di disclosure</i>	<i>indice pesato</i>	<i>indice non pesato</i>
minore di 0,20	6	6
compreso tra 0,20 e 0,40	14	14
compreso tra 0,40 e 0,60	9	9
maggiore di 0,60	0	0

Fonte: Ns. Elaborazione.

L'utilizzo dei due indicatori di *disclosure*, pesato e non pesato, ha permesso di identificare delle classi di *disclosure*. Dall'analisi emerge come 9 delle 29 società abbiano un valore superiore a 0,4. Emerge inoltre che di queste 9 imprese 5 hanno nel proprio bilancio, in riferimento all'oggetto della ricerca, un livello di *disclosure* superiore a 0,50. Per 4 di queste società è risultato determinante rappresentare le informazioni quantitative, in forma tabellare, con un notevole livello di dettaglio. Sono esempi di elevato dettaglio in particolare Eni e Snam ove quest'ultima, in particolare, riporta l'informativa comparativa rispetto all'esercizio precedente sebbene non richiesta dal principio contabile. Tale volontaria inclusione è apprezzabile in quanto permette al lettore del bilancio di aver maggior contezza sulla differente formazione dei valori tra i due esercizi.

Si riporta di seguito l'informativa fornita nella rappresentazione tabellare dalle due società.

Figura 3.6: Contenuto tabellare inerente i fondi del passivo nella relazione finanziaria Eni.

(€ milioni)	Valore al 31.12.2014	Accantonamenti	Rilevazione iniziale e variazione stima	Oneri finanziari connessi al trascorrere del tempo	Utilizzi a fronte oneri	Utilizzi per esuberanza	Differenze cambio da conversione	Riclassifica a discontinued operations e ad attività destinate alla vendita	Altre variazioni	Valore al 31.12.2015
Fondo abbandono e ripristino siti e social project	9.465		(771)	293	(307)		497		(179)	8.998
Fondo rischi ambientali	2.811	231		(7)	(291)	(14)		(36)	8	2.702
Fondo rischi per contenziosi	1.335	906			(498)	(70)	88	(23)	(19)	1.719
Fondo per imposte	488	246		(1)	(108)	(4)	49	(56)	(131)	483
Fondo riserva sinistri e premi compagnie di assicurazione	368	151			(204)			(10)	18	323
Fondo contratti onerosi	327	24		2	(104)		24			273
Fondo certificati verdi	226	2			(38)	(1)		(1)	1	189
Fondo esodi agevolati	235			1	(6)	(25)		(15)	(4)	186
Fondo copertura perdite di imprese partecipate	167	8				(12)	4	(8)	(20)	139
Fondo mutua assicurazione OIL	77					(6)	1	(2)		70
Fondo dimissioni e ristrutturazioni	93				(4)		3	(50)	(12)	30
Fondo rischi contrattuali	101						3	(126)	22	
Altri fondi ^(*)	205	84		3	(97)	(23)	6	(33)	9	154
	15.898	1.652	(771)	291	(1.657)	(155)	675	(360)	(307)	15.266

(*) Di importo unitario inferiore a €50 milioni.

Fonte: Relazione Finanziaria 2015 Eni S.p.A., p. 166.

Figura 3.7: Contenuto tabellare inerente i fondi del passivo nella relazione finanziaria Snam.

31.12.2014							
(milioni di €)	Saldo iniziale	Accantonamenti	Incremento per il trascorrere del tempo	Utilizzi		Altre variazioni	Saldo finale
				a fronte oneri	per esuberanza		
Fondo smantellamento e ripristino siti	485		13	(5)		157	650
Fondo rischi e oneri ambientali	145			(5)		(4)	136
Fondo rischi per contenziosi legali	63	7		(2)	(16)		52
Altri fondi	144	76		(38)	(6)		176
	837	83	13	(50)	(22)	153	1.014

31.12.2015							
(milioni di €)	Saldo iniziale	Accantonamenti	Incremento per il trascorrere del tempo	Utilizzi		Altre variazioni	Saldo finale
				a fronte oneri	per esuberanza		
Fondo smantellamento e ripristino siti	650		11	(8)		(138)	515
Fondo rischi e oneri ambientali	136	1	1	(3)		(4)	131
Fondo rischi per contenziosi legali	52	5		(5)	(19)	1	34
Altri fondi	176	20		(5)	(8)	(87)	96
	1.014	26	12	(21)	(27)	(228)	776

Fonte: Relazione Finanziaria 2015 Snam S.p.A., p. 216.

In riferimento alle informazioni non obbligatorie presenti nell'apposita sezione, Eni e Snam costituiscono esempi di *best practices* in quanto riportano anche l'indicazione del range di tassi di attualizzazione utilizzati per la determinazione del valore dei fondi. In particolare Snam oltre i parametri impiegati per la determinazione dei tassi, impreziosisce l'informazione con un'analisi di sensitività che mostra gli effetti che una variazione in aumento ed in diminuzione del 10% del tasso di attualizzazione impiegato determina sull'ammontare del fondo

Per quanto riguarda le informazioni richieste dal paragrafo 84 si ritiene che livelli di informativa migliori si sarebbero potuti ottenere, nella maggior parte delle situazioni, con un grado di dettaglio superiore, anche terminologico, nella definizione dei singoli elementi riguardanti le variazioni subite dalle varie tipologie di fondi presenti tra le passività consolidate.

In riferimento alle informazioni richieste dal paragrafo 85 queste risultano meno standardizzabili e questo aspetto genera maggiore complessità nell'apprezzamento di un livello di informativa. La stima dei costi futuri di smantellamento e di ripristino è un

processo complesso e richiede l'apprezzamento e il giudizio della direzione aziendale nella valutazione delle passività a cui far fronte a distanza di molti anni per l'adempimento di obblighi di smantellamento e di ripristino, spesso non compiutamente definiti da leggi, regolamenti amministrativi o clausole contrattuali. Inoltre, questi obblighi risentono del costante aggiornamento delle tecniche e dei costi di smantellamento e di ripristino, nonché della continua evoluzione della sensibilità politica e pubblica in materia di salute e di tutela ambientale. In riferimento a questi elementi si ritiene che sebbene l'informativa venisse integrata sulla base delle indicazioni del principio contabile, la profonda comprensione di tali poste da parte del lettore di bilancio risulterebbe comunque limitata sebbene non sia escludibile comunque una maggior contezza su determinati fenomeni aziendali. In particolare si ritiene che l'informazione circa la tempistica prevista per il sostenimento dell'onere, attualmente richiesta dal principio contabile, qualora rispettata potrebbe generare notevoli benefici informativi. Questo è vero anche nell'ipotesi in cui venisse riportato quantomeno un valore medio o le scadenze stimate per gli oneri di più rilevante impatto.

Per meglio comprendere la rilevanza di tale informazione si ipotizzi ad esempio la valorizzazione in sede di prima iscrizione di un fondo di *decommissioning* per un'impresa che produce energia nucleare. Si ipotizzi che l'onere di dismissione stimato sia di 100 milioni di euro e che tale attività si stima poter avvenire dopo 50 anni. In tale circostanza l'attualizzazione del fondo per gli oneri futuri, se attualizzato ad un tasso ipotetico del 2% condurrebbe ad una valorizzazione iniziale di 37 milioni.

Per quanto concerne l'informativa richiesta dal paragrafo 86 si ritiene che sarebbe stato quantomeno auspicabile la presenza di un'informazione come la non presenza di passività potenziali o la presenza di queste ed a quale tipologia di fattispecie rischiosa fa riferimento.

L'analisi ha fatto emergere che la rilevanza dell'incidenza del fondo rispetto al totale del valore dei fondi per rischi ed oneri consolidati non è elemento univoco che determina una correlazione con la maggiore trasparenza circa la composizione di tali elementi di bilancio. Si è inoltre riscontrato che la quantità di informazioni è correlata con il settore nella quale le imprese operano. Le società dei settori Oil & gas e del settore utilities tendono a fornire maggiori informazioni su tali oneri. Questo maggiore dettaglio può essere spiegato da due differenti ragioni. La prima è che, tendenzialmente, anche il lettore poco esperto del business è consapevole che, per tali aziende, gli stanziamenti relativi a smantellamenti di impianti, ripristino siti e bonifiche assumono una rilevanza particolare. Pertanto tali società forniscono un'informativa maggiormente trasparente consapevoli delle attese informative vantate dagli stakeholder. La seconda ragione è che i redattori del bilancio tendano ad osservare i comportamenti posti in essere dalle società operanti nel medesimo settore. Questa attenzione determina la diffusione, per settore, di informazioni che tendono ad avere le medesime caratteristiche di trasparenza. Tale aspetto permette di

passare da informazioni che sebbene siano formalmente definite come “*non obbligatorie*” o “*non di frequente diffuse*”, diventano informazioni “*ad ogni modo dovute*” dando luogo a fenomeni di “*asservimento*”¹¹⁵.

Oltre quanto indicato dal principio contabile senza dubbio risulterebbe di supporto alla miglior comprensione dei valori che la nota integrativa contenesse le seguenti informazioni:

- una sintetica descrizione degli interventi di rimozione da effettuare e delle immobilizzazioni che richiedono lo svolgimento di attività di tale tipologia;
- se si è operata una costituzione graduale del fondo, come nell’ipotesi di oneri di bonifica in ragione dei rifiuti depositati sul sito, oppure un accantonamento globale per la copertura di tali oneri con la conseguente capitalizzazione di tale valore insieme al cespite che genera l’onere di dismissione.

Inoltre, come effettuato da due aziende, sarebbe utile poter conoscere il valore dei tassi di attualizzazione adottati anche con l’indicazione di un valore medio o con un’indicazione del *range* di valori di utilizzi o, ancora, il riferimento utilizzato per la determinazione degli stessi.

Un’informazione completa potrebbe pertanto essere integrata dalla stima della tempistica e della durata delle attività di dismissione, dalle informazioni circa l’utilizzo di ipotesi basate sulla tecnologia corrente o su probabili innovazioni, se si utilizzino nella stima i prezzi correnti, se l’attività sarà gestita in economia o con forniture da parte di terzi ed il tasso di attualizzazione impiegato per la valorizzazione del fondo.

¹¹⁵ Il fenomeno di asservimento indica “la dipendenza che si viene a stabilire tra due grandezze, in modo che una di esse, detta asservita, sia obbligata a seguire, secondo un’assegnata legge di dipendenza, le variazioni dell’altra, detta allora grandezza di comando; tale definizione si applica anche a due elementi di uno stesso impianto, uno asservito all’altro”. Cit. Vocabolario Treccani.

Capitolo 4

La valutazione degli investimenti. Aspetti teorici ed evidenze empiriche

4.1. Introduzione alla tematica delle decisioni di investimento

La tematica delle decisioni di investimento comprende una molteplicità di attività tra le quali assume un ruolo cardine la valutazione degli investimenti. Essa è finalizzata alla comprensione e successiva quantificazione dei benefici economici futuri in ragione dei costi da sostenere per intraprendere dei nuovi progetti.

Con l'accezione benefici economici futuri si intende, in ottica finanziaria, un insieme di flussi di cassa in entrata per l'azienda. Le decisioni di investimento riguardano, senza esclusione di settore, tutte le imprese e rappresentano tra le più importanti scelte che la direzione aziendale è demandata a compiere. Questo sia perché non di raro vengono impiegate notevoli risorse finanziarie sia perché il processo posto in essere risulta spesso irreversibile o reversibile solo con il sostenimento di considerevoli oneri di abbandono del progetto stesso. Gli investimenti aziendali includono l'acquisizione di impianti e macchinari, attività di ricerca e sviluppo, di ampliamento dei magazzini, progetti riguardanti le iniziative pubblicitarie ed il credito commerciale¹¹⁶.

Il presente capitolo si propone di illustrare quali sono le principali metodologie di valutazione degli investimenti evidenziando le implicazioni in tema di smantellamento e rimozione delle immobilizzazioni materiali al termine della vita produttiva ed agli eventuali oneri di ripristino dei siti.

La tematica delle decisioni di investimento costituisce una parte delle attività di *capital budgeting process* attraverso la quale la direzione aziendale sarà supportata:

- nell'individuare quali investimenti l'azienda potrà reputare accettabili;
- nella determinazione dell'ammontare di risorse finanziarie necessarie per avviare determinati progetti;

¹¹⁶ L'incremento del livello di scorte e l'ampliamento del credito commerciale sono azioni che determinano l'assorbimento di liquidità alla stregua di un qualsiasi altro investimento e vengono compiuti vantando ragionevoli attese circa apprezzabili risultati in termini di vendite. Si tratta dunque di un investimento che è imputabile alla gestione caratteristica e che non ha logiche differenti da altre forme di impiego. Esso dev'essere dunque analizzato e sottoposto a valutazioni simili a quelle proposte per gli impieghi in attività estranee alla gestione corrente, al fine di apprezzarne la redditività potenziale e le prospettive di creazione del valore. L'unico elemento concreto di differenziazione rispetto alle forme di investimento in attività immobilizzate concerne il fatto che le scelte riguardanti il capitale circolante sono talvolta reversibili, mentre ben più complesse e difficili sono quelle relative agli investimenti in attività "fisse". Per questa ragione la valutazione circa la convenienza economica di un investimento in circolante potrà prestarsi, almeno in certe circostanze, all'applicazione di metodologie "monoperiodali". Cfr. M. Dallochio, A. Salvi, *Finanza Aziendale*, Egea, Milano, 2005, pp. 657 e ss.

- nell'ottimizzazione dei finanziamenti del portafoglio di investimenti che l'azienda ha deciso di attuare.

Qualunque sia la decisione di investimento da intraprendere è necessario verificare sin dal principio se i risultati che si potrebbero ottenere attraverso la realizzazione del progetto possono ritenersi coerenti con gli obiettivi stabiliti da parte del vertice aziendale. Esempi di obiettivi possono essere l'incremento delle vendite, l'espansione aziendale in nuove attività di business e/o in nuove aree geografiche, l'incremento delle efficienze nei processi aziendali e la riduzione dei costi. Anche le società quotate possono perseguire questi obiettivi spesso identificandoli come sub-obiettivi rispetto all'incremento del valore delle azioni scambiate nel mercato borsistico. L'incremento del valore azionario dell'impresa risulta prezioso in ragione di differenti motivazioni in ambito internazionale rispetto all'ambito nazionale. Tale differenza deriva dalle due differenti modelli di capitalismo che la dottrina internazionale è solita distinguere in modello basato sul mercato e modello basato sulle relazioni. Il primo modello è diffuso in maniera prevalente nei sistemi aziendali anglo-americani (Stati Uniti, Regno Unito, Australia, Canada, ecc.), mentre il secondo risulta prevalente nei Paesi dell'Europa continentale (Italia, Francia, Germania, Spagna). Nel modello basato sul mercato, le imprese quotate si caratterizzano per una struttura della proprietà polverizzata ove il mercato per il controllo aziendale è attivo ed il mercato dei capitali è molto sviluppato. Differentemente, il capitalismo basato sul modello delle relazioni si contraddistingue per un numero ridotto di soggetti attivi nel mercato dei capitali, dal notevole intreccio di relazioni fra i soggetti non facenti parte del medesimo gruppo aziendale e dalla presenza di imprese per le quali una parte significativa delle azioni non è scambiata sul mercato ma mantenuta in maniera duratura dal medesimo soggetto economico¹¹⁷.

Pertanto, nel modello di capitalismo basato sul mercato, la minaccia di scalate ostili ed il conseguente rischio da parte degli amministratori di essere sostituiti costituisce l'elemento cardine che determina come l'obiettivo primario per le società quotate sia l'incremento del valore delle azioni¹¹⁸. Differentemente, per imprese operanti in un mercato dei capitali basato sulle relazioni l'incremento del valore azionario è motivato da ragioni di sviluppo aziendale, dal raggiungimento di economie di scala o di posizioni di leadership sul mercato, ove queste siano consentite dalla normativa in vigore.

Al fine di apprezzare la bontà degli investimenti futuri possono essere utilizzate differenti metodologie ed il risultato ottenuto risente fortemente della scelta adottata. Nonostante la molteplicità di metodologie, il processo decisionale può essere ricondotto ad una serie di attività ordinate che permettono di razionalizzare il processo decisionale.

¹¹⁷ Cfr. A. Melis, S. Carta, S. Gaia, *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, Giuffrè, Milano, 2011, pp. 135 e ss.

¹¹⁸ Cfr. A. Melis, S. Carta, S. Gaia, *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, op.cit., pp. 135 e ss.

Riprendendo gli studi di Drury si riporta di seguito un'illustrazione che sintetizza le varie fasi del processo.

Figura 4.1: Le fasi del processo decisionale nelle operazioni di investimento.



Fonte: Cfr. C. Drury, *Management & Cost Accounting*, Fifth edition, Thomson Learning Press, London, 2000, p. 455.

La fase di individuazione degli obiettivi risulta di notevole importanza in quanto costituisce il momento nel quale bisogna tradurre la strategia dell'organizzazione in obiettivi coerenti con le finalità assegnate. Dedicare la dovuta attenzione a questa fase permette di riflettere sulla *vision* aziendale e di poterla chiarire ai differenti livelli gerarchici. Gli obiettivi non devono essere individuati come meri propositi, ma devono essere quantificati in termini di *target* di risultato. Devono essere opportunamente identificati i collegamenti tra i molteplici obiettivi anche realizzando delle mappe utili per comprendere i rapporti di causa ed effetto esistenti tra i vari obiettivi. La seconda fase ha ad oggetto l'individuazione delle molteplici opportunità di investimento. In tale momento è possibile condurre un'analisi di tipo *SWOT* utile per valutare i punti di forza (*Strengths*) e di debolezza (*Weaknesses*) della propria impresa, direzione o divisione aziendale; è possibile inoltre riflettere sulle opportunità (*Opportunities*) e minacce (*Threats*) che derivano dal contesto esterno in cui è inserita la realtà analizzata, il quale risulta spesso caratterizzato da incertezza e forte competitività. Lo scopo dell'analisi è quello di definire le opportunità di sviluppo derivanti dalla valorizzazione dei punti di forza, limitando gli

aspetti di debolezza, alla luce del quadro di opportunità e minacce che derivano dalla congiuntura esterna, consentendo dunque l'identificazione delle principali linee guida strategiche in relazione all'obiettivo globale di sviluppo economico o settoriale¹¹⁹.

La terza fase pone un'attenzione ancora maggiore all'approfondita comprensione del contesto nel quale l'impresa opera analizzando l'andamento macroeconomico, i tassi di inflazione, gli andamenti della domanda di determinati beni ed il contesto giuridico. Tale comprensione dev'essere sviluppata non solo in un'ottica attuale bensì con il proposito di individuare eventuali evoluzioni più o meno prevedibili negli scenari futuri.

Nella quarta fase viene esaminato con dettaglio lo scenario futuro in termini di condizioni del contesto con una più accurata analisi di come eventuali progetti potrebbero risultare coerenti con lo scenario futuro.

La quinta fase si caratterizza per la redazione di vere e proprie valutazioni economiche finalizzate alla verifica della bontà degli investimenti in termini di benefici futuri attesi. Una volta stimati i benefici derivanti dai vari progetti di investimento è necessario selezionare gli investimenti che da un punto di vista economico-finanziario, accertata la coerenza con gli obiettivi strategici, si ritiene debbano essere realizzati. Una volta selezionato l'investimento ed ottenuta la relativa autorizzazione alla realizzazione inizia la fase operativa ove viene concretizzato quanto previsto.

L'ultima fase del processo consiste nella verifica continua dello stato di avanzamento dei progetti in termini di tempi, di costi e di ricavi in modo tale da poter apprezzare con tempismo eventuali scostamenti per cause interne o esterne e poter rapidamente ridefinire le azioni di gestione. Questa fase si pone come propedeutica alla nuova verifica circa l'evoluzione, in termini di risultati, dei progetti in corso permettendo di operare nuove decisioni quali ad esempio la modifica del progetto, la valutazione di nuove opportunità di investimento o la necessità di abbandono dei progetti in corso.

4.2. Metodologie di valutazione degli investimenti

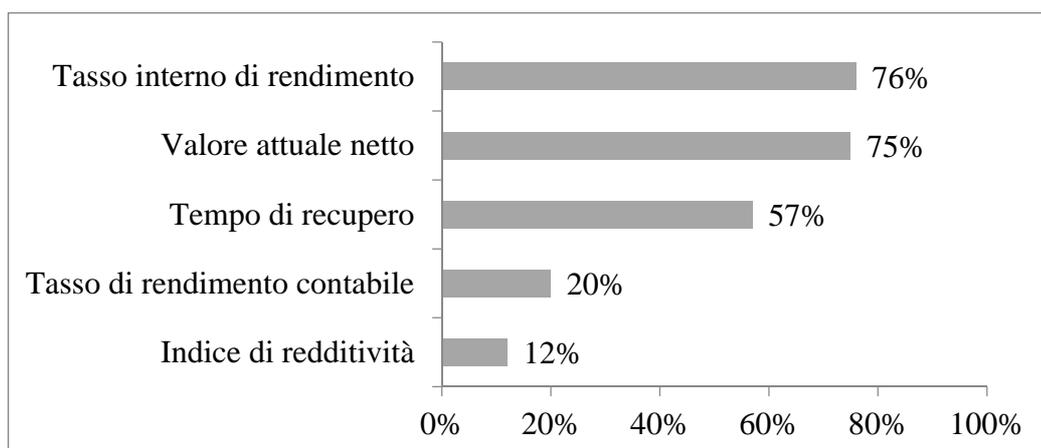
La dottrina ragionieristica e finanziaria ha elaborato negli anni diverse metodologie di valutazione degli investimenti le quali trovano differenti livelli di diffusione all'interno delle imprese.

Si riporta di seguito una breve illustrazione di un'indagine condotta sulla percentuale di direttori finanziari che usano in modo abituale una determinata tecnica per valutare i progetti di investimento¹²⁰.

¹¹⁹ Per un approfondimento si veda in particolare: T. Hill, R. Westbrook, *SWOT analysis: it's time for a product recall, Long range planning*, vol. 30, n. 1, 1997, pp. 46-52; P. Muzumdar, *Business Model Development Through Corporate Strategy Design: IBM SWOT Analysis*. Available at SSRN, 2013.

¹²⁰ Cfr. J. R. Graham, C. R. Harvey *The theory and practice of finance: Evidence from the field*, in *Journal of Financial Economics*, 61, 2001, pp. 187- 243. Lo studio ha preso in esame un campione di 392 direttori finanziari di imprese americane e rappresenta ad oggi lo studio di tali aspetti con il campione più ampio. Il campione in oggetto comprende aziende americane con ricavi inferiori ai 100 mila dollari per il 26% e con ricavi superiori al milione di dollari per il 42%. Il campione include imprese finanziarie (15%),

Figura 4.1: La diffusione delle metodologie di valutazione degli investimenti.



Fonte: Cfr. J. R. Graham, C. R. Harvey, *The theory and practice of finance: Evidence from the field*, in *Journal of Financial Economics*, 61, 2001, pp. 187- 243.

Di seguito sono presentati, in maniera sintetica, i concetti sui quali si fondano le metodologie indicate ad esclusione del valore attuale netto per il quale è dedicato un approfondimento maggiore nella parte successiva del capitolo.

4.2.1. L'indice di redditività

L'indice di redditività, nella letteratura anglosassone il *discounted profitability index* (D.P.I.), rappresenta una variante semplificata del valore attuale netto e si determina mediante il rapporto tra la differenza del valore attuale dei flussi in entrata ed in uscita generati dall'investimento nei periodi successivi al primo ed il valore del flusso di cassa necessario per effettuare l'investimento. Si riporta di seguito la formula:

$$I. R. = \frac{\text{Valore attuale dei flussi di cassa successivi al primo}}{\text{Investimento iniziale}}$$

In ragione della formula indicata, un investimento potrà essere accettato qualora l'indice di redditività sia superiore all'unità e, conseguentemente, dovrà essere respinto qualora il risultato sia inferiore al medesimo valore.

Sebbene tale metodologia, pur non trascurando il valore finanziario del tempo, risulti semplificata rispetto a quella del valore attuale netto, essa risulta però caratterizzata da dei limiti intrinseci alla semplificazione quali:

di trasporto e di energia (13%), di vendita al dettaglio ed all'ingrosso (11%) e che operano in ambito high-tech (9%). Lo studio evidenzia come la maggior parte dei direttori finanziari utilizzano le metodologie del valore attuale netto e del tasso interno di rendimento per valutare i nuovi progetti di investimento. La prassi è comunque differente a seconda della dimensione dell'azienda. Infatti nelle aziende di minore dimensione la metodologia del tempo di recupero risulta maggiormente diffusa rispetto alle aziende di più ampia dimensione.

- non tiene conto della dinamica dei flussi monetari in entrata ed in uscita al fine di poterne valutare la sostenibilità finanziaria;
- non considera la disomogeneità delle grandezze che determinano gli elementi della formula;
- non considera eventuali investimenti necessari nelle fasi successive al periodo zero.

Risulta importante evidenziare che tale indicatore fornisce una misura relativa di redditività in quanto considera il rendimento per singola unità monetaria investita, differenziandosi pertanto dalla metodologia del V.A.N. in quanto quest'ultima permette di identificare una misura assoluta della redditività¹²¹.

4.2.2. Il tasso di rendimento contabile

Il tasso di rendimento contabile si calcola effettuando la divisione tra il reddito contabile medio generato dall'investimento ed il costo dell'investimento. Tale indicatore deriva dall'indice di redditività solitamente utilizzato per le analisi di bilancio il quale rapporta il valore del reddito operativo al valore del capitale investito nell'attività d'impresa. Si riporta di seguito la formula:

$$\text{Tasso di rendimento contabile} = \frac{\text{Reddito annuale medio}}{\text{Costo dell'investimento}}$$

L'utilizzo di questo indicatore, oltre ad avere un collegamento diretto con i valori di bilancio, considera tutti i ricavi ed i costi generati dal progetto. In tale calcolo dovrebbero, pertanto, essere compresi la totalità dei ricavi e la totalità dei costi del progetto, inclusi quelli di ricerca necessari alla definizione delle caratteristiche dell'investimento ed i costi di chiusura dello stesso una volta terminata la vita utile dei cespiti. Per effetto della considerazione di tutti gli elementi di costo e di ricavo che si generano dall'investimento, questa metodologia risulta preferibile rispetto al tempo di recupero.

Il principale limite della metodologia in oggetto riguarda la mancata considerazione della dinamica dei flussi di cassa e del valore finanziario del tempo nella manifestazione degli stessi.

4.2.3. Il tempo di recupero

Considerata l'incertezza del contesto con il quale le imprese si confrontano quotidianamente molti direttori finanziari considerano come elemento decisivo per l'accettazione di un progetto o per la scelta tra differenti progetti, il tempo di recupero dello stesso ovvero si richiedono che la spesa iniziale per un qualsiasi progetto sia

¹²¹ Per un approfondimento si veda in particolare: M. Dallochio, A. Salvi, *Finanza Aziendale*, op. cit., pp. 311 e ss.

recuperata entro un certo periodo di tempo (*cutoff period*). Il tempo di recupero di un progetto si ottiene calcolando il numero di anni affinché i flussi di cassa positivi cumulati stimati siano uguali al valore dell'esborso iniziale.

I principali limiti della metodologia in oggetto sono:

- la mancata considerazione dei flussi di cassa successivi al periodo di *cutoff*; questo comporta che progetti con ingenti flussi di cassa positivi previsti nei periodi successivi al tempo di recupero stabilito non vengano presi in considerazione;
- considera allo stesso modo tutti i flussi di cassa trascurandone la dinamica nella loro manifestazione; nell'ipotesi in cui due progetti presentino lo stesso periodo di recupero risulterà indifferente la preferenza per uno dei due trascurano il fattore tempo con il quale si realizzano i flussi di cassa. In quest'ottica dovrebbero essere preferiti investimenti che presentano un valore attuale netto superiore.

In riferimento all'ultimo elemento evidenziato, al fine di operare una scelta tra due o più progetti che presentano lo stesso periodo di recupero, risulta senz'altro utile procedere con la determinazione dei flussi di cassa netti. Operare secondo tale modalità comunque non risulta premiante al fine di scegliere il progetto maggiormente conveniente. Difatti non sono parimenti considerati tutti i flussi di cassa posticipati rispetto al periodo di *cutoff* stabilito.

La logica su cui poggia tale metodo fa riferimento all'attitudine dell'investimento a generare con maggiore o minore prontezza flussi monetari positivi netti, nel presupposto che a tale liquidità corrisponda la possibilità di impiegare nuovamente i capitali disponibili e, soprattutto, un minore rischio d'impresa connesso con la lunghezza temporale dell'esposizione finanziaria derivante dalla proposta d'investimento considerata¹²².

4.2.4. Il tasso interno di rendimento

Il menzionato studio di Graham e Harvey evidenzia come il metodo del Tasso Interno di Rendimento (T.I.R.) sia la metodologia più frequentemente utilizzata per la valutazione degli investimenti. L'applicazione del T.I.R. viene spesso suggerita dalla dottrina economico-aziendale e finanziaria in quanto si basa su presupposti meno dipendenti dalla soggettività del valutatore e/o dall'applicazione di principi meramente contabili, rispetto al periodo di recupero ed al tasso di rendimento contabile. Il T.I.R. è il valore percentuale che consente di eguagliare il valore attuale delle entrate e delle uscite monetarie. In altre parole, è il tasso per il quale il V.A.N. assume un valore pari a zero. Nell'ipotesi in cui vi siano molteplici flussi in entrata la formula diviene la seguente:

¹²² Cfr. G. Brügger, *La valutazione degli investimenti industriali*, Giuffrè, Milano, 1979, p. 67.

$$V.A.N. = 0 = F_0 + \frac{F_1}{(1 + TIR)^1} + \frac{F_2}{(1 + TIR)^2} + \dots + \frac{F_n}{(1 + TIR)^n}$$

ove:

F = valore dei flussi di cassa netti previsti alle differenti epoche.

Secondo questo criterio dovrebbe essere accettato un investimento ogni qualvolta il T.I.R. risulta superiore al costo opportunità del capitale. Nonostante il principio sul quale si fonda la metodologia in oggetto risulta essere il medesimo del V.A.N., l'utilizzo di quest'ultimo risulta preferibile in quanto l'impiego del T.I.R. presenta molteplici "trappole"¹²³.

Il primo limite riguarda la differente lettura dei risultati qualora si valutino opportunità di investimento o esigenze di finanziamento. Difatti, nel primo caso dovrebbe essere accettato un investimento ogni qual volta il T.I.R. risulta superiore al costo opportunità del capitale. Differentemente, qualora si valutino esigenze di finanziamento, un progetto risulta conveniente solo nell'ipotesi in cui T.I.R. risulta inferiore rispetto al costo opportunità del capitale.

Il secondo limite riguarda la scelta tra investimenti alternativi. Due progetti sono alternativi qualora l'accettazione di un progetto pregiudichi la realizzabilità di un progetto alternativo. In questa ipotesi i limiti sono rappresentati dal fattore tempo e dalla quantità di capitale necessaria per realizzare l'investimento stesso. In riferimento al fattore tempo il valore del T.I.R. risente in maniera elevata di orizzonti temporali ridotti per il recupero dell'investimento. Tempi ridotti nel recupero degli investimenti conducono a valori elevati nel tasso di attualizzazione. Nell'ipotesi in cui due progetti alternativi risultino caratterizzati dallo stesso tasso dovrebbe essere indifferente la scelta tra uno dei due investimenti. Tale comportamento esclude infatti la considerazione della "ricchezza" che progetti con quantità e dinamiche differenti nei flussi di cassa possono generare per l'impresa. Oltre quanto evidenziato il metodo del T.I.R. assume una "preferenza" per i progetti incrementali. Anche in questa circostanza si perde di vista la "ricchezza" che l'impresa potrebbe potenzialmente realizzare prediligendo progetti che minimizzano le uscite di cassa nel periodo attuale e che presentano ampi flussi di cassa nei periodi subito successivi.

La metodologia del T.I.R. inoltre può condurre all'ottenimento di tassi multipli. La ragione per la quale questo si verifica consiste nella presenza di un doppio cambiamento di segno nei flussi di cassa previsti. Pertanto possono esserci tanti differenti risultati per

¹²³ Per un approfondimento sulle "trappole" del T.I.R. si veda in particolare: M. Micocci, G. B. Masala, *Manuale di Matematica finanziaria*, Carocci, Roma, 2012.

la valutazione di un progetto quanti sono i cambiamenti di segno nei flussi di cassa¹²⁴. Questa è la tipica situazione che si verifica quando si valutano investimenti che presentano ingenti costi per l'avvio del progetto e presentano elevati oneri per la chiusura dell'investimento stesso come, ad esempio, per dismissioni, smantellamenti e ripristini del sito. Esistono inoltre delle situazioni come quella evidenziata di seguito ove non esiste alcun tasso di attualizzazione tale da rendere il V.A.N. del progetto pari a zero.

Figura 4.2: Esempio di investimento privo di tasso interno di rendimento.

Progetto A				T.I.R. %	V.A.N. al 10%
Tempo	0	1	2		
Flussi di cassa	100	-300	250	Nessuno	34

Fonte: Ns. Elaborazione.

In queste circostanze le imprese, talvolta, adottano degli aggiustamenti alla formula come l'eliminazione dell'ultimo flusso di cassa e l'attualizzazione dello stesso con il metodo del V.A.N.. Nell'ipotesi in cui il T.I.R. conduca a soluzioni multiple risulta preferibile adottare la metodologia del V.A.N. senza operare degli aggiustamenti che possono condurre a risultati caratterizzati da bassa significatività e, pertanto, determinare decisioni di investimento non supportate da valida metodologia finanziaria¹²⁵.

Ulteriore limite della metodologia del T.I.R. riguarda il confronto, non sempre possibile, tra il valore del tasso di rendimento ottenuto con il costo opportunità del capitale. Tale confronto risulta possibile solo nell'ipotesi vi sia valore del T.I.R. confrontabile con un unico valore del costo opportunità del capitale. Questo non accade quando gli investimenti sono caratterizzati da ampi orizzonti temporali nei quali tendono a verificarsi anche delle variazioni della struttura finanziaria, delle dinamiche di rischio e di rendimento derivanti anche da una differente struttura per scadenza dei tassi, aspetti che determinano una molteplicità di costi opportunità del capitale. In tali circostanze, il risultato del T.I.R. confrontato con la media prevista del costo opportunità del capitale risulta privo di significatività¹²⁶. Questo deriva dal fatto che ogni flusso di cassa dovrebbe essere attualizzato al costo opportunità stimato per il periodo in oggetto e confrontato in maniera puntuale con il valore del tasso interno di rendimento.

¹²⁴ Secondo quanto osservato da Cartesio un polinomio può avere tante soluzioni quanti sono i cambiamenti di segno. Per un approfondimento circa il problema dei tassi di rendimento multipli si veda in particolare: J. H. Loire e L. J. Savage, *There problems in rationig Capital*, in *Journal of Business*, 28, ottobre 1955, pp. 229-239; E. Solomon, *The arithmetc of capital budgeting decision*, in *Journal of Business*, 29, aprile 1956, pp. 124-129.

¹²⁵ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen e Sandro Sandri, *Principi di finanza aziendale*. Quinta edizione, McGraw-Hill, New York, 2007, pp. 97 e ss.

¹²⁶ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen e Sandro Sandri, *Principi di finanza aziendale*. op. cit., p.102.

4.3. Il valore attuale netto

Considerati i limiti caratterizzanti le metodologie di valutazione degli investimenti rappresentate nel paragrafo precedente, risulta necessario soffermarsi sull'analisi della metodologia del valore attuale netto. Attualmente la dottrina aziendalista e la prassi professionale considerano come “*buone decisioni di investimento*” quelle che, alla base, prevedono l'utilizzo del criterio dei flussi di cassa netti attualizzati¹²⁷.

Il valore attuale netto si ottiene sommando i flussi di cassa netti stimati che si ritiene che l'investimento possa generare in ciascun periodo, attualizzati al costo opportunità del capitale. Si riporta di seguito la formula:

$$V.A.N. = F_0 + \frac{F_1}{(1+i)^1} + \frac{F_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{F_n}{(1+i)^n}$$

ove:

F = valore dei flussi di cassa previsti alle differenti epoche;

i = tasso di sconto.

Sebbene l'idea di fondo risulti non eccessivamente complessa, l'utilizzo della metodologia in oggetto potrebbe condurre a dei risultati non coerenti con le finalità stesse attribuite al metodo del valore attuale netto.

Risulta pertanto interessante approfondire gli elementi sui quali si basa la formula, i quali sono:

- la stima dei flussi di cassa;
- il valore del tasso di attualizzazione.

Il flusso di cassa è la differenza tra i valori monetari incassati ed i valori monetari pagati in uno medesimo periodo di tempo. La determinazione di tale ammontare di denaro prescinde dalle considerazioni sulla quantificazione dei profitti contabili determinati in sede di formazione dei valori di bilancio. È pertanto irrilevante ai fini della metodologia in oggetto il reddito contabile quantificato in sede di bilancio e determinato nel rispetto

¹²⁷ Considerando che la valutazione degli investimenti, sebbene presenti delle specificità proprie, è un di cui della più complessa valutazione d'azienda, la quale può essere intesa come la combinazione di molteplici investimenti in essere, si riporta di seguito una frase di ampia valenza tesa a riconoscere la bontà del metodo dei flussi di cassa attualizzati. Tale espressione è presente nell'opera Valuation della McKinsey: “Tra i vari modi per valutare un'azienda, ne vanno sottolineati due: il DCF e l'attualizzazione del profitto economico (Economic Profit). L'attualizzazione dei profitti economici sta guadagnando popolarità a motivo dello stretto collegamento con la teoria economica e la strategia competitiva. Il profitto economico evidenzia se un'azienda stia recuperando i costi del proprio capitale in un dato anno. Considerati gli identici risultati dei metodi ed i benefici complementari di interpretazione, noi usiamo sia il DCF sia il profitto economico quando si valuta un'azienda.” Cfr. T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company, Wiley, New Jersey, 2005. In riferimento ai punti di vista dottrinali sul tema della valutazione d'azienda si veda in particolare: G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 1992; L. Guatri, *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1990; O. Paganelli, *Valutazione delle aziende. Principi e procedimenti*, Utet, Torino, 1990.

dei principi contabili. Tali principi, ad esempio, evidenziano differenze di contabilizzazione tra spese correnti e spese per investimenti, queste ultime considerate nel reddito di esercizio in virtù della loro competenza economica¹²⁸. Per tale ragione è necessario abbandonare la configurazione di reddito e soffermarsi solo sui valori monetari in entrata ed in uscita che si prevede possano realizzarsi. Talvolta la prassi sopravvaluta le stime circa i flussi di cassa previsionali e compensa tale eccesso di ottimismo con dei tassi di attualizzazione superiori. Tale comportamento è sicuramente da sconsigliare in quanto non è possibile correggere dei flussi di cassa con un tasso di attualizzazione opportunamente incrementato.

In riferimento ai flussi di cassa è bene precisare che ogni valutazione dev'essere condotta sulla base dei flussi incrementali. Questo determina che l'attenzione debba essere posta solo sui benefici e sugli svantaggi incrementali, in termini di flussi di cassa, che il progetto dovrebbe permettere di conseguire. Pertanto ragionamenti sulla quantità di valore creato da una determinata direzione o divisione aziendale risultano fuorvianti; divisioni aziendali caratterizzate da elevati livelli di creazione di valore possono oramai aver saturato le opportunità di investimento ad elevata o buona profittabilità; viceversa divisioni con risultati modesti possono talvolta accogliere progetti con buoni margini di creazione di valore.

Al fine di ottenere le cosiddette *“buone valutazioni”* è necessario prevedere tutti gli effetti collaterali che l'investimento può generare. Ad esempio la diramazione di una linea autostradale principale potrebbe presentare un V.A.N. negativo qualora considerata a se stante, ma rimanere un buon investimento se si tiene conto del traffico supplementare che può generare alla linea principale. Viceversa, la realizzazione da parte dell'amministrazione comunale di una piscina in una cittadina ove è presente solo una palestra potrebbe condurre ad un V.A.N. positivo ma considerato lo sviamento della clientela dall'iniziativa commerciale già in essere verso la nuova attività e data l'irreversibilità del primo progetto il V.A.N. complessivo potrebbe non essere più positivo.

Nelle valutazioni fondate sui flussi di cassa risulta necessario considerare il fabbisogno incrementale di capitale circolante netto. La realizzazione ad esempio di una nuova linea produttiva, di un nuovo punto vendita per un'impresa mercantile, di mere politiche commerciali maggiormente aggressive, determinano la necessità di investimenti aggiuntivi in capitale circolante sotto forma di ampliamento del valore dei crediti o necessità di costituire e mantenere maggiori scorte di magazzino. Solitamente tali necessità vengono meno alla conclusione del progetto, fase nella quale si determina la

¹²⁸ Tale aspetto risulta vero sia nell'ipotesi di adozione dei principi contabili nazionali OIC sia nell'ipotesi di adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS sebbene i due principi si differenzino nella considerazione della competenza in ragione di esercizio.

“*liberazione*” di un flusso di cassa che dev’essere opportunamente considerato nella valutazione.

Le valutazioni, inoltre, non dovrebbero considerare i *costi sommersi*¹²⁹ i quali, se valutati, possono condurre a delle scelte fuorvianti. Questo si verifica quando la valutazione di un investimento considera i flussi di cassa precedentemente impiegati nel progetto. Valutare la bontà di un investimento considerando i flussi di cassa positivi stimati al netto di quelli negativi e diminuiti degli ulteriori flussi precedentemente impiegati risulta estremamente pericoloso sia nell’ottica di valutare la prosecuzione del progetto sia nell’ottica di deciderne l’abbandono. I flussi di cassa precedentemente impiegati rappresentano esborsi non recuperabili e pertanto sono del tutto irrilevanti ai fini della valutazione.

Un altro elemento da considerare riguarda i costi opportunità. Difatti la mancata considerazione di questi può condurre a sopravvalutare i benefici di un determinato progetto. Questo si verifica quanto non vengono considerati i flussi di cassa potenziali che un determinato bene, o più in generale risorsa, può generare se impiegata diversamente nella combinazione produttiva o anche esternamente alla stessa. Tale aspetto prescinde dalla considerazione se il bene è attualmente in uso in maniera profittevole e se lo stesso sia stato acquisito o meno a titolo oneroso.

Valutazioni condotte secondo la metodologia dei flussi di cassa incrementali implicano che i flussi di cassa derivanti dal sostenimento di costi comuni, qualora questi non vengano incrementati, non debbano essere considerati nella valutazione.

Il secondo elemento cardine della formula per la determinazione del V.A.N. riguarda il tasso al quale scontare i flussi di cassa previsionali. Il tasso dovrebbe essere idoneo a rappresentare i rischi e le incertezze che gravano sul progetto. La dottrina aziendalista¹³⁰ e la prassi professionale identificano nel costo medio di opportunità del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*)¹³¹ un tasso al quale sia ragionevole operare l’attualizzazione. Si riporta di seguito la formula:

¹²⁹ Sono costi sommersi (nella letteratura anglosassone definiti *sunk costs*) gli oneri che l’azienda sostiene per effetto di scelte del passato e che non possono essere modificati nel futuro. Tali oneri prescindono da considerazioni circa l’utilizzabilità nel processo produttivo dei fattori precedentemente acquisiti anche se non più necessari rispetto alle scelte effettuate nel presente. Costituisce un esempio di tale costo quello inerente ai canoni di leasing per l’acquisizione di attrezzature effettuato con un contratto vincolante che non può essere rescisso anticipatamente. I costi sommersi sono irrilevanti nel processo decisionale; questi però si distinguono dai costi irrilevanti in quanto non tutti i costi irrilevanti sono anche sommersi. In riferimento alla classificazione dei costi in ottica di contabilità direzionale si veda in particolare: C. Drury, *Management & Cost Accounting*, op. cit., pp. 21 e ss.

¹³⁰ Cfr. E. Fusa, G. Guatri, *La valutazione del capitale economico d’impresa. Metodi tradizionali, innovativi ed empirici. Casi pratici*. Prefazione di Luigi Guatri, Il Sole 24 Ore, Milano, 1998.

¹³¹ Per un approfondimento sulla modalità di calcolo del costo medio del capitale si veda in particolare: T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, op. cit., pp. 235 e ss.

$$W.A.C.C. = \frac{E}{E + D} * K_E + \frac{D}{E + D} K_D * (1 - t)$$

ove:

E = valore del capitale proprio;

D = valore del capitale di terzi;

K_E = costo del capitale proprio;

K_D = costo del capitale di terzi;

t = aliquota d'imposta marginale per le imprese.

Per quanto riguarda il valore del capitale proprio e del capitale di terzi è necessario non considerare i valori contabili bensì osservare i valori di mercato.

Il costo del capitale proprio riguarda la stima del rendimento che gli investitori richiedono per partecipare al capitale di rischio dell'impresa. Il C.A.P.M.¹³² afferma che il rendimento delle azioni possa essere stimato con la seguente formula:

$$K_E = r_f + \beta * (r_M - r_f)$$

ove:

r_f = rendimento di investimenti privi di rischio;

r_M = premio atteso per il rischio del mercato;

β = coefficiente di rischio sistematica non diversificabile.

Qualora il beta non sia determinabile è necessario un giudizio soggettivo circa la valutazione del costo del capitale proprio. In tali circostanze è necessario un apprezzamento dei fattori determinanti il beta di specifiche attività cercando di limitare le distorsioni che possono originare sulla base di bilanciamenti di aspetti che si presume potrebbero essere meno favorevoli rispetto alle attese.

¹³² Il C.A.P.M., acronimo di Capital Asset Pricing Model è un modello di equilibrio dei mercati finanziari proposto da William F. Sharpe nel suo articolo del 1964 e successivamente ripreso in molteplici studi. In estrema sintesi, il C.A.P.M. definisce una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio, detto beta. Il beta misura quanto il valore del titolo si muova in sintonia col mercato. Matematicamente, il beta è proporzionale alla covarianza tra rendimento del titolo e andamento del mercato. Harry Markowitz, per il suo contributo al modello CAPM di Sharpe ha condiviso nel 1990, assieme a Merton Miller, il premio Nobel per l'Economia.

Per un approfondimento si veda: William F. Sharpe, *Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk*, The Journal of Finance, vol.19, n.3, September 1964, pp. 425-442; H. Markowitz, *Portfolio Selection*, Journal of Finance, vol.7, 1952, pp.77-99; J. Lintner, *The valuation of risky assets and the selection of risky investments in the stocks portfolios and capital budget*, Review of Economics and Statistics, vol.47, n.1, 1965, pp. 13-37; John H. Cochrane, *Asset pricing*, Princeton University, New Jersey, 2000; M. Pericoli, M. Sbracia, *The CAPM and the risk appetite index: theoretical differences and empirical similarities*, Banca d'Italia, n. 586, 2006.

L'attualizzazione dei flussi di cassa al W.A.C.C. e la conseguente necessità di determinazione del costo del capitale proprio può generare una sorta di dicotomia tra teoria e pratica. Di seguito è illustrato un prospetto che riporta possibili errori nell'applicazione del metodo ed il conseguente comportamento da poter adottare per correggerli nel rispetto della teoria sottesa.

Tabella 4.1: Possibili errori nell'applicazione del CAPM.

Possibili errori	Correzioni necessarie
Errori nei tassi risk free	
impiegare tassi dei titoli a breve durata	vanno utilizzati tassi dei titoli con termine coerente con la durata dell'investimento
sottrarre il tasso di inflazione corrente	è necessario sottrarre il tasso di inflazione atteso a lungo termine
Errori nei beta	
utilizzare beta storici di settore o di società simili	partendo da tale valore è necessario procedere con la determinazione di un "beta adjusted" con l'utilizzo di tecniche come quelle di Blume, di Vasicek.
Errori nel WACC	
assumere il rapporto tra debito e capitale proprio costante per tutta la durata dell'investimento prescindendo dalle considerazioni di piano	utilizzare rapporto tra debito e capitale proprio coerenti con gli obiettivi di piano
utilizzare un WACC per qualsiasi ragione inferiore al tasso risk free	tale risultato è senz'altro frutto di stime errate e risulta ingiustificabile da un punto di vista teorico
attribuire al debito il valore nominale, quando questo diverge sensibilmente dal valore corrente	in tale circostanza è necessario utilizzare il valore corrente del debito prescindendo dai valori contabili
utilizzare un medesimo WACC per l'impresa nel suo complesso, quando sono presenti differenti condizioni di rischio ed indebitamento all'interno delle molteplici divisioni o direzioni	il WACC dev'essere stimato per ciascuna divisione o direzione in ragione delle peculiari caratteristiche di rischio e di debito presenti
stimare il WACC assumendo i valori contabili del debito e del capitale proprio anziché i valori correnti	le stime devono essere fondate sui valori correnti in ragione delle differenti finalità assegnate ai valori contabili

Fonte: Ns. Elaborazione. Cfr. L. Guatri, *La qualità delle valutazioni. Una metodologia per riconoscere l'errore*, Egea, Milano, 2007, p. 254.

In riferimento alla determinazione del "beta adjusted" la tecnica di Blume è quella seguita da molti data provider. Essa si fonda sull'evidenza secondo cui i coefficienti beta mostrano una tendenza a convergere verso la media del mercato nel corso del tempo.

Secondo tale tecnica il *beta adjusted* si può determinare mediante la somma della media dei beta storici ponderata per 0,67 ed il beta del mercato ponderato per 0,33¹³³.

Differentemente la tecnica di Vasicek, maggiormente complessa, è stata sviluppata per ovviare a taluni limiti della tecnica di Blume, i quali sono riconducibili principalmente alle seguenti circostanze:

- taluni settori presentano beta costantemente superiori o inferiori alla media del mercato, cosicché il valore del beta di mercato dovrebbe essere sostituito con il valore del beta di settore;
- l’aggiustamento dei beta storici dovrebbe essere graduato in considerazione della dimensione dell’errore standard del beta¹³⁴.

La tecnica di Vasicek sostiene che i coefficienti beta delle società quotate devono essere rettificati per tenere conto del livello di indebitamento. Pertanto il beta di qualsiasi società dipenderebbe sia dal suo beta operativo sia da un fattore connesso con la sua struttura finanziaria¹³⁵.

Uno studio empirico sulla preferibilità di una delle due tecniche ha dimostrato come in alcune circostanze la tecnica di Blume determini delle risultanze migliori mentre, in altre circostanze, i risultati maggiormente attendibili sono determinati con l’utilizzo della tecnica di Vasicek senza poter affermare, per tale ragione, la superiorità di una tecnica rispetto all’altra¹³⁶.

4.4. Tendenze attuali nella valutazione dei nuovi investimenti

Il paragrafo precedente ha descritto la valutazione degli investimenti con la metodologia del valore attuale netto. Senza dubbio i presupposti sui quali si fonda il criterio in oggetto risultano razionali da un punto di vista finanziario. Questo nonostante il paragrafo precedente si sia soffermato, se pur brevemente, su alcuni elementi che influenzano una “buona valutazione”. Quest’ultima infatti dipende dalla sensibilità e dal livello di professionalità del valutatore, aspetto determinante per ottenere delle risultanze che possano giudicarsi coerenti con le finalità attribuite al metodo. Come osservato anche in tema di informazione esterna d’impresa, ogni ragionamento di carattere normativo può essere meglio compreso se si approfondiscono anche i temi da un punto di vista positivo. In particolare questo paragrafo evidenzia in maniera sintetica le risultanze dello studio condotto da Robert H. Hyes e David A. Garvin¹³⁷ il quale si pone l’obiettivo di

¹³³ M. E. Blume, *Betas and their regression tendencies*, Journal of Finance, n. 30, 1975, pp. 785–795.

¹³⁴ L. Guatri, *La qualità delle valutazioni. Una metodologia per riconoscere l’errore*, Egea, Milano, 2007, pp. 33 e ss.

¹³⁵ O. Vasicek, *A note on using cross-sectional information in Bayesian estimation of security betas*, Journal of Finance, n. 28, 1973, pp. 1233–1239

¹³⁶ Cfr. E. J. Elton, M. J. Gruber, T. J. Urich, *Are betas best?*, The Journal of Finance, December 1978, p. 1375.

¹³⁷ R. Garvin, A. David, R. H. Hayes, *Managing as if tomorrow mattered*, Harvard Business Review 60, no. 3, May–June 1982.

evidenziare i ragionamenti che conducono i manager ad effettuare delle scelte di investimento e le conseguenze che queste possono comportare. Lo studio considera la difficoltà che sussiste nel prendere delle decisioni che implicano il *trade-off* tra profitti ed investimenti dove le percezioni circa il futuro conducono a perseguire, non di raro, delle politiche “*fly now, pay later*”, nella convinzione che i pagamenti ai quali dovranno far fronte nel futuro saranno meno onerosi rispetto al presente. Tali percezioni si combinano con metodologie di valutazione finanziaria degli investimenti come il valore attuale netto ed il tasso di rendimento interno che si caratterizzano per un’attenzione particolare ai flussi di cassa che si manifestano nei periodi maggiormente prossimi alla realizzazione dell’investimento determinando una distorsione sulla percezione del futuro. L’analisi empirica condotta dagli studiosi ha evidenziato un calo degli investimenti da parte delle aziende, in particolare quelle americane, avvenuto nel corso della seconda parte del secolo scorso. Lo studio cerca di comprendere quali possono essere le principali ragioni che hanno determinato tale riduzione, individuando le seguenti tre ipotesi:

1. teorie manageriali che svantaggiano il business per effetto dell’eccesso di attenzione sui risultati reddituali di breve termine, aspetto che domina il processo decisionale manageriale. Tale miopia può essere attribuita ad una molteplicità di ragioni tra le quali assumono un ruolo primario le misure finanziarie come elemento cruciale per la valutazione delle prestazioni personali. Il desiderio da parte dei giovani responsabili di ottenere rapidi avanzamenti di carriera ed i brevi periodi di tempo che un responsabile trascorre nei differenti ruoli aziendali non permettono spesso di orientare gli sforzi verso il perseguimento di obiettivi di medio e lungo termine;
2. teorie ambientali che, per effetto di attenzione crescente nei confronti di tali aspetti, determinano aumenti dei prezzi dell’energia generando, conseguentemente, fenomeni inflazionistici.
3. teorie finanziarie che le quali hanno determinato l’incremento di fusioni e di acquisizioni con il conseguente calo degli investimenti diretti. I manager adottano questi comportamenti al fine di acquisire un complesso di beni già produttivi rispetto all’investimento in attività costose e caratterizzate da un rischio intrinseco maggiormente difficile da stimare.

Lo studio attribuisce alle ragioni indicate ai numeri 1 e 3 le principali motivazioni che hanno condotto, negli anni, alla riduzione degli investimenti. In particolare i manager possiedono aspettative poco positive sul futuro dovute al fatto che essi, nei propri ragionamenti, riducono la redditività ottenuta dell’effetto inflazionistico registrato nel periodo. Essi diminuiscono infatti il valore delle rimanenze dell’effetto dell’incremento dei prezzi e ricalcolano gli ammortamenti sul costo di sostituzione delle immobilizzazioni; parallelamente essi trascurano che il medesimo effetto inflazionistico riduce anche il valore dei debiti presenti nel passivo dello stato patrimoniale.

L'altro elemento di maggiore influenza nella dinamica di riduzione degli investimenti riguarda l'applicazione delle più diffuse metodologie di valutazione. La tendenza è che ai manager venga richiesta l'effettuazione di investimenti con elevati tassi di rendimento, non di raro superiori al 20% e che questi debbano essere ripagati in un arco temporale di tre o cinque anni. Brevi periodi di reintegrazione del capitale investito implicano maggiori tassi di rendimento minimo che, conseguentemente, conducono ad una maggiore enfasi sui benefici di breve termine.

Tale comportamento non è motivato dalle caratteristiche e dai rendimenti degli investimenti al momento in essere presso le aziende, bensì dalla convinzione che elevati tassi di rendimento possano essere di supporto nell'ipotesi in cui si verificano necessità di cassa al tempo non preventivate; la convinzione inoltre è che la realizzazione di elevati tassi di rendimento possa limitare eventuali rischi di vedere i propri progetti di investimento non approvati e che questo sia sinonimo di una non buona prestazione manageriale.

Sudette condizioni conducono in maniera inevitabile a promuovere miglie su investimenti già in essere piuttosto che stimolare la realizzazione di nuovi investimenti. Questo è dovuto al fatto che il periodo di *break-even* finanziario risulta di tempo inferiore se viene ridotto l'onere dell'investimento stesso. In questo modo vengono promossi investimenti complementari e di supporto a quelli già in essere mentre vengono abbandonate iniziative volte allo sviluppo di nuove linee produttive o riguardanti l'espansione in nuovi mercati. Non di raro questo conduce alla realizzazione di enormi complessi di impianti i cui processi risultano antieconomici. Difatti, la metodologia del valore attuale netto spesso suggerisce di ritardare la sostituzione di apparecchiature con più moderne macchine che eseguano la medesima funzione. Tali meccanismi risultano inoltre avallati dalle valutazioni economiche che suggeriscono apparenti vantaggi economici e dal comportamento dei manager che si celano dietro l'apparente razionalità delle analisi finanziarie cercando di evitare le difficili decisioni necessarie per mantenere la competitività delle loro aziende. L'attenzione è focalizzata sull'approvazione di nuovi progetti caratterizzati da alti livelli di rendimento e bassi tempi di recupero delle risorse finanziarie investite trascurando parimenti considerazioni di più ampio respiro, imprescindibili per assicurare adeguati livelli di redditività in un orizzonte temporale più ampio. Per tale ragione alcune aziende stanno sperimentando la realizzazione di investimenti di sostituzione al termine della vita utile delle immobilizzazioni senza ricorrere a processi autorizzativi e rimandando tali sostituzioni solo nell'ipotesi in cui la direzione aziendale non decida diversamente. A parere di chi scrive, esistono comunque delle circostanze ove possa risultare ragionevole l'attualizzazione dei flussi di cassa a valori superiori al costo medio opportunità del capitale sebbene tali situazioni siano da analizzare con dovuta cautela. Per investimenti della tipologia cosiddetti *point*

input-point output oppure *point input-continuous output*¹³⁸ può essere ragionevole utilizzare tassi di attualizzazione superiori al costo medio ponderato del capitale nelle seguenti circostanze:

- modelli di valutazione che utilizzano questa logica permettono una scelta che limita la discrezionalità al valutatore se si possono accettare tutti gli investimenti con VAN maggiore di zero;
- investimenti con VAN negativo possono essere lo stesso compiuti rimettendo alla decisione di livelli autorizzativi più elevati gerarchicamente in quanto creano comunque valore anche se in misura limitata;
- insieme di cespiti caratterizzati da un invecchiamento elevato e nuovi investimenti che devono sopperire al mantenimento di investimenti in essere se questi non risultano abbandonabili;
- necessità del sostenimento di nuovi investimenti per il rispetto di obblighi di legge che devono essere effettuati a prescindere dalla redditività; in questa circostanza livelli di VAN minimo degli investimenti non permetterebbero di coprire questi obblighi senza andare, in ottica complessiva, verso una distruzione di valore. In questo modo si potrebbe attingere dal “tesoretto” andato a crearsi.

Risulta invece sconsigliato tale comportamento nell’ipotesi in cui si abbiano dei vincoli derivanti da liquidità limitata che permettano la scelta di soli investimenti particolarmente remunerativi in termini di flussi di cassa¹³⁹. In tale circostanza è consigliato l’utilizzo di modelli di pianificazione lineare volti a risolvere problemi connessi con l’analisi di un budget di investimento in situazioni di risorse limitate. È bene sottolineare che sebbene spesso molte società decidano di acquisire costosi modelli di valutazione degli investimenti i risultati prodotti da questi sono fortemente inficiati dalla sensibilità ed esperienza dei valutatori nell’inserimento dei dati necessari per alimentare il processo valutativo.

¹³⁸ Tale classificazione degli investimenti deriva dall’andamento del loro flusso di cassa complessivo e si distinguono in particolare quattro tipologie: *point input-point output* quando l’investimento comporta un’uscita di cassa iniziale ed un’unica entrata finale; *point input- continuous output* qualora un esborso iniziale produca solo flussi in entrata; *continuous input-point output* nell’ipotesi in cui l’investimento sia caratterizzato da una molteplicità di uscite finanziarie consecutive ed un unico flusso finale in entrata; *continuous input-continuous output* se ad una molteplicità di uscite finanziarie consecutive sono seguite molteplici entrate finanziarie. Sebbene tale classificazione sia stata ripresa da numerosi Autori, questa è da attribuire a F. Lutz e V., *The theory of investment of the firm*, Princeton University Press, Princeton, 1951.

¹³⁹ I vincoli di liquidità possono essere “*deboli*” quando non riflettono alcuna imperfezione dei mercati finanziari e derivano da delle scelte di tipo *corporate* volti a distinguere gli investimenti davvero validi imponendo un limite massimo agli investimenti delle direzioni o divisioni al fine di costringerle a stabilire le proprie priorità. Differentemente, i vincoli cosiddetti “*forti*” derivano da imperfezioni del mercato e determinano che l’impresa non riesca ad ottenere nuove risorse finanziarie nonostante i propri progetti abbiano dei rendimenti più elevati del costo medio opportunità del capitale. Per un approfondimento si veda in particolare: Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen e Sandro Sandri, *Principi di finanza aziendale*, op. cit., p.107.

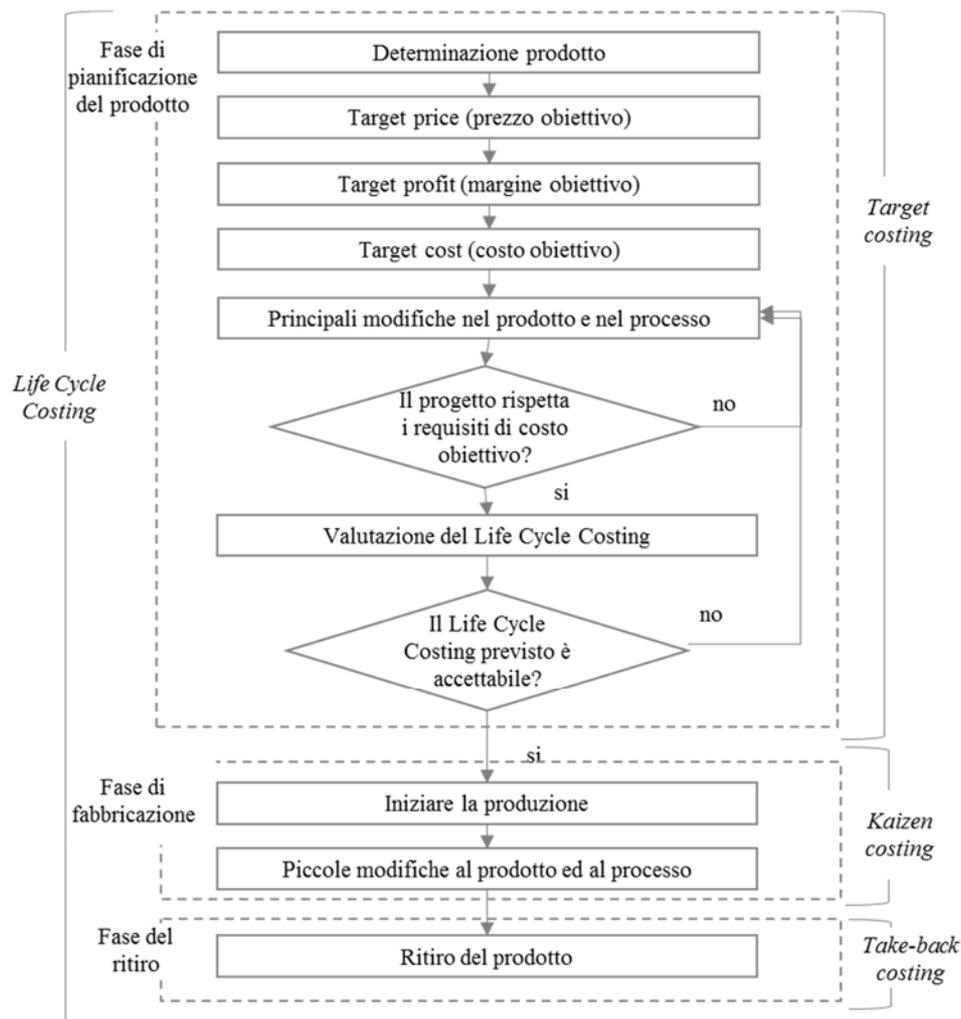
4.4. Gli investimenti con impatti ambientali

La dottrina aziendalista ha elaborato degli strumenti volti ad individuare le necessità o possibilità di miglioramento di un processo o di un prodotto. Tra i quali in particolare:

- il *Life Cycle Costing*, utile nella fase di pianificazione. Tale strumento permette di determinare il costo di prodotto in ragione degli oneri che si prevede saranno sostenuti durante tutto il ciclo di vita;
- il *Target Costing*, usato nella fase di pianificazione come guida al processo di scelta delle caratteristiche dei prodotti e delle procedure operative da seguire per la realizzazione;
- il *Kaizen Costing*, prezioso nella fase di produzione al fine di individuare delle possibilità di miglioramento in termini di costi.

Si riporta di seguito un'illustrazione degli strumenti di determinazione dei costi per i processi decisionali.

Figura 4.3: Strumenti di determinazione dei costi per i processi decisionali.



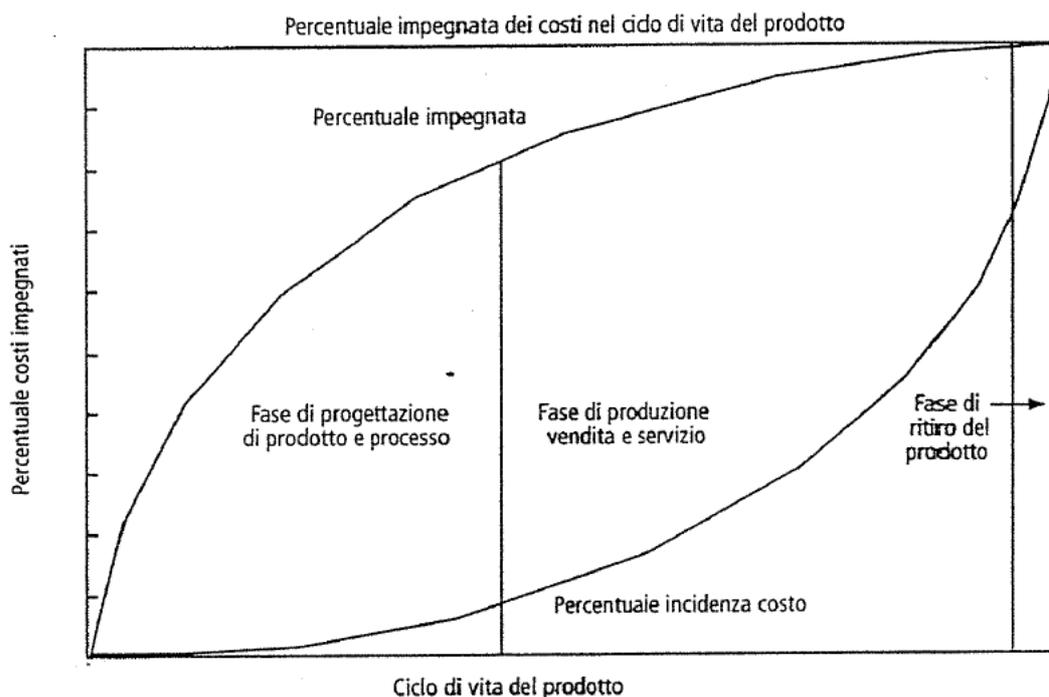
Fonte: Robert S. Kaplan, Anthony A. Atkinson, *Advance Management Accounting. Gli strumenti del controllo di gestione*, Isedi, Torino, 2006, p. 282.

Nel processo decisionale finalizzato alla scelta circa la realizzazione dei nuovi investimenti, tali strumenti di analisi dei costi in ottica direzionale si combinano con le metodologie di valutazione illustrate nei paragrafi precedenti.

Gli strumenti di analisi dei costi citati risultano particolarmente preziosi in quanto considerano l'intero ciclo di vita dei prodotti/investimenti, soffermandosi ciascuno su un particolare momento del ciclo di vita dello stesso.

Il controllo del futuro costo della produzione risulta imprescindibile già dalle fasi di progettazione, ovverosia già dalla fase antecedente rispetto a quando il progetto ed il processo sono pianificati e si è verificato l'avvio della produzione. Durante la fase di funzionamento la maggior parte dei costi necessari per l'investimento sono impegnati e l'obiettivo del contenimento dei costi risulta meno efficace rispetto alle fasi precedenti. Il grafico che segue mostra come gran parte dei costi sostenuti dalle imprese diventino vincolati antecedentemente all'entrata in produzione.

Figura 4.4: Costi impegnati nelle fasi del ciclo di vita del prodotto.



Fonte: Robert S. Kaplan, Anthony A. Atkinson, *Advance Management Accounting. Gli strumenti del controllo di gestione*, Isedi, Torino, 2006, p. 283.

Questa considerazione può ritenersi coerente anche per quanto riguarda gli investimenti per i quali, al termine della vita utile, è necessario procedere con la rimozione di attività materiali ed il conseguente ripristino del sito.

Prescindendo da considerazioni circa il valore finanziario del tempo e considerando la dinamica dei flussi di cassa coincidente con il sostenimento dei costi e l'ottenimento dei

ricavi, si riporta di seguito l'illustrazione di come i flussi finanziari potrebbero configurarsi nell'ipotesi di un investimento della durata di quattordici anni, con importanti costi di avvio e di *decommissioning*.

Tabella 4.2: *Ipotesi flussi di cassa operativi da investimento.*

t	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
F	-1.300	-600	50	380	450	480	440	280	390	410	480	470	70	-800	-650

Fonte: Ns. Elaborazione.

Nella prima riga della tabella è riportato l'asse temporale di riferimento mentre nella seconda riga sono riportati gli importi dei flussi di cassa netti. La dinamica dei flussi di cassa rappresentata può essere ricondotta alla tipologia di investimenti *continuous input-continuous output* ove, ad una molteplicità di flussi finanziari netti negativi, è seguita una pluralità di flussi finanziari netti positivi a cui, seguono, in conclusione, differenti flussi finanziari netti negativi. Un esempio di investimenti caratterizzati da una dinamica simile nei flussi monetari può riguardare la costruzione di una piattaforma petrolifera in mare aperto per l'estrazione del greggio, l'installazione di impianti eolici che sfruttano il vento per la produzione di energia o, ancora, le attività riconducibili all'estrazione di minerali dalle cave ove al termine dell'attività estrattiva è necessario ripristinare il sito non più produttivo ed ormai danneggiato. Una visione completa dei ricavi e dei costi dell'intero progetto e dei relativi flussi di cassa può essere ottenuta mediante l'utilizzo del *life cycle costing*. Questo strumento, utile per ottenere un quadro completo dei costi che si prevede verranno sostenuti durante tutto il ciclo di vita dell'investimento risulta "*limitato*" rispetto alle sue potenzialità dalle tipiche logiche utilizzate in sede di valutazione di nuovi investimenti. Tale logica presuppone che i flussi di cassa, questo risulta vero anche per l'esempio presentato nell'illustrazione precedente, debbano essere scontati ad un tasso ante imposte idoneo a riflettere la valutazione corrente del mercato del costo del denaro in relazione al tempo. Ciò conduce molte imprese a considerare come idoneo il proprio costo medio ponderato del capitale attuale ricavabile con la formula del *W.A.C.C.*¹⁴⁰, talvolta adattato in ragione del rischio specifico attribuibile al progetto. Ipotizzando che per la valutazione riportata nell'esempio si ritenga congruo un tasso di attualizzazione dell'8% si ottiene che 3 euro di costo previsti al quattordicesimo anno hanno il medesimo impatto in termini di profittabilità di un euro di flusso in uscita previsto al tempo zero. Tale logica, sebbene coerente con la teoria sul *valore finanziario del tempo*, se combinata con le evidenze sulle tendenze emerse dallo studio di Garvin, David e Hayes¹⁴¹ può condurre a risultanze poco coerenti sia con una "*buona valutazione finanziaria*" sia con

¹⁴⁰ In riferimento si veda anche quanto riportato in: T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, op. cit., p. 291 e ss.

¹⁴¹ R. Garvin, A. David, R. H. Hayes, *Managing as if tomorrow mattered*, op cit.

logiche di riduzione di costi ambientali e di ripristino dei siti al termine dell'attività produttiva. Difatti, comportamenti manageriali caratterizzati dall'eccesso di attenzione sui risultati reddituali di breve termine, misure finanziarie come elemento primario per la valutazione delle prestazioni personali e della di linea di business possono di fatto produrre effetti indesiderati. Brevi periodi per il ritorno economico dell'investimento conducono a logiche di continuo miglioramento degli investimenti in essere scoraggiando di fatto la realizzazione di nuovi grandi investimenti. Questo si verifica in misura maggiore qualora, al fine di vedere approvati gli investimenti proposti, si applichino dei tassi di attualizzazione impropriamente aumentati al solo fine di poter attribuire all'investimento elevati valori di ritorno in termini di flussi di cassa attualizzati.

Il quadro delineato conduce a non considerare l'investimento maggiormente "vantaggioso" per l'impresa ma a temperare tale finalità con riflessioni di natura differente. Gli investimenti con rilevanti impatti in termini ambientali potrebbero in tal modo prestarsi a considerazioni come: "*risulta preferibile avviare un investimento che costa oggi un euro in fase di avvio oppure è preferibile spendere domani fino a tre euro come onere di decommissioning?*". Esistono difatti dei comportamenti che se opportunamente attuati in fase di pianificazione ed avvio dei nuovi progetti possono ridurre gli oneri da sostenere in fase di *take back*¹⁴². Questi possono essere ridotti attraverso adeguati processi di ricerca e sviluppo. Tali oneri, sebbene siano capitalizzabili nei conti annuali di bilancio¹⁴³, in ottica di valutazione di investimenti producono delle uscite finanziarie attuali che si traducono in un non trascurabile aggravio sulla profittabilità del nuovo progetto. Questi ragionamenti sono rafforzati da evidenze empiriche dalle quali emerge la limitata inclinazione delle società italiane ad effettuare investimenti in ricerca e sviluppo. La ricerca in oggetto è stata condotta dall'Unione Europea sull'impegno in R&D delle grandi imprese italiane in riferimento all'anno 2014¹⁴⁴. Dalla ricerca difatti emerge che mediamente le grandi società italiane hanno investito risorse in R&D pari all'1,2% del fatturato e tale scenario migliora solo in misura contenuta se si osservano i dati delle grandi imprese dell'Unione Europea ove il valore degli investimenti medi si attesta al 3,3% dei ricavi annuali.

4.5. La possibilità di riflettere su una nuova teoria

Le considerazioni effettuate nel precedente paragrafo conducono a ritenere estremamente attuali le considerazioni presenti nell'opera di Kaplan e Atkinson¹⁴⁵ i quali si domandano se vi sia la necessità di una nuova teoria utile al fine di valutare gli

¹⁴² La fase di *take back* è quella connessa con la fase terminale di un progetto di investimento e risulta strettamente connessa con i costi di *decommissioning*.

¹⁴³ International Accounting Standards Board, IAS 38, *Immobilizzazioni immateriali*.

¹⁴⁴ In riferimento allo studio citato si veda: <http://iri.jrc.ec.europa.eu/scoreboard15.html>; per le osservazioni sulle risultanze prodotte si veda: <http://www.econopoly.ilsole24ore.com/2016/05/06/una-strategia-per-il-clima>.

¹⁴⁵ Robert S. Kaplan, Anthony A. Atkinson, op. cit., p. 283.

investimenti proposti. Gli Autori, indagando sulle pratiche di attualizzazione dei flussi di cassa effettivamente utilizzate dalle imprese, hanno rilevato l'esistenza di molteplici criticità. È però da sottolineare che tali criticità non derivano dalla teoria sottesa alla metodologia del *Discounted Cash Flow* ma da come questa viene applicata da parte dei manager. A parere di chi scrive, risulta possibile escludere veri e propri limiti della teoria dei flussi di cassa attualizzati bensì qualche considerazione può essere effettuata circa la modalità di applicazione.

In particolare, nella pratica, non deve essere mai trascurato che la finalità dell'attualizzazione dei flussi di cassa risulta essere la confrontabilità tra flussi di entrate ed uscite con differenti scadenze temporali. L'attualizzazione dei futuri flussi di cassa dovrebbe essere finalizzata per ripagare gli investitori per le opportunità perse durante tale periodo in attesa di ottenere i rendimenti derivanti dall'investimento stesso. In tale ottica il costo del capitale di rischio può essere determinato mediante l'utilizzo dei rendimenti storici nominali delle azioni dell'impresa oppure mediante la considerazione del calcolo del rendimento reale, il quale dev'essere poi incrementato del tasso di inflazione atteso durante la vita utile del progetto. In tale determinazione alcune aziende ottengono il costo medio del capitale di rischio dall'utilizzo dei prospetti contabili arrivando a delle determinazioni distorte dello stesso. Oltre questo, a determinazioni errate del costo opportunità del capitale si giunge ogni qual volta i manager correggono il tasso di attualizzazione ottenuto per tenere conto del rischio dell'investimento. Tale comportamento risulta poco coerente in quanto i flussi di cassa stimati dovrebbero essere determinati con la logica del flusso di cassa atteso ovvero ogni flusso di cassa dovrebbe essere ottenuto considerando i differenti valori finanziari possibili, ciascuno ponderato per le relative probabilità di realizzazione stimate. In tal modo si avrebbe una duplicazione della componente "*rischio*". Ad ogni modo, anche se tale incertezza non dovesse essere opportunamente calcolata nella determinazione dei flussi di cassa, ogni "*aggiustamento*" nel tasso di sconto non è altro che un rudimentale meccanismo che difficilmente condurrà all'obiettivo attribuito alla metodologia dei flussi di cassa attualizzati. Questo perché i flussi di cassa attualizzati non saranno determinati sulla base della logica della confrontabilità tra valori monetari stimati ad epoche differenti bensì sarà perseguita una logica di preferenza tra i flussi di cassa in ragione del periodo previsto per la loro realizzazione. Operando in questo modo la metodologia dei DCF rappresenterà solo un rudimentale strumento volto a penalizzare sistematicamente gli investimenti di lungo termine.

Tale prassi inoltre non risulta giustificata nemmeno nell'ipotesi in cui i manager decidano di utilizzare alti tassi di sconto in ragione della realizzazione di una copertura da eventuali tensioni di liquidità o con la finalità di ottenere risorse necessarie per nuovi progetti di investimento che dovranno essere autofinanziati. Tali motivazioni risultano prive di fondamento teorico.

Tassi di interesse adattati in tal modo accentuano la profittabilità di investimenti incrementali a discapito di veri e propri nuovi investimenti. Evidenze di questo tipo risultano ancora maggiormente enfatizzate in ragione del fatto che nelle valutazioni risulta spesso assai complesso stimare gli effetti collaterali derivanti dalle scelte di investimento.

4.6. La valutazione di un investimento con oneri di decommissioning

Descritto, nelle fasi precedenti del lavoro, il procedimento mediante il quale vengono generati i valori contabili inerenti gli oneri di *decommissioning*, studiato come le società quotate italiane rappresentano tali informazioni nel bilancio di esercizio ed infine quali sono le metodologie utilizzate ed i ragionamenti sottesi alla valutazione degli investimenti, a conclusione del presente lavoro risulta interessante lo sviluppo di un'applicazione pratica. Tale applicazione riguarda la valutazione di un investimento ove sono previsti costi di *decommissioning* in modo tale da evidenziare gli aspetti rilevanti ed eventuali divergenze tra la ragionevole pratica valutativa e le tendenze diffuse.

Prima di delineare le caratteristiche dell'investimento oggetto dell'applicazione, risulta opportuno definire i concetti di assunzione, approssimazione ed errore al fine di limitare eventuali equivoci.

L'assunzione (nella letteratura anglosassone identificabile con il termine *assumption*) è un concetto fondamentale che permette di rendere possibile, o meno complessa, la soluzione di un problema. Gli assunti introducono pertanto delle semplificazioni che possono condurre anche a degli errori qualora non rispettino la teoria o la razionalità. Elevati livelli di complessità nella risoluzione dei problemi determinano la necessità di originare una molteplicità di assunti¹⁴⁶.

L'approssimazione è il risultato di un processo valutativo che può essere condotto solo per effetto di stime e pertanto determina inevitabilmente dei risultati "*approssimati*", inficiati da un'inesattezza inevitabile. L'approssimazione può essere generata da mancata accuratezza o da errori. La mancanza di accuratezza può avere origine da ipotesi non soddisfacenti o poco razionali, dalla numerosità di assunti che introducono eccessive semplificazioni rispetto al problema e da input determinati da un processo valutativo superficiale o incompleto. L'approssimazione derivante da errore può aver luogo in ragione di applicazioni errate della teoria dalla quale derivano le ipotesi, negli assunti sbagliati o eccessivi o, ancora, da assunti in contraddizione tra di loro ed, infine, da dati sbagliati o in contraddizione tra di loro¹⁴⁷.

¹⁴⁶ Cfr. L. Guatri, *La qualità delle valutazioni. Una metodologia per riconoscere l'errore*, op. cit. pp. 31 e ss.

¹⁴⁷ Cfr. L. Guatri, *La qualità delle valutazioni. Una metodologia per riconoscere l'errore*, op. cit. p. 38 e ss.

A questo punto si supponga che un'impresa di distribuzione di carburanti debba valutare la convenienza economica circa la realizzazione di un nuovo impianto della tipologia “*stazione di rifornimento*”¹⁴⁸. La valutazione che sarà illustrata rappresenta una circostanza vera ove saranno impiegati valori reali per le informazioni di carattere pubblico, valori realistici per le informazioni di carattere confidenziale ed il caso è reso anonimo per motivi di confidenzialità delle informazioni. Gli oneri di *decommissioning* indicati, differentemente, non rappresentano una circostanza reale e sono impiegati per questa ragione dei valori verosimili volti a permettere la comprensione delle modalità di determinazione degli stessi. I valori utilizzati risultano essere idonei per permettere l'apprezzamento dell'incidenza degli stessi tra i vari elementi della valutazione.

Per la realizzazione dell'investimento in oggetto si prevede di dover sostenere i costi per l'acquisizione dei cespiti e per il sostenimento dei relativi oneri di installazione. Di seguito è riportata una sintesi con i principali cespiti ed il relativo costo di acquisto, la vita utile e la relativa quota di ammortamento annua.

¹⁴⁸ Gli impianti di distribuzione dei carburanti per autotrazione ad uso pubblico, ubicati lungo la rete stradale possono essere classificati nelle seguenti tipologie:

- stazione di servizio: impianto costituito da uno o più distributori a semplice, doppia o multipla erogazione dei carburanti con relativi serbatoi e dalle attività accessorie al servizio degli utenti, nonché da locali destinati agli addetti e da self-service pre-pagamento e post-pagamento;
- stazione di rifornimento: impianto costituito da uno o più distributori a semplice, doppia o multipla erogazione di carburanti con relativi serbatoi, che dispone di un locale destinato agli addetti e all'esposizione di lubrificanti o altri prodotti per i veicoli, nonché di self-service pre-pagamento o post-pagamento;
- chiosco: impianto costituito da uno o più distributori a semplice, doppia o multipla erogazione di carburanti con relativi serbatoi e da un locale adibito esclusivamente al ricovero degli addetti ed eventualmente all'esposizione di lubrificanti o altri prodotti per i veicoli;
- punto isolato o appoggiato: impianto costituito da uno o più distributori a semplice o doppia erogazione di carburanti con relativi serbatoi ed eventuale pensilina, senza alcuna struttura sussidiaria. Cfr. www.toil.it

Tabella 4.3: Determinazione dei cespiti necessari per l'investimento.

tipologia di cespiti	valore nuovo cespite (migliaia di euro)	vita utile (anni)	Quota. ammortamento (migliaia di euro)
Frogatori	39	10	3,9
Fabbricati	84	20	4,2
Impianti	721	20	36,1
Monoliti e totem	73	10	7,3
Serbatoi	50	10	5,0
Opere di piazzale	18	10	1,8
Altre Attrezzature	50	10	5,0
Pensiline	101	10	10,1
Impianti di videosorveglianza	25	10	2,5
Totale	1.161		75,9

Fonte: Ns. Elaborazione.

Al fine di permettere la redazione di un piano economico e finanziario che abbia come obiettivo la stima dei flussi di cassa prospettici risulta necessario effettuare delle ipotesi sulla base delle quali orientare la valutazione.

Le ipotesi riguardano in primo luogo la coincidenza tra i ricavi di vendita e le entrate finanziarie che questi generano; in coerenza si ipotizza che i costi generino in maniera contestuale delle uscite finanziarie. In riferimento alla dinamica dei flussi di cassa si suppone che questi avvengano in maniera uniforme durante l'anno. Un'eccezione è fatta per i costi necessari per l'avvio dell'investimento che si suppone vengano corrisposti a metà del primo anno. Si ipotizza inoltre un periodo di tre anni affinché il valore delle vendite raggiunga un quantitativo di regime.

Si considerano inoltre i seguenti elementi che, per semplicità, si assumono invariati per tutta la durata dell'investimento:

- l'incidenza delle imposte sul reddito è pari al 38%;
- il tasso di rendimento degli investimenti *risk free* è pari al 2,2%;
- il tasso interno di rendimento degli investimenti al momento in essere nell'azienda risulta pari al 12%;
- l'investimento in oggetto ha una vita utile stimata di 20 anni.

In riferimento a quest'ultimo aspetto, considerare un periodo differente ai fini valutativi per la quantificazione dei benefici economici non risulta senz'altro corretto. Questo sia perché potrebbero non essere considerati parte dei proventi ricadenti nel periodo escluso dall'analisi sia perché in tal modo verrebbero esclusi gli oneri di dismissione delle immobilizzazioni materiali e del ripristino del relativo sito che avverranno solo al termine della vita utile. Tale esclusione pertanto non può che condurre a valutazioni poco coerenti con la realtà che si cerca di sintetizzare.

Una corretta prassi direzionale, prima di valutare l'opportunità di investimento dovrebbe constatare in primo luogo la coerenza con gli obiettivi assegnati¹⁴⁹. Constatata la coerenza con la strategia aziendale, prima di operare la valutazione, risulta imprescindibile la considerazione del contesto nel quale l'impresa opera. In riferimento a questo aspetto, ad esempio, risulta opportuno verificare quali possono essere gli indirizzi della normativa di settore. Nell'ipotesi in cui, a seguito della riduzione delle vendite ed alla conseguente manifestazione di diseconomie di scala nel settore, si ritiene probabile che il legislatore possa normare la riduzione della numerosità di impianti di distribuzione di carburanti, tale aspetto dovrebbe essere considerato con la dovuta attenzione.

Una volta completata tale analisi è possibile iniziare la redazione di una vera e propria valutazione economica volta a quantificare i benefici derivanti dalla realizzazione dell'investimento.

Si riporta di seguito un'illustrazione ove sono presenti i valori economici e finanziari previsti per il progetto.

¹⁴⁹ Ad esempio, nell'ipotesi in cui la direzione persegue l'obiettivo di riduzione numerica degli impianti a favore di miglie di quelli già in essere, la realizzazione di un investimento di tale tipologia dovrebbe, a prescindere dai risultati economici, non essere considerato.

Tabella 4.4: Business Plan dell'investimento.

anni	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
Vendite mc	800	1.600	1.950	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100
Margine Lordo Prodotto (€mc)	118,7	119,1	119,2	120,3	121,3	122,4	123,5	124,6	125,7	126,8	127,9	129,0	130,2	131,3	132,5	133,6	134,8	136,0	137,2	138,4	-
Logistica Primaria (€mc)	(14,5)	(14,3)	(14,2)	(14,5)	(14,7)	(15,0)	(15,3)	(15,5)	(15,8)	(16,1)	(16,4)	(16,7)	(17,0)	(17,3)	(17,6)	(17,9)	(18,3)	(18,6)	(18,9)	(19,3)	-
Logistica Secondaria (€mc)	(15,3)	(15,3)	(15,4)	(15,7)	(16,0)	(16,2)	(16,5)	(16,8)	(17,1)	(17,4)	(17,8)	(18,1)	(18,4)	(18,7)	(19,1)	(19,4)	(19,8)	(20,1)	(20,5)	(20,9)	-
Altri costi Variabili (€mc)	(2,9)	(3,0)	(3,0)	(3,1)	(3,1)	(3,2)	(3,2)	(3,3)	(3,4)	(3,4)	(3,5)	(3,5)	(3,6)	(3,7)	(3,7)	(3,8)	(3,9)	(3,9)	(4,0)	(4,1)	-
Manutenzione (€mc)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,5)	(1,5)	(1,6)	(1,6)	(1,7)	(1,8)	(1,9)	(2,0)	(2,1)	(2,3)	(2,3)	(2,5)	(2,4)	(2,4)	(2,5)	(2,5)	(2,6)	-
altri costi comm.li (€mc)	(5,0)	(4,0)	(3,0)	(1,9)	(0,9)	0,1	1,1	2,2	3,2	4,2	5,2	6,2	7,3	8,3	9,3	10,3	11,4	12,4	13,4	14,4	-
Margine Netto Unilario OIL (€mc)	79,6	81,1	82,2	83,6	85,1	86,5	87,9	89,3	90,8	92,1	93,5	94,8	96,1	97,6	99,0	100,4	101,8	103,2	104,7	106,1	-
Margine Netto K€	63,7	129,7	160,3	175,6	178,7	181,7	184,7	187,6	190,6	193,5	196,3	199,1	201,9	204,9	207,9	210,9	213,8	216,8	219,8	222,7	-
Altri costi monetari k€	(7,1)	(7,1)	(7,1)	(7,1)	(7,0)	(6,9)	(6,8)	(6,7)	(6,5)	(6,3)	(6,0)	(5,7)	(5,4)	(5,4)	(5,4)	(5,4)	(5,4)	(5,4)	(5,4)	(5,4)	(5,4)
Manutenzione straordinaria					(60,0)																(60,0)
EBITDA	56,6	122,6	153,1	168,6	111,6	174,7	177,9	181,0	184,1	187,2	190,3	193,4	196,5	199,5	202,5	205,5	208,4	211,4	214,3	217,3	-
Amm.ti e interessi quota decomm.	(162,9)	(163,1)	(163,5)	(163,9)	(164,4)	(164,8)	(165,3)	(165,8)	(166,3)	(166,8)	(167,3)	(167,8)	(168,4)	(168,9)	(169,5)	(170,1)	(170,6)	(171,2)	(171,8)	(172,5)	-
EBIT	(106,3)	(40,5)	(10,4)	4,6	(52,7)	9,9	12,5	15,2	17,8	20,4	23,0	25,6	28,1	30,5	33,0	(24,6)	37,8	40,1	42,5	44,8	-
Tax	40,4	15,4	3,9	(1,8)	20,0	(3,8)	(4,8)	(5,8)	(6,8)	(7,8)	(8,7)	(9,7)	(10,7)	(11,6)	(12,5)	9,4	(14,4)	(15,3)	(16,1)	(17,0)	-
NOPAT (k€)	(65,9)	(25,1)	(6,4)	2,9	(32,7)	6,1	7,8	9,4	11,0	12,6	14,3	15,9	17,4	18,9	20,4	(15,3)	23,4	24,9	26,3	27,8	-
Investimento iniziale (k€)	(1.161,3)										(356,0)										
Costo di smantellamento TO BE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(1.354,4)
FCF (k€)	(1.064,3)	138,0	157,1	166,8	131,7	171,0	173,1	175,2	177,3	179,4	181,6	183,7	185,8	187,9	189,9	154,8	194,1	196,1	198,2	200,3	(1.354,4)
Indice attualizzazione	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	10,5	11,5	12,5	13,5	14,5	15,5	16,5	17,5	18,5	19,5	20,5
<i>Indice attualizzazione CAPEX</i>	<i>1,03</i>	<i>1,1</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>	<i>1,3</i>	<i>1,4</i>	<i>1,5</i>	<i>1,5</i>	<i>1,6</i>	<i>1,7</i>	<i>1,8</i>	<i>2,0</i>	<i>2,1</i>	<i>2,2</i>	<i>2,3</i>	<i>2,5</i>	<i>2,6</i>	<i>2,8</i>	<i>2,9</i>	<i>3,1</i>	<i>3,3</i>
<i>DCF (k€)</i>	<i>(1.033,74)</i>	<i>126,43</i>	<i>135,78</i>	<i>136,03</i>	<i>101,31</i>	<i>124,10</i>	<i>118,52</i>	<i>113,18</i>	<i>108,06</i>	<i>103,16</i>	<i>98,48</i>	<i>93,99</i>	<i>89,68</i>	<i>85,55</i>	<i>81,59</i>	<i>62,73</i>	<i>74,20</i>	<i>70,74</i>	<i>67,44</i>	<i>64,29</i>	<i>(410,17)</i>
<i>CDCF (k€)</i>	<i>(1.033,7)</i>	<i>(907,3)</i>	<i>(771,5)</i>	<i>(635,5)</i>	<i>(534,2)</i>	<i>(410,1)</i>	<i>(291,6)</i>	<i>(178,4)</i>	<i>(70,3)</i>	<i>32,8</i>	<i>131,3</i>	<i>225,3</i>	<i>315,0</i>	<i>400,5</i>	<i>482,1</i>	<i>544,8</i>	<i>619,0</i>	<i>689,8</i>	<i>757,2</i>	<i>821,5</i>	<i>411,3</i>
NPV (k€)	411,3																				

Fonte: Ns. Elaborazione.

Aspetto cardine della valutazione economica dell'investimento è la quantificazione delle vendite. Per stimare tale valore è necessario effettuare delle considerazioni circa il posizionamento stradale dello stesso, la comprensione delle caratteristiche della viabilità e l'intensità di traffico nella strada nel quale sarà ubicato¹⁵⁰. Risulta necessaria anche la comprensione circa la possibilità che eventuali concorrenti realizzino altri impianti di distribuzione che potrebbero determinare una considerevole riduzione dei volumi di vendita. La stima delle vendite dovrebbe essere effettuata considerando il valore atteso delle stesse ossia il prodotto tra i volumi di vendita ipotizzabili e la relativa probabilità attribuitagli. Per quanto riguarda la stima delle vendite per i periodi successivi al primo anno è possibile proporre la variazione in ragione della previsione sui consumi petroliferi per il segmento autotrazione previsti per gli anni successivi. Qualora si stimassero degli andamenti differenti risulterà necessario anche verificare la coerenza in ragione dei margini stimati. Difatti, incrementi del valore delle vendite superiore rispetto alle variazioni dei consumi petroliferi previsti potrebbero essere raggiunti solo operando delle scelte che privilegino politiche di volume rispetto a quelle di margine.

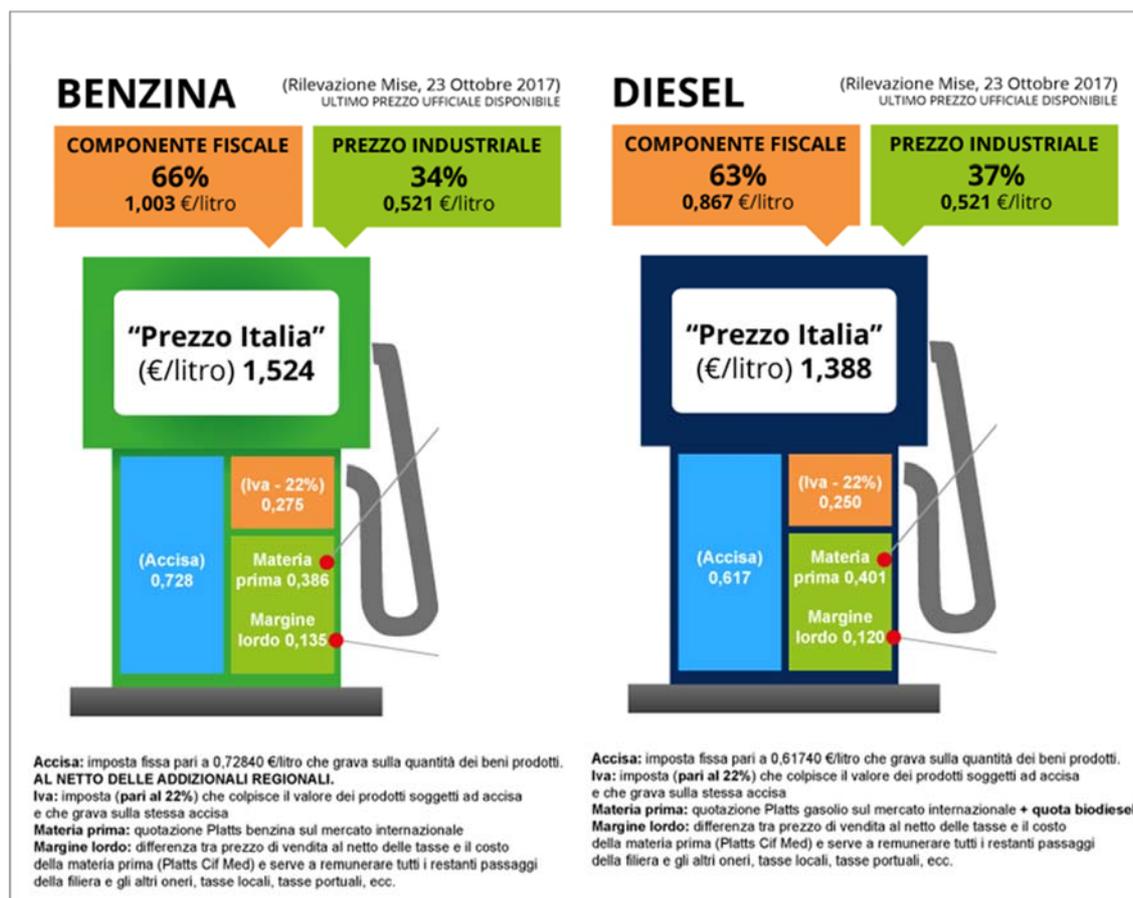
Per la determinazione dei ricavi, il volume delle vendite dev'essere posto in relazione al margine unitario che viene generato per ogni singola vendita. Il margine unitario lordo è dato dal prezzo di vendita al pubblico, decurtato dell'IVA, delle accise e degli altri oneri commerciali, oltre che del costo del prodotto. Il costo del prodotto viene stimato mediante l'utilizzo delle quotazioni internazionali dei prodotti petroliferi elaborate dall'agenzia Platts¹⁵¹. Il margine lordo prodotto riportato nel *business plan* dell'investimento è dato come media ponderata tra i margini stimati per la benzina e per il gasolio.

Di seguito si riporta un'illustrazione della composizione del prezzo dei carburanti alla pompa di rifornimento.

¹⁵⁰ Nella quantificazione dei volumi di vendita, aspetti inerenti l'ubicazione dello stesso riguardano anche il senso di marcia della strada ove è sito, la possibilità per gli automobilisti della corsia opposta di poter fare inversione, eventuale scenario futuro circa l'intensità di traffico dovuto anche a successivi investimenti pubblici o privati prevedibili.

¹⁵¹ Platts è un'agenzia giornalistica, appartenente al gruppo editoriale McGraw Hill, con sede principale a New York e con alcune sedi secondarie presenti a livello globale; in Europa l'unica sede della società si trova a Londra. La principale attività di Platts consiste nell'elaborare e rivendere i prezzi di una serie di materie prime tra cui petrolio, gas, elettricità, metalli. Il prodotto Platts è una pubblicazione giornaliera che si chiama European Marketscan che riporta un prezzo spot giornaliero per i prodotti raffinati (benzina, gasolio, nafta, jet fuel, olio combustibile, ecc.) per alcune piazze europee. In particolare, per ogni prodotto vengono date tre quotazioni: i) una quotazione cargo relativa all'area mediterranea (a sua volta distinta in una quotazione Fob Med Italy ed in una Cif med Genova/Laverà); ii) una quotazione cargo per l'Europa nord-occidentale (distinta in Fob NWE e Cif NWE/ARA); iii) una quotazione per l'Europa nord-occidentale dei prodotti venduti sulle chiatte (barges) per la quale vi è solo una quotazione Fob Rotterdam.

Figura 4.6: Struttura del prezzo dei carburanti.



Fonte: www.unione petrolifera.it. Dati: Rilevazione Ministero dello Sviluppo Economico, 23 ottobre 2017.

Gli altri elementi indicati nella parte relativa ai costi riguardano i tipici oneri che un'impresa di distribuzione carburanti sostiene per il compimento della propria attività produttiva. I costi operativi riguardano gli oneri di logistica primaria e secondaria. I primi sono quelli rappresentati dagli oneri di stoccaggio e di movimentazione del prodotto presso le raffinerie, i depositi costieri e depositi raccordati con scali ferroviari. I costi di logistica secondaria sono identificabili con gli oneri necessari per effettuare la distribuzione presso i depositi commerciali e presso la rete distribuzione carburanti. Tali attività possono essere svolte dalla stessa compagnia petrolifera qualora essa sia titolare di depositi e di una propria rete di distribuzione oppure demandati a terzi¹⁵². Gli altri costi operativi riguardano la manutenzione ordinaria e gli altri costi commerciali sono quantificabili in ragione del volume di prodotto transitato presso l'impianto di distribuzione. La stima di tali costi può essere ragionevolmente compiuta considerando come dati i valori consuntivati nell'esercizio precedente i quali potranno essere aggiornati in ragione di variazioni previste.

¹⁵² Per un approfondimento si veda: *Audizione presso Commissione Industria Senato La nuova Strategia Energetica Nazionale per un'energia più competitiva e sostenibile*, Roma, 9 ottobre 2012.

Al decimo anno sono riportati i costi necessari per la sostituzione di parte dei cespiti che si prevede giungano alla conclusione della loro vita utile. Il costo di sostituzione previsto è supposto pari a quello previsto al tempo zero per l'acquisizione della medesima tipologia di cespiti.

Alla conclusione del progetto sono previsti degli oneri per attività di *decommissioning*. La parte successiva del paragrafo sarà dedicata ad un approfondimento sulla modalità di determinazione di tali oneri

4.6.1. La valutazione degli oneri di decommissioning

La stima degli oneri di *decommissioning* risulta un momento particolarmente delicato al fine di quantificare i benefici economici e finanziari dell'investimento sia per la complessità della stima sia per via delle considerazioni imprescindibili che devono essere compiute in riferimento allo sviluppo tecnologico atteso, ai mutamenti nello scenario legislativo ed in riferimento alle aspettative avanzate dagli stakeholder circa i comportamenti che l'impresa porrà in essere al termine dell'attività produttiva nel sito.

Per la determinazione di tale valore si ritiene ragionevole stimare quale potrebbe essere l'importo dei costi che l'impresa dovrebbe sostenere se il termine dell'attività produttiva avvenisse nel periodo corrente. Nell'ipotesi in cui negli anni recenti si fossero realizzate attività di *decommissioning* per la rimozione di cespiti della medesima tipologia si ritiene che per la stima si possano considerare i medesimi valori, operando delle rettifiche in ragione delle differenti caratteristiche in termini qualitativi e di sicurezza esistenti tra gli impianti di recente dismissione e quelli riguardanti l'investimento oggetto di valutazione.

Considerando i molteplici scenari possibili che possono presentarsi al momento del compimento dell'attività di rimozione dei cespiti e di ripristino del sito, soprattutto in riferimento ai differenti livelli di contaminazione di quest'ultimo, il valore dell'onere dev'essere determinato come valore atteso del flusso di cassa in uscita ovvero sia mediante l'associazione tra gli oneri previsti in ciascuno dei differenti scenari e la probabilità di realizzazione degli stessi. In questa esemplificazione gli oneri diretti di dismissione sono quantificati in 413 mila euro. Gli oneri così determinati devono essere incrementati della quota di oneri indiretti che, in questa circostanza, sono quantificati in 289 mila euro. Per la determinazione dell'onere di dismissione e di ripristino la stima deve comprendere non solo i costi diretti ed indiretti dell'attività bensì deve considerare altresì, qualora il lavoro sia esternalizzato, l'eventuale margine di profitto che il fornitore vorrebbe ragionevolmente ottenere dallo svolgimento della propria attività. Tale margine può essere determinato considerando una percentuale da applicare sull'ammontare di costo diretto ed indiretto di dismissione. L'assunzione, in questa situazione, riguarda la correlazione diretta tra ammontare di costi e margine di profitto per l'attività del fornitore. Nel caso in oggetto tale valore è stimato nel 25% dei costi attesi, diretti ed indiretti, per

lo svolgimento dell'attività. Nella valutazione in oggetto il costo complessivo stimato al periodo zero è pertanto di 878 mila euro.

I principi contabili internazionali prevedono la possibilità di capitalizzare gli oneri di *decommissioning* assieme al valore del cespite e la relativa possibilità di ammortamento sia del costo del cespite sia della quota prevista per la dismissione. Questo aspetto risulta di importanza non trascurabile anche per la valutazione dell'investimento in quanto il valore dell'ammortamento, comprensivo della quota prevista per la dismissione, concorre alla riduzione della base imponibile determinando una riduzione di imposte. La disciplina prevede, inoltre, la rideterminazione del valore del fondo di *decommissioning* anche in ragione dell'onere finanziario maturato. L'attuale normativa fiscale prevede la possibilità di portare tale ammortamento e l'onere finanziario di rivalutazione del fondo a riduzione della base imponibile¹⁵³. Nell'esemplificazione riportata si considera ai fini fiscali la deducibilità della sola quota di ammortamento relativa al valore del cespite e del costo di *decommissioning* capitalizzato e non anche del valore degli interessi per il quale il valore del fondo dev'essere aggiornato. I flussi di cassa così determinati, ai fini della definizione del valore attuale netto, sono attualizzati al costo medio ponderato del capitale.

L'onere di 878 mila euro precedentemente determinato dev'essere capitalizzato al tasso di inflazione previsto al fine di stimare l'onere atteso al ventesimo anno. Procedendo in tal modo l'onere di dismissione capitalizzato ammonta a 1.354 mila euro. Anche la quantificazione del tasso di inflazione ha una rilevanza non trascurabile. In tali circostanze è possibile utilizzare dei valori suggeriti da società specializzate in analisi statistiche.

Di seguito si riporta un'illustrazione che riassume il procedimento per la determinazione dei valori dell'onere di *decommissioning*.

¹⁵³ Cfr. Agenzia delle Entrate, Circolare n. 26/E – Oggetto: Determinazione della base imponibile IRAP. Ulteriori chiarimenti, giugno 2012, paragrafo 4.

Figura 4.7: Stima degli oneri di decommissioning.

oneri di manodopera diretta (migliaia di euro)	probabilità (%)	oneri di manodopera diretta ponderato (migliaia di euro)
312	20	62
377	65	245
705	15	106
<i>Costo stimato manodopera diretta</i>		<i>413</i>
<i>Costi indiretti di rimozione</i>		<i>289</i>
<i>Totale costi diretti ed indiretti di rimozione</i>		<i>702</i>
<i>Margine di profitto (stimato nel 25% del valore dei costi)</i>		<i>176</i>
<i>Flusso di cassa atteso al tempo zero</i>		<i>878</i>
<i>Fattore di capitalizzazione per l'inflazione (1+0,022)²⁰</i>		<i>1,542</i>
<i>Costo di rimozione al termine del progetto</i>		<i>1.354</i>
<i>Valore attuale del costo di decommissioning al tasso del 6%</i>		<i>410</i>

Fonte: Ns. Elaborazione

Dalla situazione specifica evidenziata in riferimento agli oneri di *decommissioning* ed alla determinazione dei benefici economici si riportano di seguito le evidenze valutative:

- la quantificazione dei costi di avvio del progetto hanno un'elevata incidenza sulla profittabilità dell'investimento in quanto spesso non vengono attualizzati;
- dal caso in esame si evince come il valore di un euro di costo sostenuto al tempo zero abbia una valenza, in termini di valore attuale netto, pari a 3,3 euro di costo previsti al termine della vita del progetto.

In riferimento a quest'ultimo aspetto è riportata di seguito una tabella che mostra gli effetti in termini di valore attuale dell'onere di *decommissioning* al variare del tasso di sconto impiegato.

Tabella 4.5: Analisi di sensitività sull'attualizzazione degli oneri di decommissioning.

Tasso di attualizzazione (%)	Valore attuale decommissioning cost (migliaia di euro)	indice di attualizzazione
2,5	816	1,7
5,0	498	2,7
7,5	307	4,4
10,0	192	7,1
12,5	121	11,2
15,0	77	17,6

Fonte: Ns. Elaborazione.

Nella prima colonna sono riportati differenti tassi ipotizzati per attualizzare l'onere di *decommissioning* mentre nella seconda colonna è riportato il valore attuale così determinato dell'onere futuro. La terza colonna indica l'indice di attualizzazione ovvero il divisore utilizzato nell'attualizzazione del flusso finanziario. Tale valore può essere interpretato pertanto come, ad esempio nella prima riga, un euro di flusso di cassa in uscita al tempo zero è equivalente ad 1,7 euro di flusso di cassa, non attualizzato, previsto al ventesimo anno. Tale valore aumenta in misura rilevante all'aumentare del tasso di attualizzazione determinando un rilevante deprezzamento del flusso di cassa futuro valutato al tempo zero. Questo accade se ad esempio si considera il tasso di attualizzazione del 10%. In questa circostanza, come si evince dalla tabella 4.5, 1 euro di flusso di cassa in uscita al tempo zero, in termini finanziari, ha la medesima valenza di 7,1 euro in uscita al ventesimo anno.

La valutazione presentata in questo paragrafo fa emergere chiaramente quali possono essere gli effetti, in termini valutativi, dell'utilizzo di un tasso di attualizzazione più o meno elevato. In termini strettamente valutativi si ritiene che l'attualizzazione del flusso di cassa previsto per gli oneri di *decommissioning* al valore del costo medio ponderato del capitale dell'azienda, possa non essere il migliore tasso di attualizzazione da impiegare. La stima degli oneri di *decommissioning* così come determinata incorpora l'elemento di aleatorietà nella valorizzazione in quanto si procede con la determinazione del valore atteso. Utilizzare per la valutazione un tasso come il costo medio ponderato del capitale, il quale incorpora a sua volta l'elemento rischio, può condurre verso la generazione di un valore distorto. Considerando la certezza della necessità futura di dover procedere alla dismissione del cespite ed al ripristino del sito appare maggiormente coerente con tale logica l'utilizzo di un tasso *risk free* rettificato al fine di tenere in considerazione il costo del debito per l'impresa.

Ragionamenti circa la maggiore rischio del progetto che determina l'incremento dei futuri oneri da sostenere possono condurre verso l'utilizzo di tassi di attualizzazione più elevati, incrementati proprio del fattore rischio. In tal modo non solo si cerca di rafforzare l'elemento rischio, il quale dovrebbe già essere contenuto nel flusso di cassa non attualizzato in quanto calcolato come valore atteso, ma addirittura si produce l'effetto contrario. Difatti, un tasso di attualizzazione incrementato non può che condurre a valori più bassi dell'onere di dismissione. Tale effetto non solo è poco coerente con la logica di comparabilità dei flussi di cassa nel tempo, obiettivo della metodologia di valutazione degli investimenti del V.A.N., ma produce anche un effetto distorsivo rispetto alle logiche per la quale il tasso è stato incrementato.

I ragionamenti illustrati conducono pertanto non solo verso valutazioni errate ma producono effetti di più ampio respiro sulle scelte aziendali e sugli impatti ambientali e sociali. Il poter equiparare ed esempio 1 euro di flusso di cassa al tempo zero con 7,1 euro non attualizzati e previsti al ventesimo anno (nell'ipotesi di attualizzazione al tasso del

10%) ha degli effetti non trascurabili sulle scelte manageriali. Non sarà infatti incoraggiato il sostenimento di costi in fase di avvio del nuovo progetto volti a limitare gli effetti ambientali futuri che l'investimento potrà generare. Inoltre, la necessità di far approvare dei progetti di investimento possono condurre all'applicazione di tassi di sconto dei flussi di cassa distorti, irrazionalmente incrementati, con il solo fine di ridurre al minimo l'incidenza degli oneri sulla profittabilità del progetto. Tali ragionamenti determinano la necessità di un'attenzione particolare alle considerazioni effettuate dal management e dai valutatori in riferimento a delle condotte volte ad incrementare artificialmente la profittabilità dei progetti.

La limitazione di prassi valutative errate, sia a causa di comportamenti involontari sia motivati dalla volontà di raggiungere particolari fini, risulta particolarmente complesso. Al fine di meglio comprendere le difficoltà possono essere individuate due differenti circostanze, la prima ove l'unità di pianificazione e controllo è interna al business e la seconda ove questa è esterna. La prima circostanza risulta quella più complessa per limitare prassi valutative involontariamente distorte o nelle situazioni più gravi volontariamente opportunistiche in quanto il business è la stessa unità che deve cercare di traguardare gli obiettivi prescindendo da un controllo esterno sulle modalità di perseguimento e sugli effetti di lungo periodo. Anche la seconda circostanza non è comunque scevra di difficoltà. Infatti un'unità di pianificazione e controllo esterna si trova a valutare un'iniziativa di investimento ove parte delle informazioni vengono raccolte dalle unità di business. In questo modo considerando una prassi condivisa di valutazione ed un tasso opportunità del capitale determinato diverrà piuttosto difficile comprendere le ragioni di una scelta di attualizzazione del flusso di cassa di *decommissioning* ad un tasso differente rispetto al costo opportunità del capitale. Oltretutto anche considerando come dato il tasso di attualizzazione dei differenti flussi di cassa, questo non esclude che le unità di business possano modificare parte delle informazioni in modo tale da incrementare la profittabilità dell'investimento e prescindendo, a parità di condizioni, dalla modifica del valore attuale del flusso di cassa di *decommissioning*. In tal modo, considerando come dato il valore attuale dell'onere di dismissione e ripristino, il business potrebbe incrementare senza ragioni oggettive il valore dei flussi di cassa stimati in entrata. Al fine di poter limitare tali comportamenti una soluzione potrebbe risultare quella di affiancare alla valutazione di ciascun investimento una scheda di valutazione bilanciata. Una scheda di valutazione bilanciata permette di valutare un investimento da differenti prospettive¹⁵⁴.

In questa maniera ogni valutazione finanziaria, il cui obiettivo dev'essere teso a rendere attraverso la metodologia dei flussi di cassa confrontabili valori monetari stimati

¹⁵⁴ Per un approfondimento sulla tematica della scheda di valutazione bilanciata si veda in particolare: R. S. Kaplan. D. Norton, *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, Harvard Business School Press, Harvard, 1996.

ad epoche differenti, può essere affiancata da adeguati indicatori che permettano di individuare obiettivi, target di risultato e risorse volte al perseguimento di tali obiettivi. Lo strumento permette infatti di monitorare la strategia mediante quattro prospettive che, secondo gli ideatori della Balanced Scorecard, sono quelle che contribuiscono al successo di ciascuna impresa: economico-finanziaria, dei clienti e dei partner, dei processi interni e dell'apprendimento/crescita. In particolare, in riferimento alla valutazione degli investimenti, la prospettiva dei clienti potrebbe essere interpretata come una prospettiva che includa la misurazione delle attese vantate dagli stakeholder. La flessibilità dello strumento infatti permette di poterla opportunamente progettare ed impiegare per valutare la performance dei processi di *stakeholder engagement*¹⁵⁵. In questo modo le imprese possono verificare l'allineamento di ogni investimento rispetto alle attese degli stakeholder i quali, periodicamente, alimentano una domanda crescente di informazioni al fine di conoscere le dinamiche aziendali. Valutare tale allineamento permette di dar luogo a processi di dialogo e di coinvolgimento degli stakeholder, allo scopo di migliorare la qualità delle relazioni e di diffondere comunicazioni più trasparenti in merito alla propria condotta di business nella convinzione che attraverso la soddisfazione delle aspettative e delle richieste dei loro "pubblici chiave" sia possibile contribuire allo sviluppo del valore complessivo e dei vantaggi competitivi delle imprese. Il coinvolgimento degli stakeholder ed il rafforzamento delle relazioni con loro oltre a poter accrescere in modo significativo il vantaggio dell'impresa sui propri concorrenti, in termini di aumento della fiducia, di supporto alla reputazione e di stimolo alla capacità innovativa. In relazione a quest'ultimo aspetto, in particolare, come dimostrato da un recente studio¹⁵⁶, emerge come il coinvolgimento di alcuni rappresentanti degli stakeholder nei processi di progettazione e sviluppo di nuovi prodotti sia in grado di aumentare il numero delle innovazioni aziendali di successo.

¹⁵⁵ L'espressione stakeholder engagement identifica un particolare approccio dell'impresa alla relazione con le diverse categorie di soggetti che, a vario titolo, dimostrano di avere un interesse specifico nella sua attività. Tale approccio si afferma, negli anni '90, nell'ambito degli studi accademici inerenti alla stakeholder theory e, progressivamente, arriva a completare quello precedente, lo stakeholder management. Mentre per lo *stakeholder management* i portatori di interesse sono rappresentati come soggetti passivi da gestire, lo *stakeholder engagement* pone gli stakeholder sullo stesso piano dell'impresa e punta all'attivazione di partnership e di collaborazioni che contribuiscono a rafforzare il sistema di relazioni a supporto del business ed a sviluppare la reputazione aziendale verso i propri stakeholder, favorendo il perseguimento di obiettivi comuni. Per un approfondimento si veda in particolare J. Andriof, S. Waddock, *Unfolding Stakeholder Engagement*, in J. Andriof., S. Waddock, B. Husted, S. S. Rahman, *Unfolding Stakeholder Thinking*, Greenleaf Publishing Limited, United Kingdom, 2002.

¹⁵⁶ S. Ayuso, M. A. Rodriguez, J. E. Ricart, *Using Stakeholder Dialogue as a Source for New Ideas: A Dynamic Capability Underlying Sustainable Innovation*, IESE Business School – Universidad de Navarra, Working paper, n. 633, May 2006.

Conclusioni

Il presente lavoro ha esaminato la normativa contabile sia nazionale sia internazionale, inerente i futuri oneri di smantellamento e di rimozione delle immobilizzazioni materiali e di ripristino del sito produttivo con una successiva analisi dell'informazione di bilancio e delle riflessioni sulla valutazione degli investimenti caratterizzati dalla presenza di tali oneri. In particolare la normativa internazionale disciplina la possibilità di iscrivere in bilancio le immobilizzazioni al *fair value* incrementato degli oneri di dismissione. Tali oneri futuri vengono iscritti tra i fondi del passivo dello stato patrimoniale in modo tale da far emergere il valore dell'obbligazione futura.

La ricerca empirica è stata condotta con il fine di comprendere le caratteristiche dell'informativa di bilancio inerente i fondi di *decommissioning* nelle imprese italiane non finanziarie quotate nella Borsa Valori di Milano. La ricerca, condotta sulle relazioni finanziarie del 2015, ha volontariamente escluso dall'analisi le banche, le società di assicurazioni e le altre società finanziarie in ragione delle ampie differenze normative esistenti e per le peculiarità proprie dell'attività caratteristica di tali imprese.

L'informazione è stata analizzata nella convinzione che questa rappresenti un bene economico per la quale esiste una domanda vantata dai soggetti utilizzatori (azionisti, investitori, creditori, clienti, fornitori, finanziatori) ed un'offerta alimentata dai soggetti interni all'azienda (amministratori e consiglio di amministrazione). Date le sue caratteristiche l'informazione esterna d'impresa può essere considerata un bene pubblico oggetto di notevole regolamentazione volta a definire le scelte dei soggetti coinvolti, riducendo la discrezionalità del redattore del bilancio al fine di salvaguardare la qualità dell'informazione fornita e gli interessi conoscitivi vantati dai soggetti utilizzatori. In riferimento ai futuri oneri di *decommissioning* la qualità dell'informazione fornita risulta essere particolarmente preziosa considerata la particolare rilevanza non solo per la singola impresa. Tale rilevanza ha impatto per i governi, infatti, il *decommissioning* osserva un rapporto Ocse del 2016 – è destinato a crescere in futuro dando vita ad una considerevole mole di lavoro e creando un grande e competitivo mercato. Il Dipartimento americano per l'energia ha impegni per 35 miliardi di dollari e sta spendendo circa 6 miliardi all'anno in attività di *decommissioning*. La flotta attuale di 100 reattori nucleari prevede impegni di spesa per il *decommissioning* di altri 47 miliardi di dollari, se il costo medio dello smaltimento e del trattamento delle scorie verrà mantenuto in media attorno ai 470 milioni di dollari per ogni unità¹⁵⁷. Anche il nostro Paese è interessato da tale tipologia di oneri. Attualmente in Italia sono presenti quattro impianti da dismettere di cui il più grande riguarda il sito di Caorso nel piacentino. Nonostante l'attività produttiva degli impianti si sia conclusa in seguito ai risultati del referendum del 1987, i lavori di smantellamento,

¹⁵⁷ Organisation for Economic Co-Operation and Development, *Costs of Decommissioning Nuclear Power Plants*, NEA No. 7201.

affidati alla società statale Sogin, continuano a trascinarsi con una spesa che viene ogni anno alimentata da un'apposita voce in bolletta energetica dei consumatori.

Considerando l'obiettivo del lavoro, sono state individuate 29 società italiane quotate nella Borsa Valori di Milano che nella propria relazione finanziaria consolidata presentano fondi del passivo per attività di smantellamento di rimozione delle immobilizzazioni e ripristino del sito produttivo. Tali società rappresentano circa la metà del valore della capitalizzazione complessiva delle società non finanziarie e quasi un terzo del valore di tutto il mercato delle azioni ordinarie delle imprese quotate a Piazza Affari.

L'analisi dell'informativa ha considerato in particolare le indicazioni presenti ai paragrafi 84, 85 e 86 del principio contabile IAS 37, effettuando delle riflessioni non solo sul contenuto ma anche sulla modalità di rappresentazione delle informazioni circa la passività futura. Si è osservato come maggiore attenzione sia rivolta verso le informazioni che presentano un valore numerico nei prospetti di bilancio. In particolare, sebbene con differenti livelli di dettaglio, le informazioni quantitative sono sempre illustrate in forma tabellare con una descrizione delle variazioni numeriche che i differenti fondi del passivo hanno subito durante l'esercizio per effetto dell'attività di gestione. Informazioni meno dettagliate hanno riguardato la descrizione dei valori numerici e delle considerazioni effettuate in sede di valutazione della posta contabile di bilancio. La differente qualità dell'informazione esterna è stata apprezzata anche utilizzando due indici di *disclosure* volti a quantificarne la completezza. Mediante l'osservazione delle relazioni finanziarie e lo studio delle caratteristiche dell'informazione sono state individuate due situazioni, le relazioni finanziarie di Eni e Snam, che costituiscono gli esempi di *best practices*. Nella sezione della nota integrativa inerente i fondi consolidati del passivo delle due società sono riportate informazioni facoltative sul tasso di sconto applicato ai flussi di cassa stimati per le attività di *decommissioning* e Snam integra tali informazioni con la rappresentazione comparativa dei valori numerici rispetto all'esercizio precedente e con un'analisi di sensitività sugli effetti di una variazione dei tassi di sconto impiegati per valorizzare la passività di dismissione.

Il presente lavoro contribuisce alla dottrina sulla *disclosure* di bilancio soffermando l'attenzione sull'analisi di tipo normativo e verificando lo stato dell'opera da un punto di vista positivo. Il lavoro ha fatto emergere come la presenza di situazioni di *best practices* possa permettere di superare la visione di informazioni definibili come “*non obbligatorie*” ad informazioni “*ad ogni modo dovute*” dando luogo a fenomeni di “*asservimento*”. In particolare lo studio fa emergere la rilevanza dell'indicazione dei tassi di sconto applicati per attualizzare i flussi di cassa necessari per far fronte alle future uscite finanziarie e le tempistiche sia inerenti all'inizio dell'attività di dismissione sia alla durata delle medesime attività. La divulgazione di tali informazioni appare di notevole interesse al fine di permettere al lettore di avere una maggiore contezza sui valori di bilancio. Inoltre tali informazioni sono classificabili come variabili specifiche

dell'impresa emittente, ovvero sia variabili aziendali che dipendono dalle scelte da questa effettuate e di cui un investitore può venire a conoscenza solo tramite l'informazione fornita dall'impresa.

L'inclusione di tale previsione all'interno del principio contabile IAS 37 potrebbe rappresentare un'opportunità affinché ai lettori del bilancio sia data la possibilità di avere, in linea teorica, un'informazione di maggiore qualità. Questo anche nella convinzione che le richieste informative previste dalla normativa influenzano non solo l'informativa esterna ma influenzano anche la condotta delle aziende portando a riflettere su determinati aspetti non considerati, precedentemente, come rilevanti.

Nel lavoro è stato inoltre svolto un approfondimento teso a riflettere sulle prassi di controllo di gestione che vengono applicate per la valutazione di investimenti che presentano ingenti costi di *decommissioning*. In particolare la metodologia di valutazione approfondita è quella del V.A.N., metodologia che si fonda su presupposti senza dubbio razionali da un punto di vista finanziario. Nel lavoro si indaga, per questo, sulle effettive modalità di applicazione della teoria la quale può condurre verso risultati poco coerenti rispetto agli obiettivi della metodologia stessa. L'obiettivo della comparabilità dei flussi di cassa nel tempo può essere posto in secondo piano rispetto a logiche di preferenza dei flussi di cassa che privilegiano politiche di "*fly now, pay later*". In questo modo aggiustamenti che tendono ad incrementare artificiosamente il tasso di sconto applicato per la determinazione dei flussi di cassa non solo risultano poco coerenti con i presupposti teorici ma producono un effetto contrario rispetto alle logiche di sviluppo aziendale in un periodo di medio e lungo termine. Inoltre l'utilizzo di tassi di sconto impropriamente elevati non solo scoraggia gli investimenti che conducono verso benefici finanziari di medio e lungo termine ma anche ogni iniziativa volta a limitare i futuri oneri di dismissione mediante il sostenimento di costi più elevati in fase di avvio del progetto di investimento. L'approfondimento in oggetto è supportato dallo svolgimento di un caso aziendale dove viene ricostruito il procedimento logico necessario per stimare gli oneri di *decommissioning* e gli effetti che un'applicazione poco coerente della metodologia, rispetto alle sue finalità, può condurre. L'incremento dei tassi di sconto in maniera irrazionale scoraggerà ogni investimento volto a limitare gli oneri futuri di dismissione pur di contenere i costi iniziali, particolarmente rilevanti nella stima dell'ampiezza dei benefici finanziari del nuovo progetto.

Il presente lavoro contribuisce alla dottrina evidenziando gli effetti che si possono determinare per effetto dell'utilizzo di pratiche valutative poco ragionevoli non solo in riferimento ai benefici finanziari dell'azienda ma anche in riferimento agli effetti che queste possono determinare nei confronti dell'ampia platea di stakeholder, sia in termini sociali sia in termini ambientali. Lo studio inoltre sottolinea l'importanza di una coerente applicazione della metodologia con le finalità riconosciute ad essa dalla dottrina, escludendo pertanto una modifica artificiosa dei tassi di sconto in modo da inficiare i

risultati del fattore di preferenza circa la tempistica della manifestazione dei flussi di cassa. Una possibile soluzione può essere quella di affiancare ad ogni valutazione finanziaria di un nuovo investimento una scheda di valutazione bilanciata propriamente adattata al fine di permettere di verificare la coerenza del nuovo progetto rispetto alla strategia aziendale e monitorando contestualmente i processi di *stakeholder engagement*.

Bibliografia

- Agenzia delle Entrate, *Circolare n. 26/E – Oggetto: Determinazione della base imponibile IRAP. Ulteriori chiarimenti*, giugno 2012.
- Allard-Poesi F., Maréchal C., *Construting the Reserch Problem, in Thietar R-A, in Thietar R-A*, a cura di Doing Management Research: A Comprehensive Guide, London, Sage, 2001.
- Amaduzzi A., *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, 1978.
- Amodeo D., *Ragioneria generale delle imprese*, Giannini, Napoli, 1990.
- Andriof J., Waddock S., *Unfolding Stakeholder Engagement*, in Andriof. J., Waddock S., Husted B., Rahman S. S., *Unfolding Stakeholder Thinking*, Greenleaf Publishing Limited, United Kingdom, 2002.
- Anthony R. N., *Principi di contabilità aziendale*, Etas, Milano, 1992.
- Ayuso S., Rodriguez M. A., Ricart J. E., *Using Stakeholder Dialogue as a Source for New Ideas: A Dynamic Capability Underlying Sustainable Innovation*, IESE Business School – Universidad de Navarra, Working paper, n. 633, May 2006.
- Audizione presso Commissione Industria Senato, *La nuova Strategia Energetica Nazionale per un'energia più competitiva e sostenibile*, Roma, 9 ottobre 2012.
- Barth M., Clinch G., Shibano T., *Market Effects of Recognition and Disclosure*, in *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, N. 4, 2003, pp. 581-609.
- Bertini U., *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Colombo Corsi, Pisa, 1969.
- Blume M. E., *Betas and their regression tendencies*, *Journal of Finance*, n. 30, 1975.
- Brealey Richard A., Myers Stewart C., Allen F. e Sandri S., *Principi di finanza aziendale*. Quinta edizione, McGraw-Hill, New York, 2007.
- Brugger G., *La valutazione degli investimenti industriali*, Giuffrè, Milano, 1979.

- Campobasso G. F., *Manuale di diritto commerciale*, Utet, Torino, 2017.
- Cassandro P. E., *Le riserve occulte*, Giovinazzo, Andriola, 1942.
- Cattaneo M., *Le misurazioni di azienda. Aspetti di errore, di indeterminazione, di incertezza*, Giuffrè, Milano, 1959.
- Cattaneo M., *Introduzione allo studio del bilancio d'esercizio nelle imprese*, CEIV Libreria Dante, Verona, 1966.
- Cattaneo M., *Il bilancio di esercizio nelle imprese. Finalità e struttura*, Etas, Milano, 1979.
- Cavalieri E., *Le riserve nell'economia dell'impresa*, Cedam, Padova, 1983.
- Cavalieri E., Ferraris Franceschi R., *Economia aziendale. Attività aziendale e processi produttivi*, Vol. I, III ediz., Giappichelli, Torino, 2008.
- Ceccherelli A., *Economia aziendale ed amministrazione delle imprese*, Barbera, Firenze, 1948.
- Cochrane John H., *Asset pricing*, Princeton University, New Jersey, 2000.
- Coda V., *I bilanci d'impresa: oggetto e scopi*, in V. Coda, G. Frattini, *Valutazioni di bilancio. Principi economici, norme civili, norme fiscali e direttive comunitarie*, LUE, Venezia, 1984.
- Congiu P., *Il Going concern*, Rirea, Roma, 2013. F. Poddighe, *Manuale di tecnica professionale*, IV edizione, Cedam, Padova, 2014.
- D'Alvise P., *Principi e precetti per l'amministrazione economica delle aziende*, Cedem, Padova, 1932.
- Dallochio M., Salvi A., *Finanza Aziendale*, Egea, Milano, 2005.
- De Dominicis U., *Lezioni di ragioneria generale*, Clueb, Bologna, 1969.
- De Dominicis U., *Alcuni argomenti controversi in materia di bilancio e rendiconti d'impresa*, in *Bilancio di esercizio e amministrazione delle imprese. Studi in onore di Pietro Onida*, Giuffrè, Milano, 1981.
- De Manico L., Amodeo D., *Saggi di economia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1942.
- Dezzani F., *La certificazione del bilancio di esercizio*, Giuffrè, Milano, 1974.

- Drury C., *Management & Cost Accounting*, Fifth edition, Thomson Learning Press, London, 2000.
- Elton E. J., Gruber M. J., Urich T. J., *Are betas best?*, The Journal of Finance, December 1978.
- Fattore G., *Metodi di ricerca in economia aziendale*, Egea, Milano, 2005.
- Ferrero G., *Finanza Aziendale*, Giuffrè, Milano, 1981.
- Ferrero G., *Impresa e Management*, Giuffrè, Milano, 1987.
- Ferrero G., Dezzani F., Pisoni P., Puddu L., *Contabilità e bilancio di esercizio*, Giuffrè, Milano, 2000.
- Financial Accounting Standards Board, *Statement of Financial Accounting Concepts No. 1 - Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*, FASB, November 1978.
- Financial Accounting Standards Board, *Exposure Draft - No. E-155, Proposed Statement of Financial Accounting Standards, Accounting for obligations associated with the retirement of long-lived asset*, FASB, Norwalk, CT, February 2000.
- Financial Accounting Standards Board, *Statement of Financial Accounting Concepts No. 7, Using Cash Flow Information and Present Value in Accounting Measurements*, FASB, Norwalk, CT, February 2000.
- Financial Accounting Standards Board, *Statement of Financial Accounting Concepts No. 143, Accounting for Asset Retirement Obligations*, FASB, Norwalk, CT, June 2001.
- Fusa E., Guatri G., *La valutazione del capitale economico d'impresa. Metodi tradizionali, innovativi ed empirici. Casi pratici. Prefazione di Luigi Guatri*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1998.
- Galassi G., *Il postulato della "realizzazione" nella dottrina aziendale nord americana*, in *Rivista dei Dottori commercialisti*, 1967.
- Garvin R., David A., Hayes R. H., *Managing as if tomorrow mattered*, Harvard Business Review, 60, n. 3, May–June 1982.
- Gervasio D., Montani D., *Il principio della trasparenza nella contabilizzazione dei costi di decommissioning e di bonifica del comparto eolico. Il contributo*

del conceptual Framework, in Business and Management Sciences International Quarterly Review, volume 6 – n. 3/2015, Pavia, 2015.

- Giunta F., Pisani M., *Il bilancio. Seconda edizione*, Apogeo, Milano, 2008.
- Graham J. R., Harvey C. R., *The theory and practice of finance: Evidence from the field*, in Journal of Financial Economics, 61, 2001.
- Guatri L., *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1990.
- Guatri L., *La qualità delle valutazioni. Una metodologia per riconoscere l'errore*, Egea, Milano, 2007.
- Hill T., Westbrook R., *SWOT analysis: it's time for a product recall*, Long range planning, vol. 30, n. 1, 1997.
- International Accounting Standards Board, *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, IASCF, London, 2008.
- International Accounting Standards Board, *IAS 2 – Inventories*, IASB, November 2008.
- International Accounting Standards Board, *IAS 11 - Construction Contracts*, IASB, September 2009.
- International Accounting Standards Board, *IAS 12 - Income Taxes*, IASB, June 2012.
- International Accounting Standards Board, *IAS 16 - Property plant and equipment*, IASB, September 2009.
- International Accounting Standards Board, *IAS 17 – Leasing*, IASB, November 2008.
- International Accounting Standards Board, *IAS 18 – Revenue*, IASB, September 2009.
- International Accounting Standards Board, *IAS 19 - Employee Benefits*, IASB, September 2009.
- International Accounting Standards Board, *IAS 37 - Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets*, IASB, September 2009.
- International Accounting Standards Board, *IAS 38 - Intangible Asset*, IASB, March 2010.

- International Accounting Standards Board, *IAS 39 - Financial Instruments: Recognition and Measurement*, IASB, February 2011.
- International Financial Reporting Interpretations Committee, *Changes in Existing Decommissioning, Restoration and Similar Liabilities*, IFRIC, Maggio 2004.
- International Financial Reporting Standard, *IFRS 4 - Insurance Contracts*, IASB, December 2009.
- Jastrow J., *Storia dell'errore umano*, traduzione italiana, Mondadori, Milano, 1941.
- Kaplan Robert S., Atkinson Anthony A., *Advance Management Accounting. Gli strumenti del controllo di gestione*, Isedi, Torino, 2006.
- Kaplan Robert S., Norton D., *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, Harvard Business School Press, Harvard, 1996.
- Kogut B., Zander U., *What Firms Do? Coordination, Identity, and Learning*, Organization Science, Maryland, October 1996.
- Koller T., Goedhart M., Wessels D., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company, Wiley, New Jersey, 2005.
- Krippendorff K., *Content Analysis: an introduction to Its Methodology*, second edition, Thousand Oaks (CA), Sage, 2004.
- Lintner J., *The valuation of risky assets and the selection of risky investments in the stocks portfolios and capital budget*, Review of Economics and Statistics, vol.47, n.1, 1965.
- Loire J. H., Savage L. J., *There problems in rationing Capital*, in Journal of Business, 28, ottobre 1955.
- Lucianetti L. C., *Bilanci di impresa e bilanci tipo*, Giappichelli, Torino, 1998.
- Lutz F. e V., *The theory of investment of the firm*, Princeton University Press, Princeton, 1951.
- Malavasi R., *La gestione finanziaria e valutaria nelle imprese*, Giuffrè, Milano, 2010.
- Marano I., *Le riserve occulte nelle società per azioni*, in Rivista Italiana di Ragioneria, n.7-8, 1949, p. 158.

- Markowitz H., *Portfolio Selection*, Journal of Finance, vol.7, 1952.
- Meeting D. T., Luecke R. W., Garceu L., *Future Cash Flow Measurement*, in Journal of Accountancy, October 2001, pp. 57-67.
- Melis A., *L'informazione esterna d'impresa: neutralità e conflitti di interesse*, in Il controllo legale dei conti, Vol. 7, n. 3, 2003.
- Melis A., *La qualità dell'informazione esterna*, Giuffrè, Milano, 2008.
- Melis A., Carta S., Gaia S., *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, Giuffrè, Milano, 2011.
- Melis G., *Elementi di Economia Aziendale*, Giuffrè, Milano, 2015.
- Melis G., Congiu P., *Il bilancio di esercizio nelle imprese industriali, mercantili e di servizi*, seconda edizione, Giuffrè, Milano, 2006.
- Micocci M., Masala G. B., *Manuale di Matematica finanziaria*, Carocci, Roma, 2012.
- Milgrom P., Roberts J., *Economia, Organizzazione e Management*, Il Mulino, Bologna, 1992.
- Muzumdar P., *Business Model Development Through Corporate Strategy Design: IBM SWOT Analysis*. Available at SSRN, 2013.
- Onida P., *Le discipline economico-aziendali: oggetto e metodo*, Giuffrè, Milano, 1947.
- Onida P., *Il bilancio di esercizio nelle imprese. Significato economico del bilancio problemi di valutazione*, quarta edizione, Giuffrè, Milano, 1951.
- Onida P., *La logica ed il sistema delle rilevazioni quantitative d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1970.
- Organisation for Economic Co-Operation and Development, *Costs of Decommissioning Nuclear Power Plants*, NEA No. 7201.
- Organismo Italiano di Contabilità, *Principio contabile n. 16 - Immobilizzazioni Materiali*, OIC, Agosto 2014.
- Organismo Italiano di Contabilità, *Principio contabile n. 28 - Patrimonio netto*, OIC, Agosto 2014.

- Organismo Italiano di Contabilità, *Principio contabile n. 31 - Fondi per rischi e oneri e Trattamento di fine rapporto*, OIC, Dicembre 2016.
- Paganelli O., *Valutazione delle aziende. Principi e procedimenti*, Utet, Torino, 1990.
- Palumbo P., *Scritti scelti di ragioneria*, Abbaco, Palermo, 1953.
- Pericoli M., Sbracia M., *The CAPM and the risk appetite index: theoretical differences and empirical similarities*, Banca d'Italia, n. 586, 2006.
- Pini M., *Politiche di bilancio e direzione aziendale*, Etas, Milano, 1991.
- Pisani M., *L'ambiente naturale nel bilancio di esercizio. Costi e passività ambientali*, Franco Angeli, Milano, 2002.
- Poddighe F., *Manuale di tecnica professionale*, IV edizione, Cedam, 2014.
- Provasoli A., *Il bilancio di esercizio destinato a pubblicazione*, Giuffrè, Milano, 1974.
- Quagli A., Teodori C., *L'informativa volontaria per settori di attività*, Franco Angeli, Milano, 2005.
- Rutigliano M., *Il bilancio della banca e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2016, p. 341.
- Sharpe William F., *Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk*, The Journal of Finance, vol. 19, n. 3, September 1964.
- Sigel G., Ramauskas-Marconi, H., *Behavioral Accounting*, South Western Publishing, Cincinnati, OH, 1989.
- Smith M., Taffler R. J., *The chairman's statement - A content analysis of discretionary narrative disclosures*, Accounting, Auditing & Accountability Journal, 13, 2000.
- Solomon E., *The arithmetic of capital budgeting decision*, in Journal of Business, 29, aprile 1956.
- Troisi B., *Diritto civile. Lezioni*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2015.
- Vasicek O., *A note on using cross-sectional information in Bayesian estimation of security betas*, Journal of Finance, n. 28, 1973.
- Verona R., *Le politiche di bilancio*, Cedam, Padova, 2000.

- Vocabolario Treccani;
- Williamson O., *The economic Institutions of Capitalism*, New York, The Free Press, 1985; trad. italiano *Le istituzioni economiche del capitalismo. Imprese, mercati e rapporti contrattuali*, Franco Angeli, Milano, 1988.
- Zanda G., Lacchini M., Onesti T., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 1992.

Sitografia

- *www.borsaitaliana.it*
- *www.ec.europa.eu*
- *www.ilfoglio.it*
- *www.ilsole24ore.it*
- *www.nytimes.com*
- *www.toil.it*

