



Università degli Studi di Cagliari

DOTTORATO DI RICERCA IN ECONOMIA E GESTIONE AZIENDALE

Ciclo XXVIII

TITOLO TESI:

LA SCELTA DELLA *FAIR VALUE OPTION* NELLO IAS 40: EVIDENZE EMPIRICHE SUL SETTORE *REAL ESTATE*

Settore scientifico disciplinare di afferenza

SECS – P/07

Presentata da:

*Silvia Porta*¹

Coordinatore Dottorato:

Prof. Andrea Melis

Tutor/Relatore:

Prof. Gianluigi Roberto

Esame finale anno accademico 2014 – 2015

¹ La presente tesi è stata prodotta durante la frequenza del corso di dottorato in Economia e Gestione Aziendale dell'Università degli Studi di Cagliari, a. a. 2014/2015 – XXVIII ciclo, con il supporto di una borsa di studio finanziata con le risorse del P.O.R. SARDEGNA F.S.E. 2007-2013 - Obiettivo competitività regionale e occupazione, Asse IV Capitale umano, Linea di Attività 1.3.1 "Finanziamento di

Silvia Porta gratefully acknowledges Sardinia Regional Government for the financial support of his PhD scholarship (P.O.R. Sardegna F.S.E. Operational Programme of the Autonomous Region of Sardinia, European Social Fund 2007- 2013 - Axis IV Human Resources, Objective 1.3, Line of Activity 1.3.1.).



Indice

Introduzione	5
CAPITOLO 1	7
L'introduzione dei principi contabili IAS/IFRS nel bilancio d'esercizio	7
1.1. Le logiche alla base dell'adozione dei principi contabili internazionali nell'Unione Europea	7
1.2. L'emanazione del Regolamento europeo di adozione degli IAS/IFRS	9
1.3. Il campo di applicazione degli IAS / IFRS in Italia	12
CAPITOLO 2	17
Il principio contabile IAS 40: investimenti immobiliari	17
2.1. Introduzione allo IAS 40: cenni storici e peculiarità.....	17
2.2. Finalità e ambito di applicazione.....	19
2.3. Valutazione al momento della rilevazione iniziale: costi di investimento e costi di manutenzione	22
2.4. Valutazione successiva alla rilevazione iniziale	22
2.5. Modello del fair value	23
2.5.1. Utili da fair value	24
2.5.2. Perdite da fair value	25
2.5.3. Determinazione del fair value	27
2.5.4. Impossibilità di determinare attendibilmente il fair value	29
2.6. Modello del costo	30
2.7. Cambiamenti di destinazione	30
2.8. Dismissioni.....	32
2.9. Informazioni integrative	33
2.9.1. Informazioni di carattere generale: modello del fair value e del costo	34
2.9.2. Informazioni integrative: modello del fair value	35
2.9.3. Informazioni integrative: modello del costo	36
CAPITOLO 3	39
LE DIVERSE PROSPETTIVE DELLA LETTERATURA	39
3.1. L'introduzione del <i>fair value</i> tra i criteri di valutazione del bilancio	39
3.2. Punti di forza e di debolezza del <i>fair value</i> a confronto col costo storico	45
3.3. L'analisi della letteratura.....	55

3.4. Analisi delle possibili determinanti nella scelta della <i>fair value option</i> (IAS 40) nel settore <i>real estate</i>	60
3.4.1. Sottosettori dell'attività immobiliare	60
3.4.2. Dimensione aziendale	62
3.4.3. Redditività ed indebitamento	64
3.4.4. Tradizioni contabili	65
CAPITOLO 4.....	67
ANALISI EMPIRICA SULL'APPLICAZIONE DELLO IAS 40 NEL SETTORE IMMOBILIARE.....	67
4.1. Definizione delle ipotesi.....	67
4.2. Campione indagato.....	72
4.3. Variabili considerate e metodologia impiegata.....	75
4.4. Risultati ottenuti	80
4.4.1. Analisi descrittiva.....	80
4.4.2. Analisi univariata	83
4.4.3. Analisi multivariata.....	86
4.5. Sintesi dei risultati ottenuti.....	91
Considerazioni conclusive	93
Bibliografia	97
Sitografia.....	101

Introduzione

L'adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS da parte dell'Unione Europea rappresenta un momento di particolare rilevanza nell'ambito dell'evoluzione della disciplina del bilancio d'esercizio, che offre numerosi spunti di analisi alla comunità scientifica.

Tale percorso di riflessione e di ricerca, complesso e articolato, risulta finalizzato a definire un sistema di conoscenze utili ai fini della corretta interpretazione, da parte degli *stakeholder* aziendali, delle informazioni economico-finanziarie comunicate attraverso i bilanci redatti in base agli IAS/IFRS. Inoltre risulta funzionale, da un punto di vista operativo, per costituire un quadro di riferimento a supporto dei redattori dei bilanci.

Il presente lavoro di ricerca si inserisce nell'ambito del dibattito, attualmente ancora aperto, sulla scelta tra *fair value* e costo storico quale criterio ottimale di valutazione, focalizzandosi sul principio contabile IAS 40, il quale risulta particolarmente adatto per tale tipo di indagine in quanto rientra tra i pochi principi che consentono una facoltà di scelta tra i due criteri di valutazione sopra citati. In particolare, il principio IAS 40 si occupa delle modalità di valutazione, contabilizzazione e rappresentazione in bilancio degli "investimenti immobiliari", per tale intendendosi qualsiasi immobilizzazione materiale detenuta allo scopo di ricavarne profitti sottoforma di affitti o *capital gain*.

L'indagine empirica prospettata in questo lavoro si concentra sulle imprese appartenenti al settore del *real estate*, in quanto, come evidenziato in precedenti ricerche, le aziende facenti parte del settore immobiliare presentano una significativa incidenza di tali poste contabili sul totale dell'attivo e quindi, per esse, la scelta del criterio contabile da adottare dovrebbe avere un impatto maggiore sul bilancio, facendo emergere una preferenza per una data opzione in relazione a determinate caratteristiche aziendali.

La tesi si articola nel seguente modo: nel primo capitolo si illustrano le modalità di adozione dei principi contabili internazionali nell'ambito dell'Unione Europea; successivamente, nel secondo capitolo, viene illustrato il contenuto specifico del principio IAS 40; nel terzo capitolo si affronta l'analisi dei contributi presenti nella letteratura; infine, nel quarto capitolo, si procede allo sviluppo dell'analisi empirica su

un campione di imprese immobiliari europee, volta ad illustrare determinate caratteristiche delle imprese che adottano la *fair value option*.

CAPITOLO 1

L'introduzione dei principi contabili IAS/IFRS nel bilancio d'esercizio

1.1. Le logiche alla base dell'adozione dei principi contabili internazionali nell'Unione Europea

La necessità di adottare i principi contabili internazionali nel contesto europeo è sorta in seguito alla diffusione della globalizzazione, la quale ha generato una forte integrazione dei mercati dei beni e dei capitali, ha facilitato la rapida diffusione della tecnologia e lo spostamento delle persone, facendo nascere così l'esigenza di comparare bilanci di imprese residenti in diversi Paesi e di rendere fruibile l'informazione economico-finanziaria in ambiti che vanno oltre i confini dei singoli Stati.²

Infatti, le difficoltà legate alla presenza di diversi sistemi contabili implicano un aggravio nei costi delle imprese che operano in ambito internazionale e che devono redigere i bilanci in base alle diverse regole contabili vigenti in ciascun ordinamento. Un ulteriore costo si ha poi nel caso si debba redigere il bilancio consolidato, ed è legato al processo di omogeneizzazione dei valori nei bilanci delle controllate che occorre realizzare in via preventiva.

Vi sono poi le difficoltà legate all'interpretazione delle informazioni di bilancio da parte dei portatori di interessi, in particolare investitori e finanziatori, che spesso inficiano le decisioni di investimento e comportano il sostenimento di costi aggiuntivi per una corretta lettura ed analisi. Inoltre risulta minata la competitività delle imprese laddove queste debbano sostenere oneri amministrativi differenti per adeguarsi agli obblighi in materia di tenuta delle scritture contabili, pubblicità e controllo legale previsti negli ordinamenti dei diversi Paesi.³

² Cfr. Savioli G., *I principi contabili internazionali*, Giuffrè Editore, Milano, 2008, pag. 3.

³ Cfr. Giussani A., *Introduzione ai principi contabili internazionali*, Giuffrè Editore, Milano, 2009, pagg. 3-7.

Pertanto al fine di una più efficace ed efficiente diffusione delle informazioni economico-finanziarie delle imprese, è indispensabile poter giungere alla comparabilità delle stesse ad un livello che sia il più ampio possibile.

Per tali motivi l'Unione Europea si è orientata verso l'adozione, nel proprio ordinamento contabile, dei principi contabili internazionali IAS/IFRS, e lo ha fatto attraverso un percorso che da un primo approccio di *armonizzazione*, ha condotto alla più radicale *standardizzazione* del contenuto del bilancio d'esercizio.

In una prima fase, cioè, si è adottata un'impostazione di cosiddetta armonizzazione, che, attraverso la mediazione delle diverse esigenze locali, ha cercato di realizzare una convergenza verso l'obiettivo comune di comparabilità dei bilanci, mediante la definizione di un quadro di alternative possibili, rispetto alle quali i diversi Paesi aderenti all'Unione Europea hanno avuto facoltà di scelta, al fine di salvaguardarne le differenti tradizioni contabili nazionali.

In una seconda fase, invece, le suddette pressanti esigenze in materia di comparazione dei bilanci, hanno fatto propendere i competenti organismi comunitari per un'impostazione più radicale, quella della standardizzazione, la quale prevede l'adozione di un unico *corpus* di principi contabili obbligatori e l'uniformazione internazionale del linguaggio contabile.

A partire dal 1978 il Consiglio Europeo si era orientato verso il processo di armonizzazione contabile con l'emanazione di diverse Direttive;⁴ tuttavia le stesse non sono risultate sufficientemente incisive per diversi motivi, tra i quali la presenza nell'Unione Europea di Paesi che hanno sistemi legislativi, tradizioni contabili ed impostazioni economiche molto diverse tra loro,⁵ nonché la molteplicità di opzioni applicative lasciate alla discrezionalità dei singoli Stati ed al loro carattere di generalità.

⁴ La IV Direttiva CEE (n. 78/660/CEE del 25 luglio 1978) stabilisce norme comuni per la redazione dei conti annuali delle società di capitali (diverse da banche e assicurazioni), seguita dalla VII Direttiva (n. 83/349/CEE del 13 giugno 1983) relativa ai bilanci consolidati, dalla Direttiva n. 86/635/CEE relativa a banche ed altri istituti finanziari e dalla Direttiva n. 91/674/CEE inerente le imprese di assicurazione. Per maggiori approfondimenti si vedano: Savioli G., *I principi contabili internazionali*, Giuffrè Editore, Milano, 2008, pag. 3; AA.VV., *Il bilancio d'esercizio ed i principi contabili internazionali*, Gruppo Euroconference Editore, Verona, 2003, pagg. 19-21.

⁵ Coesistono infatti sistemi legislativi di tradizione romano-germanica e sistemi di *common law*, tradizioni contabili che prevedono piani dei conti obbligatori ed altre che non prevedono alcun tipo di regolamentazione, economie basate su società di capitali con assetto proprietario e altre economie che presentano società facenti ampio ricorso ai mercati finanziari. Cfr. AA.VV., *Il bilancio d'esercizio ed i principi contabili internazionali*, Gruppo Euroconference Editore, Verona, 2003, pagg. 19-21.

Per tali motivi, appurata l'inadeguatezza delle sole Direttive al raggiungimento dell'obiettivo di garantire la comparabilità dell'informazione contabile, la Commissione Europea, fin dalle sue prime comunicazioni sul tema nel 1995,⁶ ha manifestato la preferenza per i principi contabili internazionali dello IASC rispetto alle altre soluzioni possibili, rappresentate dall'emanazione di un *corpus* di nuovi principi⁷ e dall'adozione degli US-GAAP americani,⁸ ritenuti troppo legati allo specifico contesto americano.

Nel 2000 poi una nuova comunicazione⁹ ha indicato i principi dello IASC come riferimento privilegiato per conseguire un adeguato livello di standardizzazione contabile previa verifica delle compatibilità di tali principi con l'ordinamento contabile comunitario sancito dalle Direttive. La preferenza è stata determinata oltre che dalla maggiore semplicità di attuazione rispetto alle altre alternative possibili, anche dalla neutralità dei principi dello IASC rispetto ai contesti contabili locali; infatti gli IAS offrono un corpo di principi organico adeguato alle esigenze informative internazionali.

1.2. L'emanazione del Regolamento europeo di adozione degli IAS/IFRS

Con il *Regolamento CE 1606/2002* del 19 luglio 2002, entrato in vigore il 14 settembre, la Commissione Europea sancisce l'adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS da parte dell'Unione Europea.

Esso ha come obiettivo l'armonizzazione contabile delle società europee al fine di assicurare la trasparenza dell'informazione finanziaria e la comparabilità dei bilanci, garantendo in tal modo un'efficiente funzionamento del mercato comunitario dei capitali.¹⁰

⁶ Commissione Europea, *Armonizzazione contabile: una nuova strategia nei confronti del processo di armonizzazione internazionale*, Comunicazione n. 508. 14 novembre 1995.

⁷ La redazione di un nuovo *corpus* di principi *ad hoc* avrebbe generato difficoltà politiche e lunghi tempi di attuazione.

⁸ Gli US-GAAP (*United States-Generally Accepted Accounting Principles*) sono i principi contabili applicati negli Stati Uniti, singolarmente denominati FAS (*Financial Accounting Standard*).

⁹ Commissione Europea, *La strategia dell'UE in materia di informativa finanziaria: la via da seguire*, Comunicazione n. 359, del 13 giugno 2000.

¹⁰ Per approfondimenti si veda AA.VV., *Il bilancio d'esercizio ed i principi contabili internazionali*, Gruppo Euroconference Editore, Verona, 2003, pagg. 37-38.

A differenza delle Direttive, il *Regolamento* risulta immediatamente applicativo e stabilisce l'obbligo, per le società i cui titoli siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di un qualsiasi Stato membro, di redigere il bilancio consolidato in base ai principi contabili IAS/IFRS, con decorrenza dal 1° gennaio 2005. Lascia inoltre a ciascun Paese la possibilità di stabilire l'obbligo o la facoltà di adottare tali principi anche nella redazione del bilancio d'esercizio di tali società, e nella redazione del bilancio consolidato e d'esercizio per le società i cui titoli non siano quotati nei mercati regolamentati dell'Unione Europea.

L'organismo responsabile dell'emanazione dei principi contabili internazionali era originariamente denominato IASC (*International Accounting Standards Committee*),¹¹ esso ha cambiato la propria denominazione in IASB (*International Accounting Standard Board*) nel 2000 a seguito di un processo di ristrutturazione che ha previsto l'ampliarsi della platea di interlocutori coinvolti nell'elaborazione degli *standard*, includendo oltre alle associazioni professionali, i rappresentanti di investitori, analisti finanziari, del mondo accademico ed imprenditoriale. I principi emanati dallo IASC mantengono la denominazione di IAS (*International Accounting Standard*), mentre quelli emanati a partire dal 2001 dallo IASB vengono denominati IFRS (*International Financial Reporting Standard*).¹²

La procedura di formazione dei principi contabili internazionali è volta ad assicurare trasparenza ed il maggior coinvolgimento possibile da parte di chiunque sia interessato. Nell'ambito del processo di formazione, infatti, il Board è obbligato all'emissione di un *Exposure Draft* (ED) che consiste nella bozza dello *standard* contabile, pubblicato sul *website*, ed è lo strumento attraverso il quale si chiedono le opinioni degli interessati. In seguito all'approvazione, ogni IFRS è poi accompagnato da un documento chiamato "*Basis for Conclusions*", nel quale vengono sintetizzati i

¹¹ Lo IASC (*International Accounting Standards Committee*) è nato a Londra nel 1973 come ente privato frutto dell'accordo di associazioni professionali di 9 paesi: Australia, USA, Canada, Messico, Giappone, Francia, Germania, Olanda e Regno Unito. Successivamente vi hanno aderito gli *standar setters* di altri paesi tra cui l'Italia nel 1980. Per approfondimenti si veda Savioli G., *Il bilancio di esercizio secondo i principi contabili nazionali e internazionali*, Giuffrè Editore, Milano, 2004, pagg. 38-39.

¹² Cfr. Savioli G., *I principi contabili internazionali*, Giuffrè Editore, Milano, 2008, pag. 13.

commenti ricevuti e le ragioni che hanno condotto il Board ad accogliere od a rigettare determinate proposte, per poi giungere alle proprie decisioni finali.¹³

Prima di risultare applicativi, i principi contabili internazionali devono subire un processo di omologazione (*endorsement*) da parte della Commissione (la quale è supportata in tale compito dall'ARC¹⁴), e ricevere il parere positivo dell'EFRAG¹⁵, al fine di verificarne la compatibilità con le Direttive, di assicurare un'elevata qualità dell'informazione finanziaria finalizzata all'assunzione delle scelte economiche, nonché di contribuire all'interesse pubblico. Tale verifica risulta fondamentale affinché dei principi emanati da un organismo autonomo di natura privata, quale è lo IASB, assumano importanza giuridica. Superata la procedura, infatti, vengono poi pubblicati nella Gazzetta Ufficiale delle Comunità Europee, divenendo legge.¹⁶

L'IFRIC (*International Financial Reporting Interpretations Committee*) è un organismo dello IASB che si occupa dell'interpretazione dei principi contabili internazionali; esso ha sostituito nel 2002 il precedente organismo denominato SIC (*Standing Interpretations Committee*). Le interpretazioni emanate dall'IFRIC hanno, per i redattori del bilancio, la stessa valenza degli IAS/IFRS, pertanto un bilancio per essere considerato conforme ai principi contabili internazionali, deve rispettare anche tutte le interpretazioni emanate SIC/IFRIC.¹⁷

Occorre sottolineare infine che l'adozione degli IAS/IFRS non comporta il venir meno dell'importanza delle Direttive contabili, le quali una volta rese compatibili con

¹³ Cfr. Giussani A., *Introduzione ai principi contabili internazionali*, Giuffrè Editore, Milano, 2009, pagg. 3-7.

¹⁴ L'ARC (*Accounting Regulatory Committee*) è uno speciale comitato di natura politica di cui fanno parte gli Stati membri, istituito al fine di offrire supporto e consulenza alla Commissione nella valutazione dei principi contabili internazionali. Cfr. Ceriani G., Frazza B., *Raccolta coordinata dei principi contabili internazionali IAS/IFRS e relative interpretazioni SIC/IFRIC*, ARACNE editrice, Roma, 2006, pag. 45.

¹⁵ L'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*) è un organismo della Comunità Europea istituito nel 2001 che riveste funzioni consultive e propositive con riferimento ai principi contabili internazionali e alle loro interpretazioni SIC/IFRIC. Cfr. Ceriani G., Frazza B., *Raccolta coordinata dei principi contabili internazionali IAS/IFRS e relative interpretazioni SIC/IFRIC*, ARACNE editrice, Roma, 2006, pagg. 45-47.

¹⁶ Cfr. Savioli G., *I principi contabili internazionali*, Giuffrè Editore, Milano, 2008, pagg. 4-7.

¹⁷ Cfr. AA.VV., *Il bilancio d'esercizio ed i principi contabili internazionali*, Gruppo Euroconference Editore, Verona, 2003, pagg. 27-30.

gli IAS/IFRS,¹⁸ continuano ad essere il quadro contabile di riferimento della maggior parte delle imprese europee, dal momento che i principi contabili internazionali sono obbligatori solo per un ristretto numero di società di grandi dimensioni. A tal proposito l'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*), organismo che tra l'altro, contribuisce all'operato dello IASB, si occupa di favorire l'adeguamento delle Direttive contabili ai principi contabili internazionali.¹⁹

1.3. Il campo di applicazione degli IAS / IFRS in Italia

Gli spazi discrezionali concessi dal *Regolamento 1606/2002* sono stati colmati dal legislatore italiano attraverso la Legge Delega n. 306/2003, la quale ha assegnato al governo il compito di emanare uno o più decreti relativi all'applicazione dei principi contabili internazionali.²⁰

Il 28 febbraio 2005 il governo ha emanato il D. Lgs. n. 38/2005,²¹ secondo il quale:

- a partire dal 2005 è obbligatorio redigere secondo gli IAS/IFRS il bilancio consolidato e dal 2006 quello d'esercizio, per le società aventi strumenti finanziari diffusi presso il pubblico e per le società quotate in un mercato regolamentato UE;

¹⁸ In particolare la IV e la VII Direttiva hanno subito un processo di revisione sfociato nella pubblicazione della Direttiva 2003/51/CE del 18 giugno 2003 in vista dell'applicazione dei principi contabili internazionali, ed attualmente completato con l'emanazione della nuova direttiva 34/2013 in materia di bilanci d'esercizio e consolidati, che di fatto abroga le stesse direttive quarta e settima. Per il suo recepimento il legislatore italiano ha emanato il decreto legislativo n. 139/15 le cui disposizioni entrano in vigore a partire dal 1° gennaio 2016. Cfr. AA.VV., *Il bilancio d'esercizio ed i principi contabili internazionali*, Gruppo Euroconference Editore, Verona, 2003, pagg. 23-25; "Il Sole 24 Ore", Focus norme e tributi del 23 settembre 2015, *Il nuovo volto dei bilanci*, in www.ilsole24ore.com/focus.

¹⁹ Cfr. OIC, *Guida operativa per la transizione ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS)*, Giuffrè Editore, Milano, 2005, pagg. 1-3.

²⁰ Cfr. Savioli G., *I principi contabili internazionali*, Giuffrè Editore, Milano, 2008, pagg. 7-9. Cfr. AA.VV., *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS*, G.Giappichelli Editore, Torino, 2008, pagg. 14-15.

²¹ Il D. Lgs. n. 38/2005 è stato oggetto di recenti aggiornamenti legislativi, con i Il Decreto Legge 24 giugno 2014, n. 91 (in G.U. 24/06/2014, n. 144), Il Decreto Legislativo 18 agosto 2015, n. 139 (in G.U. 04/09/2015, n. 205), in <http://www.normattiva.it>.

- con decorrenza dal 2005 è obbligatorio adottare gli IAS/IFRS per le società assicurative quotate e non, nella redazione del bilancio consolidato; le imprese assicurative sono inoltre obbligate, dal 2006, alla redazione del bilancio d'esercizio secondo gli IAS/IFRS, ma solo nel caso in cui siano quotate e non redigano il consolidato (mentre sono escluse se non quotate). Nelle altre fattispecie, il bilancio di esercizio segue le disposizioni nazionali previste dal D. Lgs. n. 173/1997 (come modificato ed integrato dal D. Lgs. n. 209/2005) e dallo schema obbligatorio imposto dal Reg. ISVAP n. 22 del 04/04/08;
- dal 2005 è obbligatorio redigere il bilancio consolidato, e dal 2006 quello d'esercizio, secondo gli IAS/IFRS, per le banche e gli altri intermediari finanziari sottoposti a vigilanza da parte della Banca d'Italia;
- dal 2005 è facoltativo redigere il bilancio consolidato e d'esercizio secondo gli IAS/IFRS, per le società che redigono il bilancio consolidato diverse dalle precedenti e per le società incluse nel bilancio consolidato delle società obbligate a redigerlo in conformità agli IAS/IFRS;
- con il D. Legge n. 91 del 24 giugno 2014, entrato in vigore il 25/06/2014, è facoltativo applicare gli IAS/IFRS con riferimento alle altre società non tenute alla redazione del bilancio consolidato e che non rientrano nell'area di consolidamento di altre società che per obbligo o facoltà applicano gli IAS/IFRS (prima del D.L. 91/2014: facoltà subordinata all'emanazione di un apposito decreto da parte del Ministro dell'economia e delle finanze e del Ministro della giustizia);²²
- sono escluse dall'applicazione degli IAS/IFRS solo le società di piccole dimensioni, ammesse alla redazione del bilancio in forma abbreviata in base al disposto dell'art. 2435-*bis* del c.c.

Per maggior chiarezza, la seguente tabella riassume in modo schematico le casistiche sopra descritte.

²² Cfr. D. Legge n. 91 del 24 giugno 2014, modifiche all'art. 4, comma 6, del Decreto Legislativo del 28 febbraio 2005, n. 38, in <http://www.normattiva.it>.

Tavola 1: Applicazione degli IAS/IFRS in Italia

SOCIETA'	TIPO BILANCIO	
	CONSOLIDATO ¹	D'ESERCIZIO ²
Società quotate	Obbligatorio	Obbligatorio
Società con strumenti finanziari diffusi tra il pubblico (art. 116 D.Lgs 58/1998)	Obbligatorio	Obbligatorio
Banche e intermediari finanziari vigilati	Obbligatorio	Obbligatorio
Assicurazioni quotate	Obbligatorio	Obbligatorio (solo per le imprese che non redigono il bilancio consolidato)
Assicurazioni non quotate	Obbligatorio	Escluso
Altre società che redigono il bilancio consolidato; Società consolidate da: • società quotate; • società con strumenti finanziari diffusi tra il pubblico; • banche e intermediari finanziari vigilati.	Facoltativo	Facoltativo
Altre società non consolidate	///	Facoltativo Prima del D.L. 91/2014: facoltà subordinata all'emanazione di un apposito decreto da parte del Ministro dell'economia e delle finanze e del Ministro della giustizia
Società minori (art.2435-bis c.c.)	///	Escluso
<i>Note: ¹ obbligo dal 2005; ² facoltà dal 2005, obbligo dal 2006.</i>		

Inoltre il decreto prevede una norma avente carattere generale, la cosiddetta *overriding rule*, la quale impone l'obbligo di disattendere l'applicazione dei principi contabili internazionali qualora la stessa dovesse essere incompatibile con la rappresentazione veritiera e corretta della situazione finanziaria, patrimoniale e del risultato economico dell'esercizio.

Introduce poi il divieto di distribuzione di utili e riserve derivanti dall'applicazione del criterio del *fair value*, e l'irrevocabilità delle scelte di adozione degli IAS/IFRS, salvo situazioni eccezionali che devono essere adeguatamente motivate

nella nota integrativa, indicandone inoltre gli effetti sulla rappresentazione della situazione patrimoniale, finanziaria e del risultato economico.

La scelta di estendere l'obbligo di applicazione dei principi contabili internazionali alle banche e alle società di assicurazione deriva da esigenze di uniformità e permette di esercitare più agevolmente la vigilanza su tali tipologie di imprese.

L'obbligo relativo al bilancio d'esercizio delle società quotate e delle società aventi strumenti finanziari diffusi presso il pubblico ha lo scopo di evitare difformità rispetto al consolidato e di ridurre gli oneri amministrativi riguardanti la redazione di prospetti di raccordo e la gestione di un doppio sistema contabile, in quanto la redazione del consolidato in base agli IAS/IFRS comporta dei riflessi anche sul bilancio d'esercizio.²³

Mentre la facoltà concessa alla maggior parte delle imprese non quotate, che redigono il bilancio in forma non abbreviata, relativamente sia al consolidato sia al bilancio d'esercizio, consente loro di effettuare delle valutazioni sull'opportunità di conformarsi a tali principi, tenendo conto anche dei costi di implementazione, al fine di assumere poi una scelta consapevole.²⁴

²³ Cfr. OIC, *Guida operativa per la transizione ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS)*, Giuffrè Editore, Milano, 2005, pagg. 2-22.

²⁴ Cfr. Savioli G., *I principi contabili internazionali*, Giuffrè Editore, Milano, 2008, pagg. 8-9.

CAPITOLO 2

Il principio contabile IAS 40: investimenti immobiliari

2.1. Introduzione allo IAS 40: cenni storici e peculiarità

Lo IAS 40 è il principio contabile che tratta delle modalità di valutazione, contabilizzazione e rappresentazione in bilancio dei cosiddetti “investimenti immobiliari”, per tali intendendosi qualsiasi immobilizzazione materiale detenuta allo scopo di ricavarne profitti sottoforma di affitti o *capital gain*.

Dal punto di vista cronologico l’emanazione dello IAS 40 ha visto succedersi le seguenti tappe evolutive:²⁵

- Ottobre 1984: viene pubblicato l’*Exposure Draft E26 Accounting for Investments*;
- Marzo 1986: viene emanato lo IAS 25 *Accounting for Investments*, applicato ai bilanci redatti a partire dal 1° gennaio 1987;
- Luglio 1999: viene pubblicato l’*Exposure Draft E64 Investment Property*;
- Aprile 2000: viene emanato lo IAS 40 *Investment Property* (2000), che sostituisce lo IAS 25 per quanto riguarda gli investimenti immobiliari e si applica agli esercizi aventi inizio dal 1° gennaio 2001;
- Maggio 2002: viene pubblicato l’*Exposure Draft Improvements to International Accounting Standards* (2000) col fine di modificare e ampliare la definizione di investimento immobiliare;
- 18 Dicembre 2003: viene emanato, con Regolamento 1725/2003, lo IAS 40 *Investment Property* (2003), applicato a partire dagli esercizi che hanno inizio il 1° gennaio 2005;
- 22 Maggio 2008: vengono apportate modifiche attraverso l’*Annual Improvements to IFRSs 2007* (Regolamento 1126/2008), al fine di includere gli immobili in costruzione o sviluppo per un utilizzo futuro come investimento immobiliare; tali modifiche si applicano a partire dall’esercizio 2009;

²⁵ Fonte <http://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias40>.

- 12 Dicembre 2013: ultime modifiche apportate attraverso l'*Annual Improvements to IFRSs 2011–2013 Cycle* per coordinare la disciplina dello IAS 40 con quella dell'IFRS 3, operative a partire da luglio 2014 (Regolamento 1361/2014).

Il principio contabile IAS 40, insieme allo IAS 16 - *Property, Plant and Equipment* e allo IAS 38 - *Intangible Assets*, risulta essere tra quei principi che consentono la possibilità di scelta, ai redattori di bilancio, tra l'utilizzo di differenti criteri nell'ambito della valutazione di poste contabili non finanziarie.

Rispetto allo IAS 16, però, dalla disciplina dello IAS 40 emerge una certa preferenza per la valutazione al *fair value*; infatti il principio sconsiglia il passaggio dal criterio del *fair value* a quello del costo ai fini del miglioramento dell'informativa di bilancio e richiede che venga indicata l'informativa dell'investimento al *fair value* anche laddove si applichi il criterio del costo.

L'aspetto di maggior differenziazione tra i due principi emerge a livello di logica contabile. Infatti lo IAS 16, che disciplina il trattamento contabile delle immobilizzazioni materiali strumentali, prevede che le eventuali rivalutazioni derivanti dall'applicazione del *fair value* vengano accantonate ad una specifica riserva del patrimonio netto, evitando in tal modo l'impatto sul reddito di periodo, mentre prevede che le eventuali svalutazioni vadano ad impattare direttamente sul conto economico.

Al contrario, lo IAS 40 richiede che qualsiasi variazione rispetto al valore iniziale di iscrizione dell'investimento immobiliare, sia positiva sia negativa, venga rilevata a conto economico, condizionando in tal modo il risultato d'esercizio.

Sebbene tali variazioni nella realtà italiana non condizionino il dividendo distribuibile,²⁶ possono contribuire a migliorare l'immagine dell'impresa sui mercati finanziari, in presenza di costanti accrescimenti di valore negli *asset*, attraverso il miglioramento del risultato d'esercizio e degli indici, quali ad esempio l'EPS (*Earning per share*).²⁷ Inoltre il *fair value* consente di far emergere a conto economico i plusvalori maturati negli anni di detenzione di un investimento immobiliare, ovvero quei guadagni in conto capitale che, utilizzando il criterio del costo, verrebbero rilevati

²⁶ Per approfondimenti si veda il paragrafo 2.5.1. di questo lavoro.

²⁷ Cfr. Avallone F., *Le determinanti della fair value option nello IAS 40: il caso delle aziende immobiliari europee*, Revisione Contabile, 2008, vol. 80, pagg. 5-29.

soltanto al momento della vendita dell'immobile, non facendo così emergere gradualmente in bilancio una fonte potenzialmente rilevante di redditi per l'impresa.

La differente impostazione contabile è frutto di una diversa concezione del postulato della competenza economica nell'ambito dei due modelli valutativi. Il criterio del costo prevede la rilevazione dell'operazione di acquisto nel momento in cui si verifica, non prevedendo altre rilevazioni fino al momento dell'eventuale successiva cessione dell'attività; esso è espressione di un atteggiamento di prudenza valutativa che implica l'inclusione nel risultato di periodo delle sole operazioni realizzate. Il *fair value model*, invece, nella modalità che prevede la diretta imputazione a conto economico delle variazioni di valore, costituisce un'impostazione meno prudentiale che consente di includere nel risultato d'esercizio utili potenziali.

Alla luce di quanto esposto, si potrebbe affermare che l'utilizzo del criterio prudentiale del costo, nell'ambito della valutazione degli investimenti immobiliari, potrebbe non esprimere correttamente l'andamento della gestione, in quanto per la valutazione di questa posta dell'attivo, l'aspetto rilevante è costituito dal graduale accrescimento di valore del patrimonio immobiliare oltre che dai canoni di locazione rilevati a conto economico. Nell'ambito di questa prospettiva si potrebbe interpretare la predilezione per il criterio del *fair value* da parte dello IASB.

2.2. Finalità e ambito di applicazione

Il principio contabile internazionale IAS 40 disciplina il trattamento contabile delle proprietà immobiliari detenute a scopo di investimento, ovvero disciplina l'insieme delle operazioni che conducono alla rilevazione e valutazione di tali poste in bilancio, nonché le indicazioni da fornire in nota integrativa.²⁸

Costituiscono proprietà immobiliari oggetto del suddetto principio:

- terreni;
- fabbricati;
- porzioni di fabbricati;

²⁸ Cfr. Dezzani F., Biancone P. P., Busso D. (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano, 2010, pagg. 2127-2155.

- fabbricati comprensivi del terreno sottostante.

Tali investimenti sono:

- di proprietà dell'impresa;
- posseduti dal locatario attraverso un leasing finanziario;
- iscritti nel bilancio di un locatore e concessi in uso tramite un leasing operativo.

Per finalità di investimento si intende:

- la locazione a terzi;
- l'apprezzamento del capitale nel lungo periodo;
- entrambe le motivazioni.

Lo IAS 40 si applica, inoltre, per valutare il diritto d'uso per scopi aziendali, di un locatario che detiene un immobile tramite un leasing operativo, a condizione che:

- l'immobile venga valutato secondo il modello del *fair value*;
- il leasing operativo venga contabilizzato come leasing finanziario (lo IAS 40 rimanda esplicitamente allo IAS 17 – *Leasing*).

Poiché lo IAS 40 stabilisce che tutti gli investimenti immobiliari devono essere valutati utilizzando lo stesso modello, nel caso in cui un'impresa scelga di classificare come investimento immobiliare un immobile detenuto tramite un leasing operativo, anche tutti i restanti investimenti immobiliari dovranno essere iscritti utilizzando il modello del *fair value*.

Sono escluse dall'ambito di applicazione dello IAS 40 le seguenti casistiche:

- i beni biologici collegati all'agricoltura (in tal caso si applica lo *IAS 41 – Agricoltura*);
- le risorse minerarie non rinnovabili quali petrolio, gas naturale e simili (si applica l'*IFRS 6 – Esplorazione e valutazione delle risorse minerarie*);
- gli immobili in corso di costruzione su ordinazione di terzi (si applica lo *IAS 11 – Lavori su ordinazione*);
- gli immobili realizzati o acquistati per la successiva vendita nell'ambito della normale attività d'impresa, i quali vengono iscritti tra le rimanenze di magazzino (*IAS 2 – Rimanenze*);

- gli immobili utilizzati nella produzione o nella fornitura di beni o per l'erogazione di un servizio o per usi amministrativi, definiti dallo IAS 40 immobili "ad uso del proprietario", ai quali si applica lo IAS 16.

Per poter distinguere gli immobili detenuti "per investimento" da quelli "ad uso del proprietario", si deve considerare che gli investimenti immobiliari producono flussi di cassa indipendenti e ad essi facilmente attribuibili.

Sono esempi di investimenti immobiliari:

- un terreno per il quale non si è ancora definito il relativo utilizzo;
- un immobile in corso di costruzione destinato ad essere utilizzato per la locazione a terzi o l'apprezzamento del capitale nel lungo periodo.

Nel caso particolare in cui un immobile sia utilizzato in parte come immobile "ad uso del proprietario" ed in parte come "investimento immobiliare", occorre valutare la prevalenza di un utilizzo rispetto all'altro. Se prevale l'utilizzo per scopi produttivi verrà valutato in base allo IAS 16, se prevale l'utilizzo per generare reddito verrà valutato in conformità allo IAS 40.

Se un immobile viene locato a terzi con la fornitura di servizi accessori occorre valutare la significatività del servizio offerto per poter considerare tale immobile come investimento o come immobile ad uso del proprietario finalizzato all'erogazione di servizi.

In definitiva, la classificazione di un immobile come investimento immobiliare dipende dalle caratteristiche dell'attività svolta. Pertanto ciascuna impresa deve effettuare una valutazione soggettiva, in coerenza con le indicazioni fornite dallo IAS 40, ed esporre i criteri adottati nelle informazioni integrative al bilancio.

Nel bilancio consolidato di gruppo, se un'impresa facente parte del gruppo concede in locazione ad un'altra impresa del gruppo un immobile, questo non costituisce investimento immobiliare nella logica di gruppo e sarà valutato in bilancio in base allo IAS 16. Tuttavia lo stesso immobile, nel bilancio individuale dell'impresa del gruppo che ne è proprietaria sarà iscritto in base alle prescrizioni dello IAS 40.

2.3. Valutazione al momento della rilevazione iniziale: costi di investimento e costi di manutenzione

Al momento della rilevazione iniziale, laddove ricorrano i presupposti per l'iscrizione di un'attività in bilancio,²⁹ gli investimenti immobiliari vengono contabilizzati nello stato patrimoniale al costo. Tale costo è costituito dal costo d'acquisto maggiorato degli oneri accessori sostenuti per l'acquisizione dell'immobile denominati costi di investimento, quali ad esempio le provvigioni, le spese notarili, le imposte, ecc.

I costi sostenuti successivamente per migliorie, per la sostituzione di parti dell'immobile o manutenzioni di tipo straordinario possono essere capitalizzati solo se è probabile che producano futuri benefici economici e se il loro costo può essere attendibilmente determinato. Le manutenzioni e riparazioni di tipo ordinario invece devono essere rilevate come costo nel conto economico.

Se al momento dell'acquisto si opta per un pagamento dilazionato il costo degli interessi impliciti deve essere rilevato separatamente come onere finanziario e ripartito lungo tutta la durata della dilazione. In questo caso il costo dell'immobile sarà dato dal prezzo d'acquisto depurato degli interessi impliciti.

Quando un immobile viene acquisito tramite un contratto di leasing, il costo al quale deve essere iscritto in bilancio è rappresentato dal minore tra il suo *fair value* ed il valore attuale dei canoni previsti dal contratto. Tale importo deve essere rilevato sia fra le attività, come costo pluriennale, sia fra le passività, ad indicare il debito nei confronti della società di leasing.

2.4. Valutazione successiva alla rilevazione iniziale

Successivamente alla rilevazione iniziale, al momento della redazione del primo bilancio, l'impresa può scegliere tra due modelli alternativi di valutazione dell'investimento immobiliare:

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

²⁹ Criteri previsti per la rilevazione di un'attività nel bilancio IAS/IFRS:

- probabile generazione di futuri benefici economici;
- determinazione attendibile del costo.

Una volta scelto un modello, questo dovrà essere applicato per la valutazione di tutti gli investimenti immobiliari detenuti.

Unica eccezione è rappresentata dal possesso di investimenti immobiliari collegati a passività, il cui rendimento è legato al *fair value* di un'attività di cui tali investimenti immobiliari fanno parte; infatti, in tal caso, l'impresa può adottare un modello di valutazione diverso da quello adottato per gli altri investimenti immobiliari, purché sia lo stesso per tutti gli immobili collegati a passività (es. un'impresa assicuratrice che gestisce un fondo immobiliare interno, suddiviso in unità nominali in parte possedute da terzi ed in parte dalla stessa impresa: gli immobili di proprietà del fondo devono essere valutati tutti con un unico criterio).³⁰

Qualsiasi sia il modello adottato, il principio contabile IAS 40 richiede che l'impresa determini il *fair value* degli investimenti immobiliari, e lo indichi o come valore degli immobili in bilancio (se il *fair value* è il modello adottato) o come informativa nelle note.

Con riferimento alle modalità di determinazione del *fair value*, il principio contabile consiglia, ma non obbliga, di rivolgersi ad un perito esterno di comprovata professionalità ed esperienza nell'ambito della localizzazione e della tipologia degli immobili oggetto di valutazione. Tale necessità risulta ancor più impellente se si tiene conto del rilevante impatto che l'adozione del modello di valutazione al *fair value* può avere sul conto economico.

Un cambiamento nel modello di valutazione è possibile solo se consente una migliore rappresentazione dell'operazione, così come stabilito dallo IAS 8 – *Principi contabili, Cambiamenti nelle stime contabili ed errori*. In ogni caso lo IAS 40 ritiene che sia poco opportuno il passaggio dal modello del *fair value* a quello del costo.

2.5. Modello del fair value

Il modello del *fair value* (valore equo) prevede che gli investimenti immobiliari vengano valutati al loro *fair value* alla data di chiusura dell'esercizio. Eventuali variazioni rispetto al valore dell'esercizio precedente devono essere iscritte a conto

³⁰ Cfr. Dezzani F., Biancone P. P., Busso D. (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano, 2010, pag. 2140.

economico come utili o perdite. Gli immobili valutati con tale metodo non devono essere ammortizzati.

2.5.1. Utili da *fair value*

Lo IAS 40, al paragrafo 35, stabilisce che gli utili derivanti da un maggior valore degli immobili valutati con il modello del *fair value* devono essere rilevati nel conto economico. Anche se si tratta di utili non realizzati, essi devono concorrere alla determinazione del reddito d'impresa per il principio della competenza economica, uno dei postulati fondamentali del bilancio redatto secondo i principi contabili internazionali.

Il legislatore italiano ha assunto in merito un atteggiamento prudentiale; infatti con il D. Lgs. 38/2005, art. 6, comma 1, lettera a)³¹ che disciplina il trattamento contabile degli utili da *fair value* per il bilancio d'esercizio, ha stabilito che tali utili, in quanto plusvalenze solo potenziali, non possono essere distribuiti ma devono essere accantonati, al netto delle imposte differite, in una riserva indisponibile.

Se non esistono utili sufficienti ad istituire la riserva, il vincolo di indisponibilità³² si pone su riserve distribuibili preesistenti; in mancanza anche di tale alternativa, la riserva viene costituita negli anni successivi mediante accantonamento di utili.

La riserva sarà ridotta (ed il fondo imposte differite sarà stornato) quando avverrà la realizzazione degli utili da *fair value* attraverso la vendita dell'immobile oppure in seguito al conseguimento di perdite da valutazione a *fair value*.

³¹ Il D.Lgs. 38/2005 è stato emanato in attuazione della legge delega n. 306 del 31 ottobre 2003.

³² D.Lgs. 38/2005, art. 6, comma 4: "Tale riserva è indisponibile anche ai fini dell'imputazione a capitale e degli utilizzi previsti dagli articoli 2350, terzo comma, 2357, primo comma, 2358, terzo comma, 2359-bis, primo comma, 2432, 2478-bis, quarto comma, del codice civile; comma 5: "Tale riserva può essere utilizzata per la copertura delle perdite di esercizio solo dopo aver utilizzato le riserve di utili disponibili e la riserva legale. In tale caso essa è reintegrata accantonando gli utili degli esercizi successivi; comma 6: "Non si possono distribuire utili fino a quando tale riserva presenta un importo inferiore a quello delle plusvalenze derivanti dall'applicazione del *fair value* esistenti alla data di riferimento del bilancio".

Esempio 1³³

Il *fair value* di un immobile nell'anno n risulta pari a € 200.000. Nell'anno n+1 il *fair value* subisce un incremento di € 60.000. L'impresa redige le seguenti scritture:

Investimenti immobiliari	a	Utili da valutazione investimenti immobiliari a <i>fair value</i>		60.000,00
--------------------------	---	---	--	-----------

Supponendo un effetto fiscale del 40%

Imposte differite	a	F.do imposte differite		24.000,00
-------------------	---	------------------------	--	-----------

Si suppone un risultato dell'esercizio n+1 pari ad € 200.000.

Utile d'esercizio	a	Diversi		200.000,00
	a	Riserva legale	10.000,00	
	a	Riserva da valutazione investimenti immobiliari a <i>fair value</i>	36.000,00	
	a	Azionisti c/dividendi	

2.5.2. Perdite da *fair value*

Le perdite da *fair value* si verificano quando diminuisce il valore attribuito all'investimento immobiliare in seguito all'applicazione della valutazione al *fair value* e devono essere rilevate a conto economico. Secondo il principio della competenza economica tali perdite devono essere rilevate anche se non ancora effettivamente realizzate, ma occorre calcolare dal punto di vista fiscale le imposte anticipate.

³³ Cfr. Dezzani F., Biancone P. P., Busso D. (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano, 2010, pag. 2142.

Esempio 2³⁴

Il *fair value* di un immobile nell'anno n risulta pari a € 200.000. Nell'anno n+1 il *fair value* subisce un decremento di € 50.000. L'impresa redige le seguenti scritture:

Perdite da valutazione investimenti immobiliari a <i>fair value</i>	a	Investimenti immobiliari		50.000,00
---	---	--------------------------	--	-----------

Supponendo un effetto fiscale del 40%

Attività per imposte anticipate	a	Imposte anticipate		20.000,00
------------------------------------	---	--------------------	--	-----------

Se esiste una riserva non distribuibile creata negli esercizi precedenti in seguito alla rilevazione di utili da *fair value*, occorrerà ridurla, rendendola disponibile, per l'importo della perdita al netto dell'effetto fiscale. Contemporaneamente si storna il fondo imposte differite precedentemente creato.

Esempio 3³⁵

Il *fair value* di un immobile nell'anno n risulta pari a € 200.000. Nell'anno n+1 il *fair value* subisce un incremento di € 60.000. Nell'anno n+2 il *fair value* subisce un decremento di € 50.000. Nell'anno n+2 l'impresa redige le seguenti scritture:

Perdite da valutazione investimenti immobiliari a <i>fair value</i>	a	Investimenti immobiliari		50.000,00
---	---	--------------------------	--	-----------

Supponendo un effetto fiscale del 40%.

F.do imposte differite	a	Imposte anticipate ³⁶		20.000,00
------------------------	---	----------------------------------	--	-----------

³⁴ Cfr. Dezzani F., Biancone P. P., Busso D. (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano, 2010, pag. 2143.

³⁵ Cfr. Dezzani F., Biancone P. P., Busso D. (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano, 2010, pagg. 2143-2144.

³⁶ Tale compensazione viene giustificata dal fatto che la fiscalità differita si riferisce allo stesso elemento patrimoniale.

Riserva da valutazione investimenti immobiliari a <i>fair value</i>	a	Riserva di utili disponibili	30.000,00
---	---	------------------------------	-----------

2.5.3. Determinazione del *fair value*

“Il *fair value* di un immobile è rappresentato dal corrispettivo al quale un immobile può essere scambiato in un’operazione di compravendita fra soggetti indipendenti, consapevoli e disponibili.”³⁷

Il *fair value* coincide col valore di mercato dell’immobile alla data di bilancio.

Per la sua corretta determinazione devono essere osservate le seguenti condizioni ideali:³⁸

- il valore deve essere riferito alla situazione del mercato alla data di riferimento del bilancio, quindi ad un momento specifico e non ad una situazione passata o futura;
- i soggetti tra i quali avviene la compravendita sono soggetti consapevoli, cioè soggetti informati sulle caratteristiche dell’immobile, sui suoi utilizzi attuali e potenziali, e sulla situazione del mercato immobiliare alla data di bilancio;
- un compratore disponibile è un soggetto non costretto ad acquistare da particolari ragioni, a qualsiasi cifra, ma un soggetto determinato ad acquistare alle migliori condizioni di mercato in quel momento, d’altra parte un venditore disponibile non è un soggetto obbligato a vendere a qualsiasi prezzo, ma un soggetto intenzionato a farlo alle migliori condizioni di mercato dopo aver sottoposto l’immobile all’attenzione di un adeguato numero di acquirenti potenziali;
- l’operazione di compravendita avviene tra terzi indipendenti e non correlati, ciò significa che non sussistono tra loro rapporti tali per cui le condizioni di

³⁷ Dezzani F., Biancone P. P., Busso D. (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano, 2010, pag. 2144.

³⁸ Cfr. IAS 40, Regolamento (CE) N. 1126/2008 della Commissione del 3 novembre 2008, aggiornato in base al Regolamento (UE) N. 1361/2014 della Commissione del 18 dicembre 2014, parr. 38-44.

determinazione del prezzo di scambio non rispetterebbero le normali condizioni di mercato.

Normalmente, la miglior determinazione del *fair value* è quella che si avvale del confronto con i prezzi praticati in un mercato attivo di simili proprietà immobiliari, nella stessa localizzazione e condizione, e con simili condizioni contrattuali per quanto riguarda gli affitti e gli altri eventuali costi connessi.

In mancanza di un tale mercato attivo si deve far riferimento alle informazioni raccolte attraverso le seguenti fonti:

- i prezzi praticati in un mercato attivo di proprietà immobiliari aventi natura, condizioni e localizzazione differenti rispetto a quelle oggetto di valutazione, rettificando il valore del *fair value* per tener conto di tali differenze;
- i prezzi recenti di immobili aventi le medesime caratteristiche, apportando le opportune variazioni per tener conto delle mutate condizioni generali di mercato che consentano di pervenire a dei prezzi correnti;
- la proiezione attualizzata dei canoni di locazione previsti sul mercato per immobili simili, utilizzando un tasso che tenga conto delle condizioni di incertezza del mercato di riferimento.

Si perviene così ad un valore di *fair value* che sia una stima ragionevole ricavata considerando la risultante di tali informazioni.

Il *fair value* deve essere distinto dal valore d'uso così come definito dallo IAS 36-*Riduzione di valore delle attività*, in quanto il primo riflette una stima riconosciuta come oggettiva da parte di tutti gli operatori di mercato, mentre il valore d'uso riassume le conoscenze e le stime della singola impresa sui flussi finanziari futuri attesi dall'attività. A tal proposito lo IAS 40, al paragrafo 49, precisa che il *fair value* non riflette nessuna delle seguenti situazioni:

- il valore aggiunto derivante dalla creazione di un portafoglio di immobili in diverse localizzazioni;
- le sinergie tra investimenti immobiliari e altre attività;
- i diritti o le restrizioni legali riguardanti specificatamente l'attuale proprietario;
- i benefici o gli aggravii fiscali riguardanti specificatamente l'attuale proprietario.

Il modello del *fair value* consente di valutare l'investimento immobiliare nel suo complesso; infatti tale modello non prevede il processo di ammortamento, perciò non occorre valutare separatamente l'immobile, avente vita utile definita, dal terreno,

avente vita utile indefinita, come invece avviene nel caso in cui si applichi il modello del costo.

Il principio contabile IAS 40 prescrive che si eviti di valutare separatamente nello stato patrimoniale attività o passività già comprese nella valutazione al *fair value* dell'immobile nella sua interezza. A tal proposito il principio fornisce come esempi: ascensori, condizionatori e il mobilio con cui è arredato l'immobile.

Infine, il *fair value* non riflette i futuri benefici che deriveranno da future modifiche da apportare all'immobile, quali ad esempio spese per ristrutturazioni.

2.5.4. Impossibilità di determinare attendibilmente il *fair value*

Al paragrafo 53 lo IAS 40 sancisce che l'applicazione del modello del *fair value* si basa sulla presunzione relativa che l'impresa sia in grado di determinarlo su base continuativa. Nel caso eccezionale in cui, al momento dell'acquisto di una proprietà immobiliare o di un cambiamento di destinazione di una proprietà già detenuta, si stabilisca che non sarà possibile determinare con continuità il suo *fair value*, ciò a causa della mancanza di un mercato attivo e dell'impossibilità di applicare tecniche di valutazione alternative (attualizzazione di flussi finanziari), occorre applicare la valutazione al costo secondo il modello dello IAS 16.

Se un'impresa ritiene di non poter attendibilmente determinare il *fair value* di un investimento immobiliare in corso di costruzione, deve provvisoriamente valutare al costo l'investimento immobiliare in costruzione, fino a quando il suo *fair value* non sarà attendibilmente determinabile.

L'impossibilità di determinare attendibilmente il *fair value* di un immobile in costruzione può essere fatta valere solo in sede di rilevazione iniziale, in quanto, se un immobile in costruzione è stato valutato al *fair value* non si può sostenere l'impossibilità di determinarlo quando l'immobile viene completato.

In via generale, si presume che una volta terminata la costruzione di un investimento immobiliare sia possibile determinarne con attendibilità il *fair value*, tuttavia in caso contrario, l'immobile deve essere contabilizzato secondo il modello del costo previsto dallo IAS 16.

Nel caso in cui, per i motivi suindicati, un'impresa sia costretta a valutare un investimento immobiliare al costo, deve continuare a valutare al *fair value* tutti gli altri investimenti, anche quelli in costruzione.

Una volta stabilita la valutazione di un investimento immobiliare al *fair value*, l'impresa deve continuare ad applicare tale modello fino alla dismissione dell'immobile anche se le transazioni nel mercato dovessero farsi meno frequenti ed i prezzi dovessero essere più difficili da reperire.

2.6. Modello del costo

La scelta di tale opzione comporta la valutazione degli investimenti immobiliari in base al modello del costo previsto dallo IAS 16, ovvero la loro iscrizione al costo d'acquisto o di produzione, diminuito per tener conto della vita utile del bene attraverso il processo di ammortamento.

Secondo lo IAS 16, quando l'investimento comprende un immobile ed il terreno sottostante occorre scorporarli ai fini valutativi, in quanto l'immobile ha vita utile determinata e verrà sottoposto a processo di ammortamento, mentre il terreno ha vita utile indeterminata e non verrà ammortizzato.

Anche se si applica il modello del costo, lo IAS 40 impone che nelle note al bilancio venga indicato il *fair value* di ciascun investimento immobiliare.

2.7. Cambiamenti di destinazione

Al paragrafo 57 lo IAS 40 stabilisce che i cambiamenti di destinazione sono consentiti solo quando vi è un cambiamento nell'uso dell'immobile, in particolare quando si verifica:

- a) l'inizio dell'uso dell'immobile da parte del proprietario nell'ambito dell'attività d'impresa, ovvero si verifica un cambiamento di destinazione da investimento immobiliare ad immobile ad uso del proprietario (immobile strumentale) disciplinato dallo IAS 16;
- b) l'inizio di un progetto di sviluppo con la prospettiva di una futura vendita, per un cambiamento di destinazione da investimento immobiliare a rimanenza (IAS 2);
- c) la cessazione dell'uso da parte del proprietario nell'ambito dell'attività d'impresa, per un cambiamento di destinazione da immobile ad uso del proprietario (immobile strumentale) ad investimento immobiliare;

- d) l'inizio di un contratto di leasing operativo con terzi, per un cambiamento di destinazione da rimanenza ad investimento immobiliare.

Il paragrafo 58 fornisce dei chiarimenti in merito a delle situazioni intermedie:

- quando un'impresa intraprende un progetto di sviluppo con la prospettiva di una futura vendita ma decide di dismettere anticipatamente l'investimento immobiliare, deve continuare a considerare l'immobile come un investimento immobiliare e non come rimanenza, fino a quando esso viene eliminato contabilmente;
- se l'impresa inizia ad apportare nuove migliorie su un investimento immobiliare esistente con l'intento di continuarlo ad utilizzarlo come tale, questo resta classificato come investimento immobiliare e non come immobile strumentale, nel periodo in cui viene ristrutturato.

Le maggiori problematiche in tema di criteri di valutazione di un immobile che ha subito un cambiamento di destinazione sorgono quando si utilizza il modello del *fair value*. Infatti, se si utilizza il modello del costo non ci sono modifiche nel valore contabile dell'immobile quando si passa dalla sua classificazione come investimento immobiliare a immobile strumentale o a rimanenza. Se, invece, si utilizza il modello del *fair value*, il valore contabile di riferimento diventa quello del *fair value* alla data del cambio di destinazione e tale valore viene utilizzato come sostituto del costo per la successiva valutazione in conformità allo IAS 16 o allo IAS 2.

Quando avviene il cambiamento di destinazione di un immobile da bene strumentale ad investimento immobiliare valutato secondo il modello del *fair value*, la differenza tra il valore contabile al costo ed il valore al *fair value* alla data del cambiamento d'uso, viene trattata in conformità a quanto previsto dallo IAS 16, in particolare:

- se la differenza è negativa (il *fair value* è inferiore al costo), il decremento di valore deve essere imputato a conto economico oppure deve essere portato a riduzione della riserva di rivalutazione dell'immobile laddove esistente tra le poste del patrimonio netto, fino a capienza, e per la parte eccedente imputato a conto economico;
- se la differenza è positiva (il *fair value* è superiore al costo), l'incremento di valore viene attribuito come provento al conto economico nella misura in cui rettifica un precedente decremento per perdita di valore dell'immobile, per la parte eccedente viene attribuito ad una riserva di rivalutazione inclusa nel

patrimonio netto. Alla dismissione dell'immobile tale riserva viene trasferita nel conto utili portati a nuovo senza transitare attraverso il conto economico.

Quando avviene il cambiamento di destinazione di un immobile da rimanenza ad investimento immobiliare valutato secondo il modello del *fair value*, la differenza tra il *fair value* ed il valore contabile dell'immobile, deve essere imputata nel conto economico dell'esercizio in cui avviene il cambiamento, in conformità a quanto previsto dallo IAS 2.

Quando un'impresa termina la costruzione o lo sviluppo di un immobile costruito in economia da destinare ad investimento immobiliare valutato al *fair value*, la differenza tra il valore contabile dell'immobile e il suo *fair value*, alla data del cambio di destinazione, deve essere imputata a conto economico.³⁹

2.8. Dismissioni

Un investimento immobiliare deve essere stralciato dalla contabilità, al momento della sua dismissione, cioè quando viene venduto o concesso a terzi attraverso un contratto di leasing finanziario o quando esso non viene più utilizzato in modo permanente e si prevede che non si otterranno futuri benefici economici dalla sua dismissione.⁴⁰

Per determinare la data di dismissione in caso di vendita si segue quanto prescritto dallo IAS 18,⁴¹ mentre nel caso della stipula di un contratto di leasing finanziario si farà riferimento allo IAS 17.

Il risultato dell'operazione di dismissione, ottenuto come differenza tra il valore netto contabile ed il valore di netto realizzo, è costituito da un utile od una perdita da rilevare a conto economico nell'esercizio in cui avviene la dismissione.⁴²

³⁹ Cfr. Dezzani F., Biancone P. P., Busso D. (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano, 2010, pagg. 2149-2151.

⁴⁰ Cfr. IAS 40, Regolamento (CE) N. 1126/2008 della Commissione del 3 novembre 2008, aggiornato in base al Regolamento (UE) N. 1361/2014 della Commissione del 18 dicembre 2014, , parr. 66-73.

⁴¹ Lo IAS 18 stabilisce che i ricavi devono essere contabilizzati quando è probabile che l'impresa possa fruire i futuri benefici economici e quando la loro valutazione risulta attendibile.

⁴² Lo IAS 17 stabilisce quali comportamenti contabili adottare in caso di vendita con retrolocazione.

Il corrispettivo da ricevere per la dismissione di un investimento immobiliare è rilevato inizialmente al *fair value* (valore equo). Se viene concordata una dilazione di pagamento, il corrispettivo ricevuto deve essere rilevato inizialmente all'equivalente prezzo per contanti. La differenza tra l'importo nominale del corrispettivo e l'equivalente prezzo per contanti senza differimento è rilevato come interesse attivo a conto economico e ripartito lungo la durata della dilazione.

Se dopo la dismissione di un investimento immobiliare dovesse residuare qualsiasi tipo di passività, ad esempio legata alla copertura di costi per bonifiche ambientali, occorre applicare in modo appropriato lo *IAS 37 – Accantonamenti, passività e attività potenziali*.⁴³

Gli eventi economici riguardanti le riduzioni di valore, le perdite di investimenti immobiliari, i risarcimenti da parte di terzi e ogni successivo acquisto o costruzione di beni sostitutivi, devono essere considerati distintamente e contabilizzati in modo separato come segue:

a) le riduzioni di valore di investimenti immobiliari sono rilevate secondo quanto previsto dallo IAS 36;

b) le dismissioni di investimenti immobiliari sono rilevate secondo quanto previsto dai paragrafi 66-71 dello IAS 40;

c) i risarcimenti da parte di terzi per un investimento immobiliare che ha subito una riduzione di valore, che è andato perso, o abbandonato, sono rilevati nel conto economico quando il rimborso diventa esigibile;

d) il costo sostenuto per il ripristino di un investimento immobiliare o per l'acquisto o la costruzione di un investimento immobiliare sostitutivo è determinato secondo quanto previsto dai paragrafi 20-29 dello IAS 40.

2.9. Informazioni integrative

Lo IAS 40, nei paragrafi dal 75 al 79, richiede che nelle note al bilancio, vengano fornite una serie di informazioni integrative riguardanti gli investimenti immobiliari detenuti ed i metodi di valutazione utilizzati.

⁴³ Cfr. Dezzani F., Biancone P. P., Busso D. (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano, 2010, pagg. 2151-2152.

Tali informazioni si suddividono in :

- informazioni di carattere generale;
- informazioni da fornire nel caso di adozione del modello del costo;
- informazioni da fornire nel caso di adozione del modello del *fair value*.

2.9.1. Informazioni di carattere generale: modello del *fair value* e del costo

Secondo quanto previsto dal paragrafo 75 dello IAS 40, l'entità, a prescindere dal modello di valutazione adottato, deve indicare:⁴⁴

- a) quale modello di valutazione abbia scelto: modello del *fair value* o modello del costo;
- b) se applica il modello del *fair value*, se ed in quali circostanze, l'interesse in un immobile detenuto tramite leasing operativo sia stato classificato e contabilizzato come investimento immobiliare;
- c) nel caso in cui la classificazione di un immobile risulti difficoltosa, i criteri che sono stati adottati per distinguere un investimento immobiliare da un immobile ad uso del proprietario o da un immobile posseduto per la vendita nel normale svolgimento dell'attività imprenditoriale;
- d) le modalità di determinazione del *fair value* dell'investimento immobiliare, specificando se la determinazione si è basata su valori di mercato oppure su stime, chiaramente esplicitate, a causa della natura dell'immobile e della mancanza di dati di mercato comparabili;
- e) l'impiego o meno, nella determinazione del *fair value* di stime effettuate da un perito in possesso di comprovate capacità professionali e con una recente esperienza nella localizzazione e nella tipologia dell'investimento immobiliare oggetto della valutazione;
- f) gli importi rilevati nel conto economico per:
 - ricavi da canoni di locazione di investimenti immobiliari;
 - costi operativi diretti (incluse le riparazioni e le manutenzioni) connessi all'investimento immobiliare che ha prodotto ricavi da canoni di locazione;
 - costi operativi diretti (incluse le riparazioni e le manutenzioni) connessi all'investimento immobiliare che non ha prodotto ricavi da canoni di locazione;

⁴⁴ Cfr. Dezzani F., Biancone P. P., Busso D. (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano, 2010, pagg. 2152-2153.

- la variazione complessiva del *fair value* rilevata a conto economico con riferimento al trasferimento di un investimento immobiliare da un gruppo di attività in cui è adottato il modello del costo a un gruppo in cui è adottato il modello del *fair value* (si veda il paragrafo 2.3. con riferimento agli investimenti immobiliari collegati a passività);
- g) l'esistenza e l'ammontare delle restrizioni economiche esistenti sulla realizzabilità o sulla dismissione degli investimenti immobiliari;
- h) l'esistenza di obbligazioni contrattuali per l'acquisizione, la costruzione, la riparazione, la manutenzione o la ristrutturazione degli investimenti immobiliari.

2.9.2. Informazioni integrative: modello del *fair value*

Oltre a quelle di carattere generale, evidenziate nel paragrafo precedente, l'entità che applica il modello del *fair value* deve fornire le seguenti informazioni:⁴⁵

- a) una riconciliazione tra il valore contabile dell'investimento immobiliare all'inizio ed alla fine dell'esercizio che evidenzia le seguenti indicazioni:
 - incrementi risultanti da acquisizioni;
 - incrementi risultanti da capitalizzazioni di costi sostenuti successivamente alle acquisizioni;
 - incrementi di valore che derivano da acquisizioni avvenute per mezzo di aggregazioni aziendali;
 - attività possedute per la vendita o incluse in un gruppo in dismissione posseduto per la vendita, in conformità all'IFRS 5;
 - attività immobiliari dismesse o vendute;
 - utili o perdite nette derivanti da rettifiche della valutazione al *fair value*;
 - eventuali differenze nette di cambio che hanno origine dalla conversione del bilancio in valuta estera;
 - cambiamenti di destinazione da investimento immobiliare a immobile ad uso del proprietario o a rimanenza, e viceversa;
 - altre variazioni non ricomprese nelle voci precedenti.

⁴⁵ Cfr. Dezzani F., Biancone P. P., Busso D. (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano, 2010, pagg. 2153-2154 e IAS 40, parr. 76-78.

- b) nel caso in cui la valutazione di un investimento immobiliare sia stata rettificata significativamente ai fini della sua inclusione nel bilancio,⁴⁶ occorre indicare una riconciliazione tra la valutazione originaria e la valutazione rettificata, indicando distintamente l'importo di qualsiasi obbligazione di leasing portata ad incremento dell'investimento immobiliare;
- c) le motivazioni per cui, in casi eccezionali,⁴⁷ l'entità pur applicando il modello del *fair value* è costretta a valutare un investimento immobiliare al costo secondo lo IAS 16; in questo caso la riconciliazione tra il valore contabile di tale investimento immobiliare all'inizio ed alla fine dell'esercizio, deve essere indicata distintamente da quella degli altri investimenti immobiliari. In aggiunta, l'entità deve indicare:
- una descrizione dell'investimento immobiliare eccezionalmente valutato al costo;
 - le motivazioni per le quali il *fair value* non può essere determinato attendibilmente;
 - se possibile, un intervallo di valori entro cui la stima del *fair value* di tale investimento potrebbe essere compresa con un'elevata probabilità;
 - l'indicazione che l'entità abbia dismesso o alienato l'investimento immobiliare valutato al costo, il valore contabile alla data della vendita e l'importo dell'utile o della perdita conseguita.

2.9.3. Informazioni integrative: modello del costo

Secondo quanto previsto dallo IAS 40 al paragrafo 79, l'entità che applica il modello del costo deve fornire le seguenti informazioni integrative:

- a) il criterio di ammortamento;
- b) la vita utile stimata o l'aliquota di ammortamento;
- c) il costo storico ed il relativo fondo ammortamento degli investimenti immobiliari all'inizio ed alla fine dell'esercizio;

⁴⁶ Per esempio per evitare il doppio conteggio di un'attività o di una passività già rilevate distintamente in bilancio. Si veda IAS 40, Regolamento (CE) N. 1126/2008 della Commissione del 3 novembre 2008, aggiornato in base al Regolamento (UE) N. 1361/2014 della Commissione del 18 dicembre 2014, par. 50.

⁴⁷ Si veda IAS 40, Regolamento (CE) N. 1126/2008 della Commissione del 3 novembre 2008, aggiornato in base al Regolamento (UE) N. 1361/2014 della Commissione del 18 dicembre 2014, par. 53.

- d) una riconciliazione del valore contabile dell'investimento immobiliare all'inizio ed alla fine dell'esercizio che specifichi:
- gli incrementi che derivano da acquisizioni;
 - gli incrementi derivanti da capitalizzazioni successive;
 - gli incrementi di valore avvenuti attraverso aggregazioni aziendali;
 - le attività possedute per la vendita o incluse in un gruppo in dismissione posseduto per la vendita, in conformità all'IFRS 5;
 - le dismissioni;
 - gli ammortamenti;
 - l'importo delle riduzioni di valore rilevate in conto economico, e l'importo dei ripristini di valore rilevati secondo quanto previsto dallo IAS 36;
 - le differenze di cambio derivanti dalla conversione dei valori di bilancio espressi in moneta estera;
 - i cambiamenti di destinazione da investimenti immobiliari a rimanenze o immobili a uso del proprietario e viceversa;
 - altre variazioni;
- e) il *fair value* dell'investimento immobiliare valutato al costo; nei casi eccezionali in cui l'entità non possa determinare attendibilmente il *fair value* deve fornire:
- una descrizione dell'investimento immobiliare;
 - una spiegazione del perché il *fair value* non può essere determinato attendibilmente;
 - se possibile, l'intervallo di valori entro il quale è altamente probabile che si collochi il *fair value*.

CAPITOLO 3

LE DIVERSE PROSPETTIVE DELLA LETTERATURA

3.1. L'introduzione del *fair value* tra i criteri di valutazione del bilancio

Nell'ambito nel processo di modernizzazione delle Direttive comunitarie, il Parlamento europeo ha emanato la Direttiva 2001/65/CE del 27 settembre 2001, la quale ha modificato le direttive IV, VII e la n. 86/635/CEE, al fine di consentire, in deroga al principio base del costo storico, la valutazione al *fair value* degli strumenti finanziari nell'ambito del bilancio d'esercizio o consolidato; con tale direttiva quindi, avviene l'introduzione del *fair value* tra i criteri di valutazione del bilancio.

Essa concede agli Stati membri la facoltà di scelta tra le opzioni di autorizzazione o imposizione della valutazione al *fair value* degli strumenti finanziari. A tal proposito il governo italiano, esercitando la delega contenuta nella legge del 1° marzo 2002, n. 39, ha emanato il D. Lgs. n. 394 del 30 dicembre 2003, con il quale viene introdotto l'obbligo per tutte le imprese (incluse banche, enti finanziari ed imprese di assicurazione), ad esclusione di quelle che redigono il bilancio in forma abbreviata, di fornire nella Nota Integrativa del bilancio d'esercizio e consolidato, l'informativa relativa al *fair value* degli strumenti finanziari.⁴⁸ Il legislatore italiano si è quindi orientato inizialmente su un obbligo di carattere informativo.⁴⁹

Tuttavia, alla luce dei recenti sviluppi normativi, per dare attuazione alla nuova direttiva 34/2013 in materia di bilanci d'esercizio e consolidati, che di fatto abroga le direttive quarta e settima, il legislatore italiano ha emanato il Decreto Legislativo n. 139/15, le cui disposizioni entrano in vigore a partire dal 1° gennaio 2016 e prevedono,

⁴⁸ Si veda l'art. 2427-*bis* del c.c.

⁴⁹ Cfr. Savioli G., *Il bilancio di esercizio secondo i principi contabili nazionali e internazionali*, Giuffrè Editore, Milano, 2004, pagg. 45-48.

tra l'altro, norme relative alla contabilizzazione e valutazione in bilancio degli strumenti finanziari derivati al *fair value*.⁵⁰

Si forniscono di seguito brevi cenni sulle principali caratteristiche di tale criterio di valutazione.

Secondo quanto disciplinato dall'IFRS 13,⁵¹ il *fair value* viene definito come “il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione”.⁵²

Esso rappresenta un prezzo d'uscita (*exit price*), che deve esprimere il valore al quale scambiare un'attività o trasferire una passività nel mercato più vantaggioso esistente alla data di valutazione; in caso di prezzi non osservabili l'impresa deve stimarli ipotizzando le valutazioni che verrebbero fatte da operatori di mercato tenendo conto del miglior uso possibile di quell'attività, sia in caso di utilizzo operativo (*fair value in use*) sia in caso di vendita (*fair value in exchange*).⁵³

Il processo logico di determinazione del *fair value* parte dalla chiara individuazione delle caratteristiche e dei confini dell'oggetto di valutazione o “unità

⁵⁰ Ciò costituisce un'evidente novità rispetto alla precedente normativa; infatti, il nuovo punto n.11-*bis* dell'art. 2426 del Codice civile rende obbligatoria la valutazione al *fair value*, alla data di sottoscrizione ed alla data di bilancio, di tutti i derivati, con imputazione a conto economico delle variazioni di *fair value* e senza alcuna esenzione per le imprese che redigono il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435-*bis* del C.c. Per approfondimenti di veda “Il Sole 24 Ore”, Focus norme e tributi del 23 settembre 2015, *Il nuovo volto dei bilanci*, in <http://www.ilsole24ore.com/focus>.

⁵¹ L'IFRS 13 “*Fair Value Measurement*” è stato emanato nel maggio 2011; esso è il risultato di sforzi congiunti da parte dello IASB e FASB per sviluppare un quadro convergente sul tema. Il principio definisce il *fair value*, fornisce indicazioni su come determinarlo e richiede l'indicazione di informazioni sulla relativa valutazione. L'IFRS 13 è in vigore per gli esercizi che iniziano dal 1° gennaio 2013. Per maggiori informazioni consultare il sito <http://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs13>.

⁵² IFRS 13 - *Fair Value Measurement*, par. 9 - Definizione di fair value, Regolamento (UE) n. 1255/2012 Della Commissione dell'11 dicembre 2012 e Regolamento (UE) n. 1361/2014 Della Commissione del 18 dicembre 2014, che modificano il regolamento (CE) n. 1126/2008, che adotta taluni principi contabili internazionali conformemente al regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, in <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1454150670480&uri=CELEX:32012R1255> e <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1454151332279&uri=CELEX:32014R1361>.

⁵³ Cfr. Amaduzzi A., *Dal costo al fair value. Il nuovo approccio IASB*, Franco Angeli, Milano, 2009, pagg. 206-207.

contabile”, nonché della sua destinazione più vantaggiosa (vendita o utilizzo produttivo), valutazioni che devono essere effettuate nell’ottica di un operatore di mercato razionale orientato a massimizzare l’utilità della posta patrimoniale oggetto di valutazione. Occorrerà poi individuare il mercato principale in cui opera l’impresa o quello più vantaggioso dal quale ricavare le informazioni ovvero gli *input* utili alla valutazione, che verranno elaborati secondo la tecnica di valutazione ritenuta più opportuna.⁵⁴

Grande importanza in tale processo assume la fase di individuazione e selezione degli *input* a disposizione che siano rilevanti per la valutazione, realizzata attraverso considerazioni di natura qualitativa.

Il processo di individuazione dell’unità contabile oggetto di valutazione genera problematiche legate alle sinergie che si creano tra i vari elementi patrimoniali, pertanto la selezione dei confini dell’attività oggetto di valutazione influenza implicitamente la valutazione stessa e dipende da considerazioni personali del valutatore.

Con riferimento alla destinazione più vantaggiosa che un operatore di mercato assegnerebbe al bene si può distinguere un *fair value in-exchange*, quando la posta patrimoniale è destinata allo scambio ed è quindi in grado di generare autonomi flussi di cassa indipendentemente dalle sinergie generate con le altre unità patrimoniali. Il *fair value in-use* si determina invece quanto l’unità contabile presenta un conveniente utilizzo come fattore operativo, per cui la valutazione terrà conto del fatto che tale fattore presenta delle correlazioni funzionali con altri elementi della combinazione produttiva e si ipotizzerà un valore di scambio nell’ipotesi in cui si volesse utilizzare quel bene nell’ambito di un analogo processo produttivo.

Gli *input*, cioè le informazioni raccolte per poter effettuare la valutazione, tenendo conto delle considerazioni che farebbe un operatore di mercato,⁵⁵ possono

⁵⁴ Cfr. Pizzo M. (a cura di), *L’adozione degli IAS/IFRS in Italia-Fair Value*, Giappichelli Editore, Torino, 2006, pagg. 25 – 33.

⁵⁵ “Si definiscono input le assunzioni che gli operatori di mercato utilizzerebbero nel determinare il prezzo dell’attività o della passività, incluse le assunzioni circa il rischio quali, ad esempio:

(a) il rischio inerente a una particolare tecnica di valutazione utilizzata per misurare il *fair value* (come un modello per la determinazione del prezzo); e

(b) il rischio inerente agli input della tecnica di valutazione”. IFRS 13 - *Fair Value Measurement*, Appendice A - Definizione dei termini.

essere di tre tipologie, gerarchicamente ordinate,⁵⁶ a loro volta raggruppabili in due macrocassistiche:⁵⁷ *input* osservabili (direttamente o indirettamente) dalle grandezze di mercato e *input* non osservabili; come stabilisce l'IFRS 13 al paragrafo 67, è importante “massimizzare l'utilizzo di *input* osservabili rilevanti e ridurre al minimo l'utilizzo di *input* non osservabili”. Sono *input* osservabili direttamente quelli definiti di “livello 1”, osservabili indirettamente quelli di “livello 2”, non osservabili quelli di “livello 3”.

Input di Livello 1: la determinazione del *fair value* avviene, attraverso l'osservazione diretta, considerando i prezzi praticati alla data di valutazione in mercati attivi per attività o passività identiche a quelle oggetto di valutazione (*mark to market fair value*).⁵⁸

Input di Livello 2: il *fair value* viene determinato utilizzando *input* osservabili, che indirettamente forniscono evidenze dal “valore equo” e che necessitano di aggiustamenti per tener conto delle differenze esistenti con l'oggetto di valutazione. Tali *input* comprendono:

a) prezzi osservabili in mercati attivi per attività o passività simili all'oggetto di valutazione;

b) prezzi osservabili in mercati non attivi⁵⁹ per attività o passività identiche o simili a quelle oggetto di misurazione;

c) *input* diversi dai prezzi osservabili in mercati attivi o non attivi, quali per esempio tassi di interesse, *spread* per rischio di credito, volatilità e tassi di *default*;

d) *input* supportati da evidenze di mercato ottenuti attraverso analisi di correlazione e simili.⁶⁰

⁵⁶ “Per aumentare la coerenza e la comparabilità delle valutazioni del *fair value* e delle relative informazioni integrative, l'IFRS 13 stabilisce una gerarchia del *fair value* che classifica in tre livelli gli *input* delle tecniche di valutazione adottate per valutare il *fair value* (si vedano i paragrafi 76–90). La gerarchia del *fair value* attribuisce la massima priorità ai prezzi quotati (non rettificati) in mercati attivi per attività o passività identiche (*dati di Livello 1*) e la priorità minima agli *input* non osservabili (*dati di Livello 3*)”. IFRS 13 - *Fair Value Measurement*, par. 72.

⁵⁷ Cfr. Pizzo M. (a cura di), *L'adozione degli IAS/IFRS in Italia-Fair Value*, Giappichelli Editore, Torino, 2006, pagg. 30-31.

⁵⁸ Cfr. IFRS 13 - *Fair Value Measurement*, Appendice A - Definizione dei termini; Amaduzzi A., *Dal costo al fair value. Il nuovo approccio IASB*, Franco Angeli, Milano, 2009, pag. 206.

⁵⁹ Caratterizzati da un ridotto numero di operatori, scarsa frequenza nelle transazioni, elevata incertezza dei valori.

⁶⁰ Cfr. IFRS 13 - *Fair Value Measurement*, par. 82; Amaduzzi A., *Dal costo al fair value. Il nuovo approccio IASB*, Franco Angeli, Milano, 2009, pag. 206.

Input di Livello 3: il *fair value* viene determinato attraverso l'utilizzo di tali *input* se quelli osservabili di primo e secondo livello non sono disponibili; gli *input* di terzo livello, infatti, sono *input* non osservabili che riflettono le stime operate dall'impresa, attraverso simulazioni che implicano l'utilizzo di dati propri, sul valore che gli operatori di mercato attribuirebbero all'elemento oggetto di valutazione (*mark to model fair value*).⁶¹

In altri termini, la gerarchia del *fair value* stabilisce che quando non sono disponibili evidenze di mercato per la valutazione delle stesse attività (o similari), oppure tali evidenze non sono adeguatamente espressive del valore degli elementi oggetto di valutazione, si deve ricorrere ad informazioni interne all'impresa che riacquistano importanza anche se con pesi diversi rispetto all'impostazione tradizionale del modello basato sul costo storico. Tale orientamento implica l'affiancamento del *mark-to-market-fair value* al *mark-to-model-fair value*,⁶² la cui compresenza presuppone, quindi, che sia sempre possibile determinare il *fair value* di una posta di bilancio anche in assenza di evidenze di mercato quali prezzi disponibili su un mercato attivo per gli stessi beni o similari, poiché è possibile per il redattore di bilancio adottare, in alternativa, tecniche più o meno complesse per determinarlo.⁶³

Pertanto lo sviluppo della *fair value accounting* non viene compromessa dall'assenza di un mercato attivo, la quale non impedisce la determinazione del "valore equo" dell'elemento contabile oggetto di valutazione, ma favorisce lo sviluppo di tecniche alternative, dotate di scarsa verificabilità e quindi di minore utilità ai fini dell'utilizzo del bilancio quale strumento decisionale.

Pertanto il grado di utilità ricavabile dall'informazione espressa al *fair value*, oltre che dalle tecniche di valutazione utilizzate, dipende molto dagli *input* utilizzati, che, come si è visto, hanno differenze rilevanti in termini di attendibilità.⁶⁴

⁶¹ Cfr. IFRS 13 - *Fair Value Measurement*, parr. 86-89; Amaduzzi A., *Dal costo al fair value. Il nuovo approccio IASB*, Franco Angeli, Milano, 2009, pag. 206.

⁶² Cfr. Pizzo M. (a cura di), *L'adozione degli IAS/IFRS in Italia - Fair Value*, Giappichelli Editore, Torino, 2006, pagg. 8-10.

⁶³ E' il caso delle modalità di valutazione alla base della determinazione del *fair value* per investimenti immobiliari (IAS 40), immobilizzazioni materiali (IAS 16 e IAS 36), e prodotti agricoli (IAS 41). Cfr. Pizzo M. (a cura di), *L'adozione degli IAS/IFRS in Italia - Fair Value*, Giappichelli Editore, Torino, 2006, pag. 24.

⁶⁴ Cfr. Pizzo M. (a cura di), *L'adozione degli IAS/IFRS in Italia-Fair Value*, Giappichelli Editore, Torino, 2006, pagg. 23-32.

Alcuni studi dimostrano che l'adozione dell'approccio *mark-to-model-fair value* viene percepita come dotata di una minore utilità informativa ai fini del processo di assunzione delle decisioni,⁶⁵ oltreché di una minore verificabilità; inoltre viene considerata dagli investitori professionali come una soluzione meno preferibile rispetto al costo storico, ad eccezione che per la valutazione delle attività finanziarie.⁶⁶

Per quanto riguarda le tecniche di valutazione, ai paragrafi 61 e 62, l'IFRS 13 stabilisce che “un'entità deve utilizzare tecniche di valutazione adatte alle circostanze e per le quali siano disponibili dati sufficienti per valutare il *fair value*.”

L'utilizzo di una tecnica di valutazione ha l'obiettivo di stimare il prezzo in base al quale si verificherebbe una regolare operazione di vendita di una attività o di trasferimento di una passività tra operatori di mercato alla data di valutazione, alle condizioni correnti. Le tre tecniche di valutazione più utilizzate sono il *metodo basato sulla valutazione di mercato*, il *metodo del costo* e il *metodo reddituale*.

In alcuni casi sarà appropriato l'utilizzo di una singola tecnica di valutazione, in altri potrà essere opportuno effettuare valutazioni multiple per confrontare i valori ottenuti e scegliere quello più attendibile.⁶⁷

Di seguito si descrivono brevemente le tre tecniche di valutazione.⁶⁸

Il metodo della valutazione di mercato (*market approach*) si basa sul confronto tra il fattore produttivo oggetto di valutazione ed un'attività o passività presente sul mercato, avente uguali caratteristiche o simili, utilizzando nella valutazione prezzi ed informazioni rilevanti che emergono da transazioni di mercato riguardanti tali elementi.⁶⁹

Il metodo del costo (*cost approach*), consiste nel valutare il *fair value* attraverso la quantificazione dell'ammontare di danaro che al momento della valutazione sarebbe necessario, secondo la prospettiva di un operatore di mercato, per sostituire il bene

⁶⁵ Cfr. Hitz J. M., *The Decision Usefulness of Fair Value Accounting – A Theoretical Perspective*, European Accounting Review, 2007, vol. 16 (2), pagg. 323-362.

⁶⁶ Cfr. Gassen J., Schwedler K., *Attitudes towards Fair Value and Other Measurement Concepts: An Evaluation of their Decision-usefulness*, ASCG, 2008, pagg. 16-17.

⁶⁷ Cfr. IFRS 13 - *Fair Value Measurement*, par. 63 e per maggiori approfondimenti i parr. 64-66, in <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1454151332279&uri=CELEX:32014R1361>.

⁶⁸ Per approfondimenti sul tema si veda Pizzo M. (a cura di), *L'adozione degli IAS/IFRS in Italia-Fair Value*, Giappichelli Editore, Torino, 2006, pag. 33 e segg.

⁶⁹ Cfr. IFRS 13 - *Fair Value Measurement*, Appendice B - Guida operativa, parr. B5-B11 e Appendice A - Definizione dei termini, in <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1454151332279&uri=CELEX:32014R1361>.

oggetto di valutazione con uno analogo avente la medesima utilità economica e avente anche lo stesso grado di obsolescenza;⁷⁰ si tratta, in sostanza, di un costo di sostituzione corrente di un'attività.⁷¹

Il metodo reddituale (*income approach*), infine, determina il *fair value* attraverso l'attualizzazione di futuri flussi finanziari o reddituali attesi secondo le aspettative degli operatori di mercato.⁷²

Tali tecniche di valutazione devono essere utilizzate dal redattore di bilancio in modo da selezionare quella più adeguata allo specifico caso oggetto di valutazione, tenendo conto degli *input* a disposizione.

3.2. Punti di forza e di debolezza del *fair value* a confronto col costo storico

Il *fair value* risulta essere un criterio con caratteristiche innovative rispetto alle tradizionali tecniche valutative basate sul costo storico. L'aspetto di maggiore diversità consiste nell'esprimere i valori di bilancio come sintesi degli apprezzamenti valutativi di una pluralità di soggetti operanti nel mercato attivo (*market based measurement*); orientamento che modifica le modalità tradizionali di intendere la comunicazione di bilancio. In tal modo si ritiene di poter offrire agli *stakeholder* informazioni significative, comparabili nello spazio e nel tempo, ed anche sufficientemente attendibili, che consentono agli utilizzatori di bilancio di poter effettuare previsioni sui flussi di cassa futuri prodotti dall'impresa e di poter valutare meglio le prestazioni degli amministratori. Tale tecnica valutativa si contrappone, quindi, a quelle più tradizionali

⁷⁰ “Per obsolescenza si intendono il deterioramento fisico, l'obsolescenza funzionale (tecnologica) e l'obsolescenza economica (esterna)”. IFRS 13 - *Fair Value Measurement*, Appendice B - Guida operativa, parr. B5-B11.

⁷¹ Cfr. IFRS 13 - *Fair Value Measurement*, Appendice A - Definizione dei termini.

⁷² “A titolo esemplificativo, tali tecniche di valutazione comprendono:

a) tecniche del valore attuale;

b) modelli di misurazione del prezzo delle opzioni, quali la formula di Black-Scholes-Merton o il modello degli alberi binomiali, che incorporano tecniche di calcolo del valore attuale e riflettono sia il valore temporale, sia il valore intrinseco di un'opzione;

c) il metodo degli utili in eccesso per esercizi multipli, utilizzato per valutare il *fair value* di alcune attività immateriali”. IFRS 13 - *Fair Value Measurement*, Appendice B - Guida operativa, parr. B5-B11.

che pongono enfasi sulle considerazioni soggettive degli operatori chiamati ad effettuare la valutazione ed a redigere il bilancio (*entity-specific measurement*). La capacità informativa del *fair value* viene considerata più efficace e quindi destinata ad una sempre maggiore diffusione, così come effettivamente sta avvenendo ad opera degli organismi internazionali di statuizione dei principi contabili IAS/IFRS.⁷³

Tuttavia rimane in essere la validità dell'applicazione di un sistema a criteri di valutazione misti, cioè un approccio valutativo che utilizza criteri differenti per categorie di attività e passività diverse tra loro; infatti la validità del *fair value* è riconosciuta per la valutazione di attività liquide e non operative (ad es. gli strumenti finanziari), mentre nella valutazione di attività operative non liquide (come le immobilizzazioni materiali) viene sostanzialmente percepito da investitori ed analisti come equivalente al criterio del costo in termini di contributo al processo decisionale,⁷⁴ ed evidenze empiriche dimostrano che il *fair value* viene scarsamente utilizzato per la valutazione di tali poste di bilancio.⁷⁵

Al fine di promuovere decisioni che garantiscano un'informazione utile per gli utilizzatori del bilancio,⁷⁶ la scelta tra *fair value* e costo storico nell'impostazione del *framework* IASB sconta la necessità di operare un compromesso tra la caratteristica qualitativa della rilevanza e quella dell'attendibilità dell'informazione.

Negli ultimi anni lo IASB ha posto una maggiore enfasi sulla rilevanza dell'informazione e ciò ha determinato un maggior orientamento verso il *fair value* quale criterio contabile di valutazione ritenuto preferibile.⁷⁷

⁷³ Cfr. Pizzo M. (a cura di), *L'adozione degli IAS/IFRS in Italia, Fair Value*, Giappichelli Editore, Torino, 2006, pagg. 6-7.

⁷⁴ Cfr. Gassen J., Schwedler K., *Attitudes towards Fair Value and Other Measurement Concepts: An Evaluation of their Decision-usefulness*, ASCG, 2008, pagg. 1-65.

⁷⁵ Cfr. Christensen H. B., Nikolaev V. V., *Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test?*, *Review of Accounting Studies*, 2013, vol. 18, pagg. 734-775;

⁷⁶ Cfr. Pizzo M., *Il "fair value" nel bilancio d'esercizio*, CEDAM, Padova, 2000, pagg. 92-94.

⁷⁷ Il *framework* IASB è stato oggetto di modifiche nel 2010, anno in cui è stata completata la fase A del *IASB-FASB Joint Project*, attualmente abbandonato, mentre è in corso un progetto di revisione da parte dello IASB. Il 28 maggio 2015 l'*International Accounting Standards Board* (IASB) ha reso disponibile per una pubblica analisi un *Exposure Draft* (ED) al fine di proporre una revisione del *Conceptual Framework for Financial Reporting*. Le proposte contenute nell'ED mirano a migliorare l'informativa finanziaria, fornendo una serie più completa, chiara ed aggiornata di concetti che possono essere utilizzati da:

- lo stesso IASB quando sviluppa gli *International Financial Reporting Standards* (IFRS); e

Per comprendere a fondo l'orientamento sotteso all'adozione della *fair value accounting* occorre sapere che nell'orientamento dello IASB l'impresa viene considerata come un "contenitore di attività" che prescinde dall'attività economica da essa concretamente svolta; pertanto nell'ottica del *framework* IASB assume importanza la finalità del bilancio ed i contenuti che esso dovrebbe possedere considerati come concetti astratti e generali.

Secondo la dottrina economica aziendale italiana, invece, soggetto della rappresentazione contabile è l'attività economica svolta dall'impresa e non l'impresa in quanto entità astrattamente considerata, attività che viene definita in base alle operazioni economiche concretamente poste in essere.⁷⁸

Il criterio del *fair value*, quindi, prescinde concettualmente dall'attività economica svolta dall'impresa e dalle relative operazioni economiche che essa realizza, aspetti che sono invece il presupposto per l'applicazione del criterio del "costo storico".⁷⁹

Per comprendere la *fair value accounting* è inoltre necessario capire in quale scuola di pensiero essa si inquadri con riferimento ai criteri di determinazione del reddito. A tal proposito si possono individuare due filoni principali.⁸⁰

- a) la scuola del "costo", considerata quale scuola tradizionale, che si suddivide in:
1. scuola "classica" (*historical cost accounting* o *conventional accounting*), la quale si basa sul concetto di "costo storico" e sul concetto di "reddito contabile" quale reddito d'impresa;
 2. scuola "neoclassica", che si basa anch'essa sul principio del "costo storico" ma considera rilevanti anche le variazioni nel livello generale dei prezzi di mercato (potere d'acquisto della moneta); pertanto secondo

- gli altri interlocutori al fine di aiutarli nell'interpretazione ed applicazione di tali Principi.

Conceptual Framework Exposure Draft and Comment letters, 2015, in <http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Conceptual-Framework/Pages/Conceptual-Framework-Exposure-Draft-and-Comment-letters.aspx>.

⁷⁸ Per approfondimenti sul tema si veda Onida P., *Il bilancio d'esercizio nelle imprese: significato economico del bilancio, problemi di valutazione*, 4^a ed., A. Giuffrè, Milano, 1951; Onida P., *La logica e il sistema delle rilevazioni quantitative d'azienda*, 2^a ed., A. Giuffrè, Milano, 1970.

⁷⁹ Cfr. Amaduzzi A., *Dal costo al fair value. Il nuovo approccio IASB*, Franco Angeli, Milano, 2009, pagg. 173-175.

⁸⁰ Cfr. Amaduzzi A., *Dal costo al fair value. Il nuovo approccio IASB*, Franco Angeli, Milano, 2009, pagg. 175-176.

tale filone il reddito d'impresa è un reddito “aggiustato” per tenere conto di tali variazioni;

- b) la scuola “radicale” o “economica”, che si basa sull'utilizzo dei valori correnti e si suddivide in due modalità di definizione del reddito:
1. la prima è una concezione di reddito a valori correnti ma senza aggiustamenti per tenere conto delle variazioni nel livello generale dei prezzi, che si può definire “reddito corrente”;
 2. la seconda prende in considerazione gli aggiustamenti del reddito per tenere conto delle variazioni nel livello generale dei prezzi, pertanto il reddito si può definire come “reddito corrente aggiustato”.

Secondo l'approccio “classico” o “tradizionale”, il reddito è il risultato della differenza tra i ricavi realizzati nel periodo ed i corrispondenti costi storici sostenuti per conseguire tali ricavi. Da tale impostazione derivano alcune caratteristiche fondamentali del “reddito contabile”:⁸¹

- esso è determinato sulla base delle transazioni reali poste in essere dall'impresa, pertanto può essere inteso come un modello delle “transazioni storiche”;
- si basa sul principio della realizzazione dei ricavi, i quali assumono priorità concettuale rispetto ai costi, e vengono rilevati solo quando realizzati attraverso una transazione esterna;
- il concetto di reddito contabile prevede che ai ricavi realizzati nel periodo siano correlati i relativi costi, e si basa quindi sul “principio di competenza o correlazione”, che prevede l'imputazione di un costo all'esercizio quando esso ha esaurito la propria utilità in quanto correlato al ricavo realizzato, mentre prevede l'iscrizione del costo come attività (e quindi il suo rinvio ai periodi futuri) quando non correlato ai ricavi di periodo.

Tra i vantaggi dell'impostazione basata sul “costo” per la determinazione del reddito contabile vi sono i seguenti aspetti:

- nel corso del tempo il criterio del costo si è dimostrato utile ed efficace ai fini del processo decisionale;

⁸¹ Cfr. Amaduzzi A., *Dal costo al fair value. Il nuovo approccio IASB*, Franco Angeli, Milano, 2009, pagg. 177- 180.

- esso permette al reddito di periodo di poter essere una grandezza verificabile, basata sulle transazioni poste in essere dall'impresa, aspetto fondamentale per determinare la qualità del reddito;
- soddisfa il criterio della prudenza, permettendo l'iscrizione dei soli ricavi realizzati;
- è un utile strumento di controllo dell'operato del management nell'allocazione delle risorse.

Tra le critiche mosse all'utilizzo dell'impostazione basata sul costo vi sono quelle relative alla rilevanza dell'informazione:

- il "reddito contabile" non pone in evidenza incrementi, non ancora realizzati, nel valore del patrimonio detenuto dall'impresa; per tale motivo nel reddito dell'esercizio confluiscono valori eterogenei, ad esempio plusvalori realizzati in un determinato periodo ma maturati in periodi precedenti e quindi non di competenza; tale impostazione comporta quindi l'omissione di informazioni utili all'assunzione delle decisioni da parte degli utilizzatori del bilancio;
- i valori del reddito basati sul criterio del costo, seppur ritenuti affidabili, sono scarsamente confrontabili, aspetto che limita la comparabilità dell'informativa contabile per via delle differenti modalità con cui è possibile calcolare il criterio del costo e delle varie modalità di allocazione dei costi comuni che lasciano ampio spazio alla soggettività;
- lo stato patrimoniale restituisce un'immagine statica di costi aventi utilità futura, piuttosto che un'approssimazione del valore dell'impresa in quel momento.

La seconda scuola di pensiero, definita quale approccio "economico" alla determinazione del reddito, si ispira agli studi di "economia pura", e ritiene che il reddito sia definibile quale variazione di ricchezza determinabile come somma algebrica del consumo e del risparmio realizzati nel periodo considerato. Secondo tale impostazione il criterio di ricchezza coincide con quello di capitale, ed il reddito viene inteso come massima ricchezza consumabile, mantenendo invariato il capitale tra inizio e fine periodo. Diviene pertanto aspetto fondamentale il concetto di mantenimento del capitale che può essere definito in termini finanziari o di capacità produttiva:⁸²

⁸² Cfr. Amaduzzi A., *Dal costo al fair value. Il nuovo approccio IASB*, Franco Angeli, Milano, 2009, pagg.180- 183.

- il mantenimento finanziario si misura in termini monetari;
- il mantenimento della capacità produttiva è misurato in termini operativi o fisici.

Il primo caso prevede il mantenimento del valore del capitale in termini monetari; pertanto il reddito equivale alla variazione netta del patrimonio tra l'inizio e la fine del periodo espresso in termini monetari, escludendo distribuzioni di utili o apporti dei proprietari.⁸³

Per conservazione della capacità produttiva dell'impresa si può intendere:

- la preservazione delle attività fisiche detenute dell'impresa attraverso l'accantonamento della quota di risorse necessaria per poter sostituire le attività che sono state consumate nel processo produttivo, pertanto il reddito è pari all'ammontare che residua dopo aver operato tale accantonamento;
- la capacità nell'anno successivo di mantenere invariata, rispetto all'anno in corso, la produzione di beni e servizi, espressa in termini di volume o di valore.

Una contabilità a valori correnti sottintende un concetto di conservazione del capitale in termini fisici,⁸⁴ mentre il modello di contabilità tradizionale basata sul costo storico utilizza quale concetto di conservazione del capitale quello misurato in termini monetari.⁸⁵

Il concetto di valore corrente può essere determinato attraverso quattro modelli di seguito illustrati:⁸⁶

1. valore attuale: il valore corrente è dato dall'attualizzazione dei flussi di cassa attesi, derivanti dal possesso delle attività durante la loro vita utile;
2. prezzo corrente d'entrata: il valore corrente è pari al denaro che occorre per acquisire le stesse attività o attività simili;

⁸³ Cfr. IASB, *Conceptual Framework for Financial Reporting*, 2010, in <http://www.ifrs.org>, cap. 4, par. 4.59.

⁸⁴ L'attuale Framework IASB stabilisce al par. 4.61: "The physical capital maintenance concept requires the adoption of the current cost basis of measurement. The financial capital maintenance concept, however, does not require the use of a particular basis of measurement. Selection of the basis under this concept is dependent on the type of financial capital that the entity is seeking to maintain." IASB, *Conceptual Framework for Financial Reporting*, 2010, in <http://www.ifrs.org>.

⁸⁵ Cfr. Amaduzzi A., *Dal costo al fair value. Il nuovo approccio IASB*, Franco Angeli, Milano, 2009, pagg. 181-182.

⁸⁶ Cfr. Amaduzzi A., *Dal costo al fair value. Il nuovo approccio IASB*, Franco Angeli, Milano, 2009, pag. 183 e segg.

3. prezzo corrente d'uscita: il valore corrente è rappresentato dal denaro necessario per scambiata un'attività o estinguere (o sostituire) una passività;
4. metodo misto, dato dalla combinazione dei metodi precedenti.

Richiamando la definizione di *fair value* dell'IFRS 13,⁸⁷ si può constatare come esso sia assimilabile ad un "prezzo corrente d'uscita".

L'utilizzo della *fair value accounting* permette al bilancio di soddisfare le finalità ad esso attribuite dall'impostazione del *framework* IASB, ovvero il suo utilizzo come strumento utile all'assunzione di decisioni economiche. Inoltre possiede diverse caratteristiche coerenti con i requisiti qualitativi che l'informazione contabile deve possedere:⁸⁸

- "rilevanza": il *fair value* è considerato portatore di un'informazione rilevante in quanto riflette le condizioni economiche esistenti al momento in cui la valutazione viene effettuata e quindi potenzialmente in grado di orientare le decisioni degli utilizzatori in modo incisivo, nel momento in cui fornisce informazioni prospettiche o confermative su aspetti del *business* aziendale considerati rilevanti;⁸⁹
- "comparabilità": il *fair value* consente la comparabilità delle informazioni tra imprese diverse, in quanto viene determinato considerando le caratteristiche delle attività e passività per se stesse considerate al momento della valutazione, e non in base al loro valore determinato al momento della loro acquisizione tenendo conto delle caratteristiche specifiche dell'impresa; consente, inoltre, l'apprezzamento delle informazioni nel tempo con riferimento alla stessa entità e tra entità diverse, attraverso la costanza dell'applicazione del criterio di valutazione e delle modalità di determinazione del valore;

⁸⁷ "Il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione", IFRS 13 - *Fair Value Measurement*, par. 9.

⁸⁸ Per approfondimenti si veda IASB, *Conceptual Framework for Financial Reporting*, 2010, in <http://www.ifrs.org>, cap. 3.

⁸⁹ Per approfondimenti sulla rilevanza dell'informazione contabile si veda Barth M. E., Beaver W. H., Landsman W. R., *The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view*, *Journal of Accounting and Economics*, 2001, vol. 31, pagg. 77-104

- “tempestività”: il *fair value* consente all’utente di bilancio di disporre di informazioni utili sulle variazioni economiche intervenute nel momento in cui tali variazioni si verificano.

Inoltre i sostenitori della *fair value accounting* ritengono che il *fair value* consenta di monitorare e valutare meglio l’operato dei manager in ogni periodo, sulla base dell’ipotesi di una imminente vendita delle attività, viste sotto l’ottica di “costi-opportunità”.

Secondo l’approccio “patrimonialista” il bilancio deve fornire informazioni sulla ricchezza posseduta dall’impresa. Secondo la corrente “redditista”, invece, il bilancio deve informare sull’andamento della gestione e sui suoi risultati, tenendo conto della combinazione dei fattori produttivi aziendali.

Tra i due modelli contabili, il *fair value* segue l’approccio “patrimonialista”,⁹⁰ e la *fair value accounting* si basa sul seguente ragionamento: variazioni nel *fair value* di attività e passività aziendali, generano variazioni nei futuri flussi di cassa attesi e quindi influenzano il valore di mercato dell’impresa.⁹¹

La Stato Patrimoniale IASB esprime il valore corrente di attività e passività in modo “neutrale”, ovvero non influenzato da considerazioni di natura specifica dell’impresa ma riflette le aspettative degli operatori di mercato. Il Conto Economico IASB esprime la *performance* dell’impresa come scostamento dai risultati attesi dai partecipanti al mercato; pertanto se l’impresa è riuscita ad utilizzare le risorse a sua disposizione in modo migliore rispetto alle aspettative degli operatori circa il loro rendimento, avrà conseguito un utile, se le ha utilizzate in modo peggiore avrà conseguito una perdita.

I modelli che invece si basano sulle informazioni specifiche dell’impresa (*entity specific*), come il “modello del valore attuale”, forniscono informazioni sulle *performance* ottenute sulla base dei piani strategici sviluppati e della capacità specifiche a disposizione, in altri termini forniscono informazioni su ciò che l’impresa è stata in grado di realizzare in base alle proprie attese ed in base a tali attese vengono valutate

⁹⁰ Nella prospettiva del bilancio IASB, il capitale di funzionamento assume una configurazione simile a quella del capitale economico valutato secondo il metodo patrimoniale semplice. Cfr. AA.VV., *L’analisi degli effetti sul bilancio dell’introduzione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS*, Rirea, Roma, 2007, pag. 101.

⁹¹ Cfr. Amaduzzi A., *Dal costo al fair value. Il nuovo approccio IASB*, Franco Angeli, Milano, 2009, pag. 210.

attività e passività. Il modello del “costo” pone in evidenza, invece, i risultati raggiunti dall’impresa dato il costo delle risorse a disposizione.

Nella prospettiva di operare un confronto tra i due citati criteri, innanzitutto è opportuno definire il concetto di costo. Si intende per costo storico un sacrificio economico, misurato monetariamente, sostenuto in relazione ad una transazione d’acquisto di beni o servizi. Esso riflette un’operazione specifica che si è concretamente realizzata. Risulta ad esso estranea la finalità di determinare astrattamente il valore dei beni e servizi oggetto della transazione, pertanto, sul valore di scambio possono incidere fattori quali il potere contrattuale dei contraenti e le loro aspettative, asimmetrie informative e varie condizioni distorsive contingenti;⁹² in sintesi, il costo riassume tutte le condizioni esistenti in quel momento per quella specifica transazione.

Come conseguenza di tale impostazione il costo presenta alcuni vantaggi:⁹³

- può essere utilizzato per assumere decisioni attuali ed elaborare previsioni, in quanto costituisce un indicatore delle scelte manageriali passate che, nel contesto decisionale, diventano importanti elementi di riferimento;
- rappresenta un parametro insostituibile per la valutazione delle prestazioni aziendali, intese come rapporto tra scelte operate e risultati conseguiti concretamente da una specifica impresa;
- possiede le caratteristiche dell’affidabilità e della verificabilità;⁹⁴
- risulta il criterio con la maggiore semplicità di determinazione, con conseguente riduzione dei relativi oneri gestionali.

Rispetto al criterio del costo, l’adozione del *fair value* implica il sorgere di alcuni vantaggi e di alcune possibili debolezze. I sostenitori del *fair value* ritengono che i punti di forza di tale criterio siano da ricercarsi nei seguenti aspetti:⁹⁵

- maggiore rilevanza dell’informazione per investitori e creditori, in quanto il *fair value* riflette meglio la situazione presente delle prestazioni gestionali delle imprese

⁹² Ad esempio particolari contingenze economiche negative che implicano scarsa liquidità del mercato.

⁹³ Cfr. Pizzo M., *Il “fair value” nel bilancio d’esercizio*, CEDAM, Padova, 2000, pagg. 82-84.

⁹⁴ Cfr. Herrmann, D., Saudagaran, S. M., & Thomas, W. B., *The quality of fair value measures for property, plant, and equipment*. Accounting Forum, 2006, vol. 30(1), pag. 43.

⁹⁵ Cfr. Pizzo M., *Il “fair value” nel bilancio d’esercizio*, CEDAM, Padova, 2000, pagg. 31-32.

e facilità l'apprezzamento delle prospettive future attraverso la previsione dei futuri *cash flow*;⁹⁶

- migliore analisi delle *performance* dell'impresa attraverso la possibilità di trasmettere al mercato informazioni sui valori patrimoniali più aggiornate, che altrimenti rimarrebbero interne all'impresa,⁹⁷ in quanto il *fair value* riflette tutte le condizioni economiche maturate alla data di valutazione;

- maggiore comparabilità dell'informazione, in quanto la valutazione viene effettuata ad una stessa data per tutte le poste patrimoniali di bilancio, considerando come riferimento determinati parametri di mercato per stabilire i *cash flow* attesi. In tal modo si crea una maggiore omogeneità di valori rispetto a quanto avviene con la valutazione al costo, che implica la valutazione di operazioni simili in base a costi e ricavi sorti in epoche e condizioni differenti;

- maggiore espressività della dinamica dei rischi aziendali, coerentemente con i modelli di gestione dei rischi che si basano prevalentemente su valori correnti;

- miglioramento della tempestività e della neutralità dell'informazione;

- avvicinamento tra risultato d'esercizio e risultato della gestione, consentendo al primo di esprimere più significativamente le prestazioni aziendali.

I principali limiti del *fair value*, invece, possono essere così individuati:⁹⁸

- elevata volatilità nei valori patrimoniali oggetto di valutazione e nei risultati d'esercizio, con possibilità di fluttuazioni casuali e non giustificate dal punto di vista economico;

- ridotta significatività dell'informazione per gli utilizzatori del bilancio, in quanto la valutazione al *fair value* esprime spesso condizioni potenziali,⁹⁹ in mancanza di un'effettiva transazione;

- maggiori costi di implementazione e complessità di gestione rispetto ad una contabilità basata sul costo;

⁹⁶ Cfr. Johnson, L. T., *Relevance and reliability*, in Concluding Comments, The FASB Report, 2005.

⁹⁷ Cfr. Aboody, D., Barth, M. E., & Kasznik, R., *Revaluations of fixed assets and future firm performance, evidence from the UK*, Journal of Accounting and Economics, 1999, vol. 26, pagg. 149-178.

⁹⁸ Cfr. Pizzo M., *Il "fair value" nel bilancio d'esercizio*, CEDAM, Padova, 2000, pagg. 32-34.

⁹⁹ "Quello che conta non è esprimere ciò che è successo, ma cosa sarebbe accaduto in condizioni normali". Pizzo M., *Il "fair value" nel bilancio d'esercizio*, CEDAM, Padova, 2000, pag. 84.

- scarsa verificabilità dei valori nel tempo, in quanto ai fini della determinazione del *fair value*, occorre effettuare ipotesi o applicare parametri spesso incerti e non privi di una certa soggettività ed incertezza.

Anche se non costituisce un vero e proprio limite, occorre poi evidenziare le difficoltà legate alla scarsa conoscenza del *fair value* sia da parte degli utilizzatori di bilancio, sia da parte di quei tecnici con formazione prettamente legata al costo storico, che possono riscontrare difficoltosa la sua applicazione.

In sintesi, dal punto di vista concettuale e valutativo, il criterio del costo è portavoce di uno scambio effettivo, mentre il criterio del *fair value* esprime uno scambio potenziale.

Il primo esclude la possibilità di rilevare utili potenziali ed utilizza il confronto col valore di mercato in termini prudenziali, come limite della capacità di reintegro economico delle risorse impiegate da parte dell'azienda.

Il secondo, implica la determinazione della situazione reddituale e patrimoniale, ipotizzando la realizzazione delle attività e l'estinzione delle passività alla data di bilancio, nell'ambito di una regolare transazione conclusa tra operatori di mercato che si presume agiscano per soddisfare nel modo migliore il proprio interesse economico.¹⁰⁰ Tale transazione si presume avvenuta “nel mercato principale (o più vantaggioso), alle condizioni correnti di mercato,¹⁰¹ indipendentemente dal fatto che quel prezzo sia osservabile direttamente o che venga stimato utilizzando un'altra tecnica di valutazione”.¹⁰²

3.3. L'analisi della letteratura

Nell'ambito di alcuni studi sulle rivalutazioni discrezionali dell'attivo immobilizzato, ambientati nei contesti istituzionali britannico ed australiano, nei quali le

¹⁰⁰ Cfr. IFRS 13 - *Fair Value Measurement*, par. 22. Nelle precedenti linee guida sulla determinazione del *fair value* si faceva riferimento a parti consapevoli, informate, disponibili e razionali.

¹⁰¹ Si fa quindi riferimento ad un prezzo di chiusura (*exit price*).

¹⁰² IFRS 13 - *Fair Value Measurement*, par. 24. Nelle precedenti linee guida sulla determinazione del *fair value* si faceva riferimento a condizioni normali di mercato, ovvero in assenza di asimmetrie informative legate a distorsioni (come influenze culturali o motivazionali contingenti), o a costi nel reperimento delle informazioni.

rivalutazioni delle immobilizzazioni sono sempre consentite,¹⁰³ si sostiene che tali rivalutazioni siano legate a motivazioni di tipo contrattuale e che possano rispondere a diverse finalità tra le quali la facilitazione nell'accesso ai finanziamenti¹⁰⁴ oppure la riduzione della loro onerosità, attraverso il miglioramento del rapporto di indebitamento che spesso viene utilizzato come parametro di riferimento nella definizione delle condizioni contrattuali.¹⁰⁵ Infatti, da tali studi è emerso che le imprese con un più elevato rapporto di indebitamento sono più propense a rivalutare le proprie attività. Quindi, nei casi analizzati relativi alle rivalutazioni discrezionali, il manager può decidere se rivalutare secondo la logica del *revaluation model*, incrementando così il rischio di manipolazioni nella rendicontazione degli andamenti gestionali, oppure approfittando della favorevole disponibilità di stime affidabili.

Tuttavia, da altri studi è emerso che tali comportamenti opportunistici sono inefficaci al fine di ottenere un maggior accesso al capitale di finanziamento privato. Uno studio condotto nel contesto australiano¹⁰⁶ ha dimostrato che in determinati contesti istituzionali le operazioni di rivalutazione non si traducono in un incremento della disponibilità di credito o in una riduzione dell'onerosità dei finanziamenti in essere. Ciò è dovuto al fatto che lo stesso rapporto tra banche e imprese, che si crea in determinati contesti istituzionali, porta le prime a considerare con diffidenza le operazioni di rivalutazione per via dell'utilizzo opportunistico al quale si prestano, disincentivandone

¹⁰³ Cfr. Brown, P., Izan, H. Y., & Loh, A. L., *Fixed asset revaluations and managerial incentives*, Abacus, vol. 28, 1992, pagg. 36–57; Cotter, J., & Zimmer, I., *Asset revaluations and assessment of borrowing capacity*, Abacus, Vol. 31, 1995, pagg. 136–151; Whittred, G., & Chan, Y. K., *Asset revaluations and the mitigation of underinvestment*, Abacus, vol. 28, 1992, pagg. 58–74; Barth M. E. & Clinch G., *Revalued financial, tangible and intangible assets: association with share price and non-market-based value estimates*, Journal of Accounting Research, vol. 36 (supp-1998), pag. 199-233; Aboody, D., Barth, M. E., & Kasznik, R., *Revaluations of fixed assets and future firm performance, evidence from the UK*, Journal of Accounting and Economics, 1999, vol. 26, pagg. 149–178.

¹⁰⁴ La necessità di ottenere ulteriori finanziamenti attraverso la rivalutazione potrebbe essere legata ad un andamento negativo sui flussi di cassa operativi. Cfr. Cotter, J., & Zimmer, I., *Asset revaluations and assessment of borrowing capacity*. Abacus, vol.31, 1995, pagg. 136–151

¹⁰⁵ Spesso il rapporto di indebitamento viene utilizzato come riferimento per stabilire variazioni nel tasso applicato, per richiedere ulteriori garanzie o rientri anticipati; tuttavia, va evidenziato che alcuni contratti prevedono l'irrelevanza di eventuali rivalutazioni nel calcolo di tale rapporto. Cfr. Whittred, G., & Chan, Y. K., *Asset revaluations and the mitigation of underinvestment*. Abacus, vol. 28, 1992, pagg. 58–74.

¹⁰⁶ Cfr. Cotter J., *Asset Revaluations and Debt Contracting*, Abacus, Vol. 35(3), 1999, pagg. 268-285.

l'applicazione laddove non sia effettivamente giustificata da concrete motivazioni di tipo economico.

Nell'ambito dell'impostazione IAS/IFRS, la scelta tra *fair value* e costo storico nella valutazione delle attività materiali immobilizzate, rappresenta una scelta *ex ante*¹⁰⁷ e, come tale, è meno probabile che possa essere guidata da considerazioni manageriali di tipo speculativo rispetto a quei contesti, analizzati in precedenti studi, nei quali è stato possibile effettuare rivalutazioni successive delle attività immobilizzate. Infatti, in seguito all'adozione dei principi IAS/IFRS, per la valutazione delle immobilizzazioni materiali, deve essere effettuata la scelta tra costo storico e *fair value*, e tale scelta deve essere applicata in modo costante nel tempo. Un'impresa che sceglie di utilizzare il *fair value*, deve rivalutare le attività ogni volta che il valore contabile differisce sostanzialmente dal valore di mercato (questo sia secondo lo IAS 16, sia in base allo IAS 40), mentre un'impresa che sceglie il costo storico come criterio di valutazione non può effettuare rivalutazioni in aumento rispetto al costo storico iniziale, ma solo ripristini di valore.¹⁰⁸ Quindi si potrebbe affermare che la scelta del *fair value* nel contesto IAS/IFRS analizzato sia maggiormente legata alle necessità di fornire una migliore rappresentazione dei fenomeni aziendali piuttosto che a ragioni di opportunismo manageriale, rispetto a quanto accade nell'ambito delle rivalutazioni *ex post*.¹⁰⁹

In linea con i benefici teorici della contabilizzazione al *fair value*,¹¹⁰ alcuni studi operati su un campione di imprese inglesi sostengono che le rivalutazioni patrimoniali in aumento presentano una correlazione positiva con i rendimenti del capitale; i risultati in essi ottenuti mostrano che, in media, si verificano inaspettati rendimenti positivi sugli investimenti per quelle imprese che annunciano rivalutazioni dell'attivo immobilizzato. Ciò dimostra come le rivalutazioni siano accolte come segnale positivo di ulteriori

¹⁰⁷ Vi è la possibilità di modificare il criterio successivamente, ma la scelta deve essere adeguatamente motivata e giustificata; peraltro lo IAS 40 sconsiglia il passaggio dal *fair value* al costo ai fini di un miglioramento dell'informativa contabile. Cfr. IAS 40, Regolamento (CE) N. 1126/2008 della Commissione del 3 novembre 2008, aggiornato in base al Regolamento (UE) N. 1361/2014 della Commissione del 18 dicembre 2014 in in <http://eur-lex.europa.eu>

¹⁰⁸ Fatta salva l'opzione di rivalutare il costo concessa dallo IFRS 1 in sede di "*first time adoptions*".

¹⁰⁹ Cfr. Christensen H. B., Nikolaev V. V., *Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test?*, Review of Accounting Studies, Vol. 18(3), 2013, pag. 739.

¹¹⁰ Miglioramento della capacità informativa dei dati di bilancio dal punto di vista della rilevanza dell'informazione.

benefici futuri per gli azionisti.¹¹¹ In tale contesto, le rivalutazioni in aumento delle immobilizzazioni materiali sono, quindi, positivamente correlate con cambiamenti nelle future *performance*, misurati attraverso cambiamenti nel reddito operativo, nei flussi di cassa operativi e nel valore di mercato del patrimonio netto.¹¹²

Da uno studio condotto su imprese quotate di Inghilterra e Germania, sulla preferenza tra costo e *fair value*, relativamente ad attività non finanziarie immobilizzate, è emerso che:¹¹³

- in generale, la contabilizzazione al *fair value* viene utilizzata quando stime attendibili del *fair value* sono disponibili a basso costo e ci si attende che faciliti la misurazione delle *performance*;
- le differenze istituzionali (sistema economico Paese, tradizioni contabili) sono importanti determinanti della scelta di utilizzare il *fair value*;
- in particolare, per le imprese che detengono investimenti immobiliari, la scelta del *fair value* è positivamente associata con il fatto che l'attività di intermediazione immobiliare sia l'attività primaria.
- le società con opportunità di investimento più basse tendono ad utilizzare maggiormente il *fair value*.
- il ricorso al finanziamento di debito è positivamente associato con l'uso del *fair value* sia per investimenti immobiliari sia per immobili, impianti e attrezzature.

Un altro studio condotto su un campione di imprese immobiliari quotate appartenenti a 7 diversi Paesi europei,¹¹⁴ aventi in comune il costo storico come criterio consentito ante - IAS/IFRS, ha cercato di spiegare la scelta del *fair value* attraverso la teoria della scelta contabile, la quale postula che asimmetria informativa, efficienza contrattuale (costi di agenzia) e opportunismo manageriale possano essere fattori determinanti nell'agire dei *manager*.¹¹⁵

¹¹¹ Cfr. Standish, P. E. M., & Ung, S.-I., *Corporate signaling, asset revaluations and the stock prices of British companies*. The Accounting Review, 1982, vol. 57(4), pag. 714.

¹¹² Cfr. Aboody, D., Barth, M. E., & Kasznik, R., *Revaluations of fixed assets and future firm performance, evidence from the UK*, Journal of Accounting and Economics, 1999, vol. 26, pagg. 149–178; Cfr. Danbolt, J., & Rees, W., *An experiment in fair value accounting: UK investment vehicles*, European Accounting Review, 2008, vol. 17, pagg. 271–303.

¹¹³ Cfr. Christensen H. B., Nikolaev V. V., *Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test?*, Review of Accounting Studies, Vol. 18(3), 2013, pag. 739.

¹¹⁴ Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Italia, Spagna e Svezia.

¹¹⁵ Cfr. Quagli A., Avallone F., *Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry*, European Accounting Review, 2010, vol. 19, pagg. 461-493.

Tra i risultati più significativi ottenuti da questo studio si evidenziano i seguenti aspetti:

- la dimensione aziendale, come indicatore dei costi contrattuali, riduce la probabilità di usare il *fair value*: l'aumento della dimensione aziendale genera anche un aumento dei cosiddetti "costi d'agenzia", in quanto, la scelta del *fair value*, seppur considerata più rilevante dal punto di vista informativo, genera fluttuazioni di reddito che potrebbero aumentare il rischio percepito dagli investitori e, di conseguenza, generare un aumento del costo del capitale;
- il rapporto di indebitamento, un altro indicatore tipico dei costi contrattuali, sembra non influenzare la scelta;
- il rapporto *market-to-book* è associato negativamente con la scelta del *fair value*;
- l'opportunità manageriale, misurato attraverso le politiche di livellamento del reddito, è negativamente associato con la scelta del *fair value*.

Lo studio pertanto suggerisce che la teoria della scelta contabile può spiegare la scelta del *fair value* nel contesto degli investimenti immobiliari.

Dal punto di vista dell'analisi qualitativa operata sul confronto tra dell'informativa richiesta dallo IAS 40 nelle note di bilancio¹¹⁶ e quella effettivamente fornita dalle imprese, uno studio condotto in ambito europeo¹¹⁷ pone in evidenza che molte delle informazioni fornite dalle imprese analizzate non sono conformi con le indicazioni prescritte. Con riferimento all'informativa prevista per le imprese che adottano il costo storico, dallo studio emerge che non tutte le imprese analizzate forniscono l'informativa sulla valutazione dei propri investimenti immobiliari al *fair value*, e che tra coloro che riportano l'informativa non tutti indicano le modalità con le quali la valutazione è stata effettuata con grave pregiudizio per l'apprezzamento dell'affidabilità di tale valutazione da parte degli utilizzatori di bilancio; inoltre non tutte le imprese forniscono le informazioni richieste sulle modalità di determinazione del criterio di ammortamento.

Con riferimento all'informativa prescritta dal principio citato per le imprese che scelgono il *fair value*, riguardante le modalità attraverso le quali in *fair value* viene

¹¹⁶ Si vedano i paragrafi dal 74 al 79 dello IAS 40, commentati nel paragrafo 2.9 di questo lavoro.

¹¹⁷ Devalle, A., Rizzato, F., *Fair value application and disclosure of investment properties (IAS 40): An empirical analysis of European listed companies*, GSTF Business Review (GBR), 2011, vol. 1(1), pagg. 8-15.

determinato, non tutte le imprese analizzate seguono il consiglio dello IAS 40 di rivolgersi ad un perito esperto indipendente, ma alcune determinano il valore internamente all'impresa. Infine emergono delle differenze relative ai paesi di appartenenza analizzati.

3.4. Analisi delle possibili determinanti nella scelta della *fair value option* (IAS 40) nel settore *real estate*

Esistono alcuni fattori legati alla tipologia di attività svolta, alle caratteristiche dimensionali, patrimoniali e reddituali, delle imprese operanti nel settore immobiliare che, nell'ambito della valutazione degli investimenti immobiliari, potrebbero far orientare o meno la scelta verso il criterio del *fair value*.¹¹⁸ Vi sono poi fattori culturali e legati alle tradizioni contabili, che influenzano tutte le imprese operanti in un determinato Paese, di cui occorre tener conto per capire le scelte operate.

Nei sottoparagrafi seguenti verrà effettuata una breve analisi di tali peculiarità.

3.4.1. Sottosettori dell'attività immobiliare

Una prima giustificazione per la scelta del *fair value* nel settore *real estate* potrebbe essere legata alle caratteristiche dell'attività svolta.

Occorre precisare che nell'ambito del settore immobiliare esistono diversi segmenti nei quali l'attività può specificarsi. In particolare è possibile individuare quattro macro-aree di *business*:

- *attività di investimento immobiliare a lungo termine*. Si caratterizza per la costituzione di una gamma di investimenti (cosiddetto portafoglio *investment*), anche di tipologia differente (commerciale, residenziale, ecc.) detenuta per la doppia finalità di riscossione dei canoni d'affitto e per l'apprezzamento del capitale nel tempo, con l'obiettivo di massimizzare il profitto in vista di una futura vendita;
- *attività di trading*. Viene realizzata spesso mediante la creazione di uno specifico portafoglio di immobili destinati ad essere rivenduti nel breve

¹¹⁸ Cfr. Pizzo M., *Il "fair value" nel bilancio d'esercizio*, CEDAM, Padova, 2000, pagg. 37-43; cfr. Avallone F., *Le determinanti della fair value option nello IAS 40: il caso delle aziende immobiliari europee*, Revisione Contabile, 2008, vol. 80, pagg. 5-29.

periodo (2-3 anni), solitamente dopo aver subito opere di riqualificazione o frazionamento;

- *attività di sviluppo*. Consiste nell'attività di costruzione e ristrutturazione di immobili appartenenti a diverse tipologie (immobili commerciali, residenziali, aree edificabili, ecc.);
- *attività di fornitura di servizi*. Riguarda la fornitura di servizi di vario genere connessi all'acquisizione, costruzione, gestione e dismissione degli immobili (ad esempio le consulenze immobiliari sugli scambi di compravendita, i servizi di intermediazione, ecc.).

Tali tipologie di attività implicano una diversa classificazione degli immobili in bilancio; infatti, secondo la normativa IAS/IFRS, gli investimenti immobiliari a lungo termine confluiscono nella voce "investimenti immobiliari" disciplinata dallo IAS 40 e vengono quindi valutati al costo o al *fair value*, mentre gli immobili compresi nel portafoglio *trading* e quelli sottoposti ad attività di sviluppo (aree edificabili, immobili in costruzione o da ristrutturate) sono inquadrati tra le rimanenze e vengono valutati al minore tra costo di acquisto (o di produzione) e valore di netto realizzo. Tra i ricavi d'esercizio confluiscono tutti gli introiti derivanti dagli affitti, dalle vendite di immobili e dai vari servizi connessi erogati.

Sulla base di queste precisazioni è possibile ipotizzare che, quelle imprese che incentrano il proprio *core business* sugli investimenti immobiliari a lungo termine e che hanno tra le poste dell'attivo un ammontare rilevante di tali investimenti, potrebbero essere propense ad adottare la valutazione al *fair value*, la quale consentirebbe di far emergere gradualmente in bilancio il plusvalore (*capital gain*) legato all'apprezzamento del portafoglio immobiliare, senza doverne attendere l'effettivo realizzo, migliorando l'informativa nei mercati finanziari sulle capacità attuali e potenziali dell'impresa. In un tale contesto, infatti, il valore espresso dal costo storico risulta essere troppo lontano nel tempo e scarsamente espressivo del valore corrente del patrimonio e dei suoi incrementi futuri.¹¹⁹ Naturalmente il miglioramento dell'informativa è legato al fatto che nel settore immobiliare la congruità dei valori è supportata dalla presenza di un mercato attivo e dalle valutazioni di esperti indipendenti.

Per quanto riguarda le imprese che si occupano di *trading*, sviluppo e servizi, invece, l'aspetto della redditività operativa viene adeguatamente evidenziato nel conto economico attraverso la rilevazione dei ricavi d'esercizio oppure, per gli immobili da

¹¹⁹ Cfr. Pizzo M., *Il "fair value" nel bilancio d'esercizio*, CEDAM, Padova, 2000, pagg. 37-38.

completare o ancora da cedere, confluisce nella rettifica relativa alle rimanenze e viene rinviato ai ricavi degli esercizi immediatamente successivi. Le imprese che operano in tali settori dovrebbero presentare una più esigua attività di investimento, ed in tali casi valutare gli investimenti immobiliari al *fair value* potrebbe distorcere il risultato d'esercizio per via di improvvise oscillazioni di valore degli immobili.¹²⁰ Pertanto tali imprese potrebbero trovare la logica del *fair value* non così conveniente da giustificare un cambiamento di criterio di valutazione e quindi potrebbero scegliere di continuare ad utilizzare il costo.

3.4.2. Dimensione aziendale

Dal punto di vista dimensionale, l'adozione del *fair value* potrebbe essere più agevole per le imprese di maggiori dimensioni, dotate di apparati organizzativi più sviluppati ed in grado di implementare e gestire con continuità un sistema valutativo di tale complessità, dal momento che l'adozione del *fair value* comporta uno sforzo organizzativo-contabile non sottovalutabile. Ciò in considerazione anche del fatto che per esigenze insite del modello di *business*, tali società devono operare un costante monitoraggio sul valore di mercato dei propri patrimoni. Tale procedura è funzionale alla definizione della strategia aziendale, e conseguentemente all'attività di pianificazione e controllo con riferimento alle diverse tipologie di immobili gestiti (commerciale, residenziale, ecc.), alle diverse aree geografiche di operatività ed ai diversi sottosettori strategici di attività (*trading*, sviluppo, gestione per conto terzi, ecc.). A tal fine le imprese immobiliari sono generalmente dotate di strumenti di controllo analitici per monitorare adeguatamente le vendite e gli acquisti, e sono dotate di procedure di monitoraggio che con cadenza ravvicinata nel tempo inviano dei *feedback* sugli eventuali scostamenti dalla pianificazione effettuata. Perché tali procedure di controllo siano efficaci, è necessario che vengano effettuate in modo specifico per ogni singolo immobile in quanto ogni immobile presenta caratteristiche peculiari.¹²¹ Pertanto all'aumentare del numero degli immobili aumenta la complessità da gestire, ma

¹²⁰ L'attività di monitoraggio dell'apprezzamento del valore di tali investimenti potrebbe peraltro non essere adeguatamente strutturata, in quanto non ha una rilevanza focale nell'ambito dell'attività di impresa.

¹²¹ Cfr. Paoloni P., *Gli investimenti immobiliari nei principi contabili internazionali*, in *Revisione Contabile*, 2006, vol.69, pag. 28.

potrebbero generarsi delle economie di scala tali per cui l'adozione del *fair value* non dovrebbe essere particolarmente problematica.

D'altra parte occorre ricordare che lo IAS 40 richiede l'indicazione dell'informativa al *fair value* anche laddove si utilizzi il criterio del costo, pertanto l'aspetto dimensionale potrebbe perdere rilevanza ai fini della spiegazione della preferenza tra i due criteri. Tuttavia, tenuto conto del fatto che per l'utilizzatore del bilancio, l'informativa nelle note non ha la stessa rilevanza della rilevazione negli schemi contabili,¹²² si potrebbe ipotizzare che tale aspetto abbia comunque un ruolo nella scelta del criterio; pertanto le imprese di maggiori dimensioni, il cui *core business* è incentrato sull'attività di investimento immobiliare, potrebbero investire maggiori risorse al fine di indicare in bilancio un'informazione relativa al valore del proprio patrimonio immobiliare giudicata più rilevante, ottenuta attraverso la misurazione al *fair value*.

Come anche evidenziato in precedenti studi,¹²³ tuttavia, l'aumento della dimensione aziendale genera anche un aumento dei cosiddetti "costi d'agenzia"¹²⁴ che

¹²² Cfr. Quagli A., Avallone F., *Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry*, European Accounting Review, 2010, vol. 19, pagg. 461-493.

¹²³ Quagli A., Avallone F., *Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry*, European Accounting Review, 2010, vol. 19, pagg. 461-493.

¹²⁴ "We define agency costs as the sum of:

- (1) the monitoring expenditures by the principal;
- (2) the bonding expenditures by the agent;
- (3) the residual loss."

Jensen M., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in Journal of Financial Economics, 1976, vol. 3(4), pag. 308.

Ovvero:

- costi di sorveglianza ed incentivazione necessari per orientare il comportamento dell'agente;
- costi di obbligazione che l'agente deve sostenere per assicurare il principale che non adotterà comportamenti opportunistici che lo possano danneggiare;
- perdita residua che è rappresentata dalla differenza tra l'utilità derivante dal comportamento effettivo dell'agente e l'utilità derivante dal comportamento che avrebbe dovuto tenere l'agente.

La relazione tra agente-principale è definita da Michael Jensen e William H. Meckling come "un contratto in base al quale una o più persone (principale) obbliga un'altra persona (agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente". Jensen M., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in Journal of Financial Economics, 1976, vol. 3(4), pag. 308.

Il contratto di agenzia, presenta alcuni rischi, dovuti al comportamento opportunistico delle parti, che tendono a massimizzare la propria utilità. La teoria dell'agenzia presuppone che i

potrebbero essere più contenuti con la scelta del costo storico, in quanto criterio considerato maggiormente affidabile e verificabile.¹²⁵ Infatti, la scelta del *fair value*, seppur considerata più rilevante dal punto di vista informativo, genera fluttuazioni di reddito maggiori rispetto al modello del costo, che potrebbero aumentare il rischio percepito dagli investitori e, di conseguenza, generare un aumento del costo del capitale; inoltre la minore verificabilità del *fair value* potrebbe generare costi legati ad eventuali contestazioni sulle modalità di determinazione del valore degli immobili, soprattutto in caso di scarsa liquidità del mercato immobiliare.

3.4.3. *Redditività ed indebitamento*

Due ulteriori fattori che vengono presi in considerazione in quanto potenzialmente in grado di influenzare la scelta sono l'andamento della redditività ed il grado di indebitamento.

In presenza di un andamento positivo dei prezzi degli immobili,¹²⁶ le imprese potrebbero essere portate ad adottare il *fair value* per migliorare, seppur solo contabilmente, il rapporto di indebitamento, attraverso l'incremento dell'attivo patrimoniale, col fine di ottenere maggiori finanziamenti bancari o migliorare la propria posizione sui mercati finanziari; parimenti potrebbero scegliere di adottare lo stesso comportamento per migliorare gli indici di redditività, attraverso gli effetti della valutazione al *fair value* sul conto economico. Alcune ricerche, condotte in ambito europeo, hanno evidenziato che esiste una relazione positiva tra rivalutazioni e grado di indebitamento,¹²⁷ mentre altre ricerche hanno dimostrato che non esiste una correlazione tra rivalutazioni effettuate in presenza di un elevato grado di indebitamento e miglioramento della posizione nei mercati finanziari.¹²⁸

comportamenti opportunistici dell'agente non siano eliminabili, e che sia quasi impossibile che esso operi unicamente nell'interesse del principale; questo genera dei costi detti "costi di agenzia".

¹²⁵ Cfr. AA.VV., *L'analisi degli effetti sul bilancio dell'introduzione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS*, Rirea, Roma, 2007, pag. 99.

¹²⁶ Un andamento positivo si è effettivamente registrato nei prezzi degli immobili nel periodo dal 2000 al 2004.

¹²⁷ Avallone F., *Le determinanti della fair value option nello IAS 40: il caso delle aziende immobiliari europee*, Revisione Contabile, 2008, vol. 80, pagg. 5-29.

¹²⁸ Tali ricerche sono state condotte nel contesto anglosassone. Cfr. Aboody, D., Barth, M. E., & Kasznik, R., *Revaluations of fixed assets and future firm performance, evidence from the UK*, Journal of Accounting and Economics, 1999, vol. 26, pagg. 149-178.

3.4.4. Tradizioni contabili

Se si ammette l'influenza della tradizione contabile esistente in un Paese nell'ambito della definizione del comportamento contabile delle imprese in esso operanti, allora un altro fattore che potrebbe influenzare la scelta è il sistema socio-economico del Paese di appartenenza. Per tradizione, la dottrina internazionale individua due gruppi di Paesi contraddistinti da differenti caratteristiche nella definizione delle regole contabili di riferimento e nella struttura del sistema economico-finanziario.¹²⁹

Un primo gruppo, definito "continentale" (*code-law countries*), è caratterizzato dalla presenza di un mercato dei capitali poco sviluppato e da un sistema finanziario incentrato sulle banche; le regole contabili sono definite sulla base di un apparato normativo vincolante, incentrato sulla prudenza e talvolta influenzato dalla normativa fiscale.

Un secondo gruppo, definito "anglosassone" (*common-law countries*), si caratterizza per la presenza di un mercato dei capitali molto sviluppato e per lo sviluppo di un sistema di regole contabili legate alla prassi aziendale, statuito da organismi contabili e orientato al mercato.

È plausibile attendersi che i Paesi *common-law* siano più orientati verso il criterio del *fair value*, in quanto presentano caratteristiche strutturali che facilitano l'adozione di una tale valutazione, mentre i cosiddetti Paesi *code-law* abbiano una maggiore propensione per l'utilizzo del costo storico.

¹²⁹ Per approfondimenti sul tema si veda: Nobes C., *Towards a general model of the reasons for differences in financial reporting*, Abacus, vol.34(2), 1998, pagg. 162-187.

CAPITOLO 4

ANALISI EMPIRICA SULL'APPLICAZIONE DELLO IAS 40 NEL SETTORE IMMOBILIARE

4.1. Definizione delle ipotesi

La scelta tra costo storico e *fair value* è uno tra gli argomenti più dibattuti nella letteratura contabile. In questo lavoro di ricerca si vuole cogliere l'occasione fornita dall'adozione dei principi contabili internazionali (IAS/IFRS) nel contesto europeo, per indagare su alcune delle caratteristiche patrimoniali e reddituali delle imprese che adottano il *fair value*, in contrapposizione alle caratteristiche delle imprese che adottano il costo storico, come criterio di valutazione degli investimenti immobiliari, sulla base della facoltà di scelta concessa dallo IAS 40.¹³⁰

In seguito ad indagini sulla tipologia di imprese su cui concentrare lo studio, si è optato per analizzare il contesto delle imprese immobiliari, in quanto tra tutti i settori interessati dal fenomeno, quello immobiliare è senz'altro quello nel quale tali investimenti giocano un ruolo significativo nell'attivo di bilancio. Inoltre, come rilevato in precedenti studi, generalmente il *fair value* non viene utilizzato nella valutazione delle attività non finanziarie e non liquide, ma nell'ambito delle attività materiali le imprese ricorrono al suo utilizzo soprattutto nei contesti in cui la stima affidabile del *fair value* può essere ottenuta a costi relativamente bassi e quando tale valutazione

¹³⁰ Nell'impostazione dei principi contabili internazionali viene consentita la libera scelta tra criterio del costo storico e criterio del *fair value* per la valutazione delle attività immobilizzate non finanziarie, con la precisazione, tuttavia, che per le immobilizzazioni immateriali l'applicazione del *fair value* è subordinata all'esistenza di un mercato attivo (condizione peraltro esistente solo in casi particolari e molto limitati). Nell'ambito degli *standard* che si occupano della valutazione di tali attività, lo IAS 40 (*Investment property*) è l'unico principio che consente l'imputazione diretta a Conto Economico degli esiti della valutazione a *fair value*, mentre lo IAS 16 (*Property, Plant and Equipment*) e lo IAS 38 (*Intangible Assets*) prevedono l'imputazione ad una riserva di patrimonio netto; pertanto nell'ambito dell'applicazione dello IAS 40 la scelta tra i due criteri (costo o *fair value*) implica importanti conseguenze sul risultato d'esercizio. Cfr. Quagli A., Avallone F., *Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry*, *European Accounting Review*, 2010, vol. 19, pag. 466.

contribuisce a comunicare meglio le informazioni sulle *performance* operative aziendali.¹³¹

Tali condizioni di contesto possono essere, appunto, ravvisate nel settore immobiliare, pertanto si è optato per selezionare un campione di imprese immobiliari quotate, appartenenti a quattro paesi europei (Francia, Germania, Svezia e Italia), che nella redazione del bilancio consolidato hanno applicato i principi contabili internazionali per la prima volta nel 2005. Con riferimento a tali imprese, è stata oggetto di indagine la scelta effettuata, in sede di prima applicazione degli IAS/IFRS, del criterio contabile adottato nella valutazione degli investimenti immobiliari, ovvero la scelta tra costo storico e *fair value*. Il principio contabile IAS 40 consente la modifica a posteriori del criterio, incentivando il passaggio dal costo al *fair value*, ma la verifica di tale cambiamento non è stata oggetto di indagine. La motivazione è legata al fatto che la modifica del criterio può verificarsi in periodi diversi per ciascuna impresa e quindi può avvenire in condizioni di contesto dissimili e tra loro non confrontabili; così come non confrontabili sarebbero stati i valori di bilancio utilizzati come indicatori, poiché determinati utilizzando appunto criteri valutativi differenti.

Sulla base della scelta effettuata in sede di prima applicazione degli IAS/IFRS, il campione di imprese è stato diviso in due gruppi con riferimento ai quali, attraverso degli indicatori osservati nei quattro anni precedenti la scelta (periodo 2001-2004), sono state testate le ipotesi di seguito descritte. Ovviamente, nella definizione di tali ipotesi si è tenuto conto delle caratteristiche delle imprese operanti nel settore immobiliare,¹³² delle tradizioni contabili dei paesi considerati, nonché dei contributi della letteratura precedente, al fine di fornire ulteriori evidenze empiriche sulle caratteristiche delle imprese che hanno optato per il *fair value*, rispetto a quelle che hanno optato per il criterio del costo nella valutazione degli investimenti immobiliari.

In particolare, poiché i risultati circa l'influenza del rapporto di indebitamento ai fini della scelta risultano non univoci nelle precedenti ricerche¹³³ e, traendo spunto da

¹³¹ Cfr. H. B. Christensen, V. V. Nikolaev, *Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test?*, Review of Accounting Studies, 2013, vol. 18(3), pag. 737.

¹³² Le caratteristiche delle imprese immobiliari, relativamente alla tipologie di attività svolta, sono state presentate nel paragrafo 3.4.1. di questo lavoro al quale si rinvia per approfondimenti. In sintesi, risultano sottosettori dell'attività immobiliare, l'attività di investimento di immobili a medio lungo termine (che rientra nell'ambito specifico dello IAS 40), l'attività di compravendita, l'attività di sviluppo e quella di erogazione di servizi.

¹³³ Si veda paragrafo 3.3. di questo lavoro.

altri studi condotti in contesti differenti,¹³⁴ si indaga sulla possibilità che utilizzando un indice che esprima la composizione quanti-qualitativa dell'indebitamento, si possa individuare la relazione, se esistente, tra esposizione finanziaria¹³⁵ e utilizzo del *fair value* nel caso considerato.

Precedenti studi¹³⁶ hanno dimostrato che in determinati contesti eventuali comportamenti opportunistici sono inefficaci al fine di ottenere un maggior accesso al capitale di finanziamento, ovvero non si traducono in un incremento della disponibilità di credito o in una riduzione dell'onerosità dei finanziamenti in essere. Ciò avviene in particolare in quei contesti istituzionali dove lo stretto rapporto tra banche e imprese porta le prime a considerare con diffidenza le operazioni di rivalutazione per via dell'utilizzo opportunistico al quale si prestano, disincentivandone l'applicazione laddove non sia effettivamente giustificata da concrete motivazioni di tipo economico. Pertanto si ipotizza l'assenza di comportamenti opportunistici per una serie di motivi: il primo riguarda il fatto che la maggior parte delle imprese del campione operano in contesti istituzionali nei quali il rapporto banca-impresa gioca un ruolo importante (Francia, Germania, Italia); il secondo attiene al fatto che le imprese su cui si indaga svolgono quale attività principale l'attività immobiliare, pertanto la scelta del criterio ha un'importanza rilevante nell'ambito della valorizzazione del *core business* aziendale e si ritiene sia legata ad orientamenti manageriali di medio-lungo periodo volti ad ottenere una rappresentazione efficace ed efficiente, piuttosto che a ragionamenti speculativi di breve periodo; il terzo motivo è relativo al fatto che tale scelta contabile deve essere mantenuta nel tempo.¹³⁷ Inoltre, in un'ottica prudenziale, si teorizza che le imprese scelgano, come primo approccio, il criterio che garantisca la maggiore stabilità, affidabilità e verificabilità possibile (sia da parte degli amministratori della stessa impresa, sia da parte dei terzi finanziatori), quanto più presentano una situazione di

¹³⁴ In particolare si fa riferimento ad uno studio condotto su imprese tedesche non quotate da Szczesny e Valentincic nel 2013, in quale ha posto in evidenza la relazione tra il rispetto delle condizioni contrattualmente definite e la decisione degli istituti finanziari di concedere e/o rinnovare il credito: cfr. Szczesny A. & Valentincic A., *Asset Write-offs in Private Firms – The Case of German SMEs*, *Journal of Business Finance & Accounting*, 2013, vol. 40(3) & (4), pagg. 285–317.

¹³⁵ In particolare quelle con un maggior indebitamento finanziario sul totale delle fonti.

¹³⁶ Cfr. Cotter J., *Asset Revaluations and Debt Contracting*, *Abacus*, Vol. 35(3), 1999, pagg. 268-285.

¹³⁷ Il principio contabile IAS 40 consente la possibilità di cambiare il criterio di valutazione scelto solo se adeguatamente giustificata e la ritiene opportuna solo nel passaggio dal costo al *fair value*, e non viceversa.

indebitamento finanziario importante, e quindi scelgono di continuare ad utilizzare il criterio del costo che già conoscono e che non genera nel Conto Economico le imprevedibili variazioni che potrebbe creare l'adozione del *fair value*. Per la considerazione sistemica di tali argomentazioni si ipotizza una relazione negativa tra scelta del *fair value* ed esposizione finanziaria.

H1: le imprese che presentano un maggiore indebitamento finanziario, sia a lungo sia a breve termine, presentano una minore probabilità di scegliere il *fair value*.

Come emerso in precedenti ricerche, si potrebbe pensare che in presenza di un andamento positivo dei prezzi degli immobili,¹³⁸ le imprese potrebbero essere portate ad adottare il *fair value* per migliorare, seppur contabilmente, il rapporto di indebitamento, al fine di rinforzare la propria solidità patrimoniale, aspetto che potrebbe migliorare la propria posizione nei mercati dei capitali e nella raccolta di finanziamenti.

Tuttavia, poiché lo IAS 40 richiede che la scelta tra costo storico e *fair value* venga effettuata *ex ante* (al momento della prima applicazione degli IAS/IFRS),¹³⁹ si ipotizza che questo costituisca un limite al manifestarsi di azioni opportunistiche future (*earnings management*). Pertanto, in coerenza con l'ipotesi precedente, si ipotizza una relazione inversa tra grado di indebitamento e scelta del *fair value*.

H2: le imprese con un rapporto di indebitamento più elevato, presentano una minore probabilità di scegliere il *fair value*.

Da un punto di vista generalizzato, si potrebbe pensare che le imprese con dei bassi andamenti degli indici di redditività, potrebbero adottare un comportamento opportunistico per migliorare tali indici attraverso gli effetti prodotti dalla valutazione al *fair value* sul conto economico, ovvero l'eliminazione degli ammortamenti e

¹³⁸ Un andamento positivo si è effettivamente registrato nei prezzi degli immobili nel periodo dal 2000 al 2004.

¹³⁹ Il principio contabile IAS 40 richiede che la scelta del criterio di valutazione venga effettuata in sede di prima applicazione dei principi contabili IAS/IFRS e venga mantenuta costante nel tempo; la modifica del criterio *ex post* è possibile, ma lo IAS 40 incentiva il passaggio dal costo al *fair value*, se adeguatamente giustificato, mentre non ritiene opportuno il cambiamento dal *fair value* al costo in un'ottica di miglioramento dell'informativa contabile.

l'incremento dei componenti positivi in caso di incremento del valore degli immobili oggetto di investimento.

Tuttavia, in un'ottica di lungo periodo quale è quella della scelta del criterio di valutazione in questione, i manager dovrebbero essere portati a scegliere il trattamento contabile che meglio risponda alla necessità di comunicare al mercato le informazioni che valorizzino il patrimonio immobiliare aziendale e che siano utili per gli interlocutori, e quindi la soluzione contabile che massimizza la comunicazione del valore prodotto dall'attività d'impresa nel tempo in un'ottica di efficienza ed efficacia.

Tale ragionamento acquista ancor maggior valenza quando l'attività principale svolta dall'impresa immobiliare è quella di investimento a medio lungo termine e quindi la stessa è realmente interessata a scegliere il criterio contabile più adeguato alle esigenze del proprio *business*.

Pertanto un basso indice di redditività potrebbe essere un segnale del fatto che il valore prodotto dall'apprezzamento del capitale immobiliare nel tempo non venga adeguatamente valorizzato in bilancio, e quindi un fattore che potrebbe spingere le imprese ad adottare maggiormente il *fair value*, rispetto alle imprese con indici di redditività adeguati.

H3: le imprese con una minore redditività pregressa, presentano una maggiore probabilità di scegliere il *fair value*

Premesso che lo IAS 40 impone di indicare l'informativa al *fair value* nelle note al bilancio anche nel caso in cui si opti per il criterio del costo, si potrebbe pensare che l'aspetto dimensionale perda efficacia nello spiegare il fenomeno, ma tenuto conto del fatto che l'informativa nelle note non ha lo stesso impatto informativo dell'inserire il dato negli schemi di bilancio, dal punto di vista delle dimensioni aziendali, si potrebbe pensare che l'adozione del *fair value* possa essere più agevole per le imprese di maggiori dimensioni, dotate di apparati organizzativi più sviluppati ed in grado di implementare e gestire con continuità un sistema valutativo di tale complessità.

Tuttavia l'aumento della dimensione aziendale genera anche un aumento dei cosiddetti "costi d'agenzia"¹⁴⁰ che potrebbero essere più contenuti con la scelta del

La relazione tra agente-principale è definita da Michael Jensen e William H. Meckling come "un contratto in base al quale una o più persone (principale) obbliga un'altra persona (agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente". Il

costo storico, in quanto criterio considerato maggiormente affidabile e verificabile. Infatti, la scelta del *fair value*, seppur considerata più rilevante dal punto di vista informativo, genera fluttuazioni di reddito maggiori rispetto al modello del costo che potrebbero aumentare il rischio percepito dagli investitori e, di conseguenza, generare un aumento del costo del capitale; inoltre la minore verificabilità del *fair value* potrebbe generare costi legati ad eventuali contestazioni, soprattutto in caso di scarsa liquidità del mercato immobiliare.

H4: le imprese di maggiori dimensioni presentano una minore probabilità di scegliere il *fair value*

4.2. Campione indagato

Al fine di testare empiricamente le ipotesi indicate, è stata estratta dal *database AMADEUS*, una popolazione di imprese quotate, esistenti nel 2015, operanti nel settore immobiliare, appartenenti a quattro paesi europei: Francia, Germania, Italia e Svezia. Tra i paesi europei che dal 2005 sono sottoposti all'obbligo di adozione degli IAS/IFRS per la redazione del bilancio consolidato, sono stati selezionati i quattro paesi citati sulla base della copresenza di tre condizioni: la prima è che tali paesi fossero già stati analizzati dalla letteratura precedente, al fine di confrontare i risultati ottenuti in

contratto di agenzia, presenta alcuni rischi, dovuti al comportamento opportunistico delle parti, che tendono a massimizzare la propria utilità. La teoria dell'agenzia presuppone che i comportamenti opportunistici dell'agente non siano eliminabili, e che sia quasi impossibile che esso operi unicamente nell'interesse del principale; questo genera dei costi detti "costi di agenzia".

Ovvero:

- "costi di sorveglianza ed incentivazione necessari per orientare il comportamento dell'agente;
- costi di obbligazione che l'agente deve sostenere per assicurare il principale che non adotterà comportamenti opportunistici che lo possano danneggiare;
- perdita residua che è rappresentata dalla differenza tra l'utilità derivante dal comportamento effettivo dell'agente e l'utilità derivante dal comportamento che avrebbe dovuto tenere l'agente."

Jensen M., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3(4), pag. 308.

precedenza con quelli del presente lavoro;¹⁴¹ la seconda riguarda il fatto che le imprese in essi operanti abbiano, come comune contesto di partenza, l'obbligo di adozione del costo storico quale criterio di valutazione delle immobilizzazioni materiali nel periodo pre-adozione IAS/IFRS, in base a quanto previsto dai rispettivi principi contabili nazionali, condizione che consente di eliminare preconsolidate influenze valutative;¹⁴² una volta verificata queste condizioni, sono stati selezionati i primi quattro paesi europei che detengono il maggior numero di imprese immobiliari.

In sintesi, nel campione sono state incluse società quotate non finanziarie di grandi dimensioni, aventi come attività principale quella immobiliare, che redigono il bilancio consolidato e quindi applicano i principi contabili internazionali IAS/IFRS a partire dall'anno 2005.

Con riferimento a tali imprese sono state fornite direttamente dai tecnici del *database* AMADEUS,¹⁴³ informazioni di carattere economico-patrimoniale relative agli esercizi 2001-2004 (periodo pre-adozione degli IAS/IFRS); inoltre, per ogni impresa, è stata raccolta manualmente, attraverso la lettura degli schemi di bilancio e delle relative note, l'informazione sulla scelta contabile operata per la valutazione degli investimenti immobiliari (costo storico o *fair value*) nell'anno 2005, primo anno di adozione

¹⁴¹ Tali paesi (Francia, Germania, Italia e Svezia) sono stati già considerati in precedenti studi sulla base della rilevante capitalizzazione borsistica. Cfr. Avallone F., *Le determinanti della fair value option nello IAS 40: il caso delle aziende immobiliari europee*, Revisione Contabile, 2008, vol. 80, pagg. 14-15.

¹⁴² L'adozione della valutazione al *fair value* rappresenta una novità per molti paesi europei. In particolare, per quanto riguarda i paesi considerati, i relativi principi contabili nazionali permettono unicamente l'utilizzo del criterio del costo per la valutazione degli investimenti immobiliari, con qualche eccezione: in Italia la rivalutazione delle immobilizzazioni, con contropartita una riserva di patrimonio netto, è consentita solo se sancita da un'apposita legge speciale; in Francia le rivalutazioni a patrimonio netto sono consentite solo se interessano tutte le attività immobilizzate e le attività finanziarie a lungo termine; in Germania non è consentito alcun tipo di rivalutazione; in Svezia i principi nazionali consentono una rivalutazione delle immobilizzazioni con contropartita il patrimonio netto, se il *fair value* di tali immobilizzazioni supera il valore del costo in modo permanente, significativo e attendibile. Cfr. Quagli A., Avallone F., *Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry*, *European Accounting Review*, 2010, vol. 19, pag. 467.

¹⁴³ Poiché i *database* mettono a disposizione degli utenti solo i dati relativi agli ultimi dieci anni, è stato necessario richiedere ai tecnici della banca dati AMADEUS un'estrazione personalizzata dai loro archivi relativamente ai dati di interesse già calcolati in forma di indici per ogni annualità relativa al periodo 2001-2004.

obbligatoria degli IAS/IFRS. Sono state reperite inoltre alcune informazioni qualitative come il sottosettore immobiliare di operatività.

Di seguito si presenta il dettaglio della composizione della popolazione di riferimento e del relativo campione.

Tabella 1: Composizione della popolazione e del campione

Paese	Popolazione		Campione	
	n. imprese settore immobiliare	% sul totale	n. imprese settore immobiliare	% sul totale
Germania	41	39,81%	13	25,49%
Francia	35	33,98%	24	47,06%
Svezia	17	16,50%	8	15,69%
Italia	10	9,71%	6	11,76%
Totale	103	100,00%	51	100,00%

Partendo dalla popolazione scelta come riferimento, composta da 103 imprese, il campione finale risulta composto da 51 imprese, in quanto nel processo che ha condotto alla sua determinazione sono sorte diverse difficoltà, le quali vengono di seguito esplicitate:

- incompletezza dei dati forniti dalla banca dati Amadeus (31 imprese), ovvero incompletezza dei valori del *database*, riferiti alle variabili di interesse, fornito direttamente dalla banca dati, in quanto il periodo di interesse (2001-2004) non risultava essere liberamente consultabile sul sito internet;
- indisponibilità sui siti internet delle imprese dei bilanci consolidati nell'anno 2005, o nella prima annualità successiva disponibile, che non ha reso possibile la verifica della scelta contabile effettuata (12 imprese);
- indisponibilità del sito internet dell'impresa che ha creato il medesimo ostacolo del punto precedente (5 imprese);
- assenza nell'attivo di bilancio di investimenti immobiliari (4 imprese).¹⁴⁴

¹⁴⁴ Tale criticità è legata al fatto che la gamma di attività che vengono classificate come immobiliari, non è confinata alla sola attività di investimento di immobili a medio lungo termine, ma include anche l'attività di sviluppo e compravendita di immobili, e l'attività di erogazione di servizi connessi agli immobili, le quali non rientrano nell'ambito di applicazione dello IAS 40; tuttavia, anche se le imprese non svolgono quale attività principale quella di investimento a medio-lungo termine, possono

Pertanto, al termine del processo di raccolta dell'informazione relativa alla scelta contabile effettivamente operata al momento della prima applicazione degli IAS/IFRS (tra costo o *fair value*), la numerosità del campione risulta essere dimezzata; tale aspetto rappresenta sicuramente il principale limite dell'analisi empirica.

Inoltre, come emerge dalla composizione del campione, dall'originaria prevalenza delle imprese tedesche sul totale della popolazione originaria, si è passati alla prevalenza di quelle francesi, mentre il rapporto sul totale della popolazione relativo alle imprese svedesi e italiane si è mantenuto maggiormente stabile nel passaggio dalla popolazione al campione.

4.3. Variabili considerate e metodologia impiegata

Dopo aver definito il campione, occorre esplicitare le principali variabili adottate come modelli di riferimento (*proxy*) per verificare le ipotesi effettuate. Tali variabili sono costituite da grandezze degli schemi di bilancio, considerate sottoforma di indici¹⁴⁵ o in forma di logaritmo.¹⁴⁶ Sono state selezionate tenendo conto della letteratura precedente, delle ipotesi effettuate e sono state fornite direttamente dalla banca dati Amadeus.¹⁴⁷ Per la determinazione del valore medio di tali variabili, così come per le altre variabili di seguito indicate, si è partiti dai dati puntuali che si avevano a

ovviamente svolgere anche tale tipologia di attività quale attività integrativa e quindi detenere nell'attivo di bilancio la voce "investimenti immobiliari". Per approfondimenti sulle tipologie di attività che vengono classificate come attività immobiliari si veda il paragrafo 3.4.1. di questo lavoro.

¹⁴⁵ Per maggiori approfondimenti sugli indici di bilancio si vedano: Spano A., *Lineamenti di analisi di bilancio*, Giuffrè Editore, Milano, 2002; Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *Indici di bilancio: strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè Editore, Milano, 2003; Ferrero G., Dezzani F., Pisoni P., Puddu L., *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè Editore, Milano, 2006; Pavan A., *L'amministrazione economica delle aziende : organizzazione e gestione; contabilità generale, bilancio e controllo nelle imprese; associazioni non profit ed enti pubblici*, Giuffrè Editore, Milano, 2008, pag. 545 e ss.; Melis G. (a cura di), *Strumenti per il controllo economico e finanziario delle imprese*, Giuffrè Editore, Milano, 2013.

¹⁴⁶ Nello specifico è stato necessario considerare il totale dell'attivo di bilancio sottoforma di logaritmo naturale in modo da rendere le osservazioni confrontabili tra loro.

¹⁴⁷ Come già anticipato in precedenza, i dati sono stati forniti già calcolati sottoforma di indici dalla banca dati AMADEUS, attraverso un'estrazione personalizzata dagli archivi non più disponibili sul sito, in quanto riferiti ad un periodo precedente i dieci anni solitamente concessi a disposizione degli utenti.

disposizione per ogni impresa, relativi a ciascuno dei quattro anni considerati (2001-2004), con riferimento ai quali è stata calcolata la media aritmetica.

Esse vengono di seguito descritte.

L'esposizione finanziaria è intesa come rapporto tra totale debiti finanziari (sia a breve sia a lungo termine)¹⁴⁸ ed il totale delle fonti.

$$EF = \text{Debiti finanziari} / (\text{Capitale di terzi} + \text{Patrimonio Netto})$$

Il rapporto di indebitamento viene definito come rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio.

$$RI = \text{Capitale di terzi} / \text{Patrimonio Netto}$$

La variabile con la quale si è scelto di cogliere l'effetto legato alla redditività è l'indice ROA (*Return On Asset*), calcolato come rapporto tra il reddito ante imposte ed il totale attivo.¹⁴⁹

$$ROA = \text{Risultato netto ante imposte} / \text{Totale Attivo}$$

L'aspetto legato alla dimensione è stato colto mediante il logaritmo naturale del totale attivo.

$$DIM = \ln(\text{Totale Attivo})$$

¹⁴⁸ Sono pertanto inclusi i debiti verso gli istituti di credito e altri operatori che svolgono attività finanziaria e i prestiti obbligazionari, mentre sono esclusi gli accantonamenti, i debiti commerciali e le altre passività non finanziarie.

¹⁴⁹ Il ROA indica la capacità dell'impresa di ottenere un flusso di reddito dallo svolgimento della propria attività con le risorse a disposizione. La stessa variabile è stata utilizzata in altri studi condotti sulle rivalutazioni, anche se sotto ipotesi differenti e calcolata escludendo i componenti straordinari. Cfr. Barlev B., Fried D., Haddad J. R., Livnat J., *Reevaluation of revaluations: A cross-country examination of the motives and effects on future performance*, Journal of Business Finance & Accounting, 2007, vol. 34 (7-8), pag. 1036 e segg. Cfr. Piras F., Mura A., *Le rivalutazioni da leggi speciali: l'evidenza empirica nei bilanci delle imprese italiane*, in Rivista Dei Dottori Commercialisti, 2015, fasc. 1, pag. 38 e segg.

Nella tavola seguente vengono riassunte le ipotesi effettuate, affiancate dalle variabili appena descritte, e viene esplicitato il relativo segno atteso.

Tavola 1 : Ipotesi, variabili scelte e relazioni attese

Ipotesi	Variabili scelte	Relazioni attese
Minore propensione al <i>fair value</i> per imprese con maggiori livelli di esposizione finanziaria	$EF = \frac{\text{Debiti finanziari}}{(\text{Capitale di terzi} + \text{Patrimonio Netto})}$	Inversa : + EF - F.V.
Minore propensione al <i>fair value</i> per imprese con maggiori livelli di indebitamento	$RI = \frac{\text{Capitale di terzi}}{\text{Patrimonio Netto}}$	Inversa: + RI - F.V.
Maggiore propensione al <i>fair value</i> per imprese con minori livelli di ROA	$ROA = \frac{\text{Risultato netto ante imposte}}{\text{Totale Attivo}}$	Inversa: - ROA + F.V.
Minore propensione al <i>fair value</i> per imprese con maggiori dimensioni	$DIM = \ln(\text{Totale Attivo})$	Inversa: + DIM - F.V.

Dal punto di vista metodologico, come primo approccio è stata effettuata un'analisi descrittiva dei dati suddividendo il campione in due gruppi sulla base della scelta contabile effettuata (costo o *fair value*), analizzando i valori medi delle quattro variabili di interesse, ed effettuando un'analisi anche per paese di appartenenza e per macrosettore di attività.

Successivamente, attraverso l'elaborazione di un'analisi univariata condotta tramite il *test t*, si è proceduto a testare dal punto di vista statistico la significatività delle differenze riscontrate tra le medie calcolate per i due gruppi (costo – *fair value*), con riferimento ai valori delle variabili di interesse osservati nei quattro anni oggetto di indagine (periodo 2001-2004).

In un secondo momento, si è realizzata un'analisi multivariata, considerando congiuntamente tutte le variabili di interesse e aggiungendo quali variabili di controllo la variabile macrosettore di attività e la variabile paese.

In primis è stata indagata la correlazione tra le variabili, e successivamente, è stata effettuata una regressione. Per tale analisi risulta opportuno utilizzare un modello di regressione binaria *logit*, in quanto la variabile dipendente è una variabile dicotomica (costo o *fair value*), al fine di indagare se le variabili esplicative sono in grado di influenzare la probabilità che si verifichi una determinata scelta. Inoltre, poiché le

ridotte dimensioni del campione potrebbero generare distorsioni nel stimare il fenomeno, è stata effettuata una regressione riducendo il numero delle variabili.

Di seguito viene specificato il modello di regressione da stimare, applicato ad una matrice di dati *cross-sectional*, nel quale, per ogni impresa, l'osservazione della scelta del criterio viene incrociata con i valori medi, calcolati su 4 anni, delle variabili esplicative.

$$\text{FAIRV}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{EF}_{it} + \beta_2 \text{RI}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{DIM}_{it} + \beta_5 \text{PAESE}_{it} + \beta_6 \text{SETT}_{it} + \mathcal{E}_{it}$$

Dove:

- FAIRV_{it} è la variabile dipendente che esprime la scelta contabile effettuata, osservata nell'anno 2005 per ogni impresa del campione, rappresentata da una *dummy* che assume valore "1" se l'impresa ha optato per il *fair value*, e valore "0" nel caso in cui utilizzi il costo per la valutazione dei propri investimenti immobiliari;

variabili di interesse considerate per valori medi calcolati nel periodo 2001-2004:

- $\text{EF}_{it} = \text{Debiti finanziari} / (\text{Capitale di terzi} + \text{Patrimonio Netto})$;
- $\text{RI}_{it} = \text{Capitale di terzi} / \text{Patrimonio Netto}$;
- $\text{ROA}_{it} = \text{Risultato netto ante imposte} / \text{Totale Attivo}$;
- $\text{DIM}_{it} = \ln(\text{Totale Attivo})$;

variabili di controllo:

- PAESE è rappresentata da una *dummy* che assume valore 0 se l'impresa appartiene ai cosiddetti "paesi continentali" (*code-law countries*) e valore 1 nel caso in cui faccia parte di un paese di influenza "anglosassone" (*common-law countries*) secondo quanto stabilito dalla letteratura;¹⁵⁰
- SETT è rappresentata da una *dummy* che assume valore 1 se l'impresa svolge come attività primaria quella di investimento a medio lungo termine e valore 0 nel caso svolga le restanti tipologie di attività (compravendita, sviluppo, servizi): il dato è stato inserito in base alla classificazione NACE del *database* Amadeus.

¹⁵⁰ Nobes C., *Towards a general model of the reasons for the differences in financial reporting*, Abacus, 1998, vol. 34 (2), pagg. 162-187.

Attraverso tale modello si vuole testare l'influenza delle variabili indipendenti sulla variabile dipendente rappresentata dalle scelta contabile, per indagare se essa possa essere spiegata attraverso il grado di esposizione finanziaria, di indebitamento, di redditività e se possa essere influenzata dalla dimensione aziendale.

Si sono utilizzate come variabili di controllo la variabile "settore" e la variabile "paese", costruite in modo che rappresentassero condizioni significative per il fenomeno analizzato. In particolare la strutturazione sottoforma di *dummy* della variabile paese è legata al fatto che si ipotizza l'influenza, nella scelta tra costo e *fair value*, delle tradizioni contabili presenti nel paese di appartenenza. Infatti i Paesi cosiddetti continentali, caratterizzati da un sistema giuridico di *civil law*, sono quelli nei quali la regolamentazione è di origine tipicamente giuridica, quindi di tipo prescrittivo e fortemente vincolante; si ritiene, quindi, che tali paesi rappresentati nel campione da Italia, Francia e Germania, siano più orientati al mantenimento del criterio del costo storico. Per contro, i Paesi di derivazione anglosassone, nel campione rappresentati dalla Svezia, sono caratterizzati da un sistema giuridico di *common law*, nei quali la legge fornisce un quadro di tipo generale che viene integrato attraverso la prassi; nel caso specifico del bilancio d'esercizio, attraverso i principi contabili generalmente accettati.¹⁵¹ Si ritiene che tali paesi possano essere più propensi all'adozione del *fair value*.

Con riferimento alla *dummy* di controllo del macrosettore di attività svolta, la scelta si spiega col fatto che, tra le imprese che detengono investimenti immobiliari, si ipotizza una maggiore tendenza nell'adozione del *fair value* in quelle che svolgono, come attività principale, l'attività immobiliare di investimento a medio lungo termine,¹⁵² così come hanno già evidenziato precedenti ricerche.¹⁵³

¹⁵¹ Cfr. Savioli G., *Il bilancio di esercizio secondo i principi contabili nazionali e internazionali*, Giuffrè Editore, Milano, 2004, pagg. 44-45; Nobes C., *Towards a general model of the reasons for the differences in financial reporting*, Abacus, 1998, vol. 34 (2), pagg. 162-187; Arce M., Mora A., *Empirical evidence of the effect of European accounting differences on the stock market valuation of earnings and book value*, The European Accounting Review, 2002, vol. 11 (3), pagg. 573-599.

¹⁵² Come già prospettato note precedenti, si ricorda che viene inquadrata come attività immobiliare non solo quella di detenzione di immobili sottoforma di investimento a lungo termine, ma anche l'attività di sviluppo, di compravendita e quella di servizi. Per maggiori approfondimenti si rinvia al paragrafo 3.4.1. del presente lavoro.

¹⁵³ Cfr. H. B. Christensen, V. V. Nikolaev, *Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test?*, Review of Accounting Studies, 2013, vol. 18(3), pag. 737; Avallone F., *Le*

4.4. Risultati ottenuti

In questo paragrafo vengono presentati i risultati ottenuti attraverso l'analisi del campione osservato. Verrà inizialmente proposta un'analisi descrittiva, seguita da un'analisi univariata e da una multivariata.

4.4.1. Analisi descrittiva

La seguente tabella espone un'analisi descrittiva dei risultati emersi nell'ambito della scelta tra i due criteri di valutazione oggetto di indagine.

Tabella 2 : Scelta del criterio di valutazione nelle imprese del campione al momento della prima adozione degli IAS/IFRS

Fair value	%	Costo	%	TOT
DE 5	15,15%	DE 8	44,44%	13
FR 17	51,52%	FR 7	38,89%	24
SE 8	24,24%	SE 0	0,00%	8
IT 3	9,09%	IT 3	16,67%	6
TOT 33	100,00%	TOT 18	100,00%	51
64,71%		35,29%		100,00%

Come emerge dai dati, circa il 65% delle imprese del campione ha optato per il criterio del *fair value* nella valutazione degli investimenti immobiliari, mentre il restante 35% circa ha optato per il criterio del costo. Circa il 52% delle imprese che hanno scelto il *fair value* sono francesi, mentre delle imprese che hanno optato per il criterio del costo, circa il 39% sono francesi ed il 44% circa sono tedesche.

determinanti della fair value option nello IAS 40: il caso delle aziende immobiliari europee, Revisione Contabile, 2008, vol. 80, pagg. 5-29.

Come emerge dalla precedente tabella 1, il campione è composto in maggioranza da imprese francesi (47,06 %), pertanto il comportamento delle imprese francesi ha determinato in maniera predominante l'orientamento dell'intero campione; tuttavia anche supponendo di non tener conto di tali imprese, la preferenza ricade comunque sul criterio del *fair value*.

Emerge inoltre come la totalità delle imprese svedesi abbia optato per il criterio del *fair value*, facendo emergere la differenza di comportamento tra paesi di influenza "continentale" e paesi di influenza "anglosassone".

La seguente tabella esprime in modo più evidente la suddetta tendenza.

Tabella 3: Comportamento nella scelta riferito a ciascun Paese

Paese	n. imprese campione	n. imprese "Fair Value"	n. imprese "Costo"	% imprese "Fair V." per Paese	% imprese "Costo" per Paese
Germania	13	5	8	38,46%	61,54%
Francia	24	17	7	70,83%	29,17%
Svezia	8	8	0	100,00%	0,00%
Italia	6	3	3	50,00%	50,00%
TOT.	51	33	18	64,71%	35,29%

La maggioranza di imprese tedesche del campione ha optato per il criterio del costo (62% circa), le imprese francesi hanno optato in maggioranza per il *fair value* (71% circa), le imprese svedesi hanno optato totalmente per il *fair value*, infine le imprese italiane del campione hanno optato per il *fair value* al 50%.

Si evidenzia ora la composizione del campione dal punto di vista del macrosettore di attività immobiliare svolta.

Tabella 4: Macrosettore di attività immobiliare

Macrosettore NACE	Frequenza	Percentuale	n.aziende "Fair V."	n.aziende "Costo"	% "F.V." di settore
Investimenti a m.l.t.	35	68,63%	26	9	74,29%
Compravendita e sviluppo	10	19,61%	5	5	50,00%
Servizi	6	11,76%	2	4	33,33%
Totale	51	100,00%	33	18	

La colonna "Frequenza" rappresenta il numero di imprese operanti nel macrosettore di inquadramento, secondo la codifica NACE utilizzata nel database AMADEUS. La colonna "Percentuale" indica il peso di ciascun macrosettore, espresso in percentuale, sul totale delle imprese immobiliari del campione. La colonna "n.aziende Fair V.", indica la frequenza delle imprese operanti nel macrosettore di appartenenza che hanno optato per il *fair value*. La colonna "n.aziende Costo", indica la frequenza delle imprese operanti nel macrosettore di appartenenza che hanno optato per il costo. L'ultima colonna "% F.V. di settore", esprime in percentuale, il peso delle imprese che hanno optato per il *fair value* sul totale di settore.

La maggioranza delle imprese del campione (69% circa) svolge quale attività prevalente quella di investimento a medio lungo termine di immobili, la quale rientra nell'ambito di applicazione dello IAS 40.¹⁵⁴ Di tali imprese, il 74% circa ha scelto il criterio del *fair value* per la valorizzazione dei propri investimenti immobiliari, pertanto, almeno apparentemente, vi è una netta preferenza per tale criterio per le imprese che svolgono quale attività principale quella di investimento a medio - lungo termine.

Le imprese operanti negli altri due macrosettori ("Compravendita e sviluppo", "Servizi"), che comunque possiedono investimenti immobiliari, hanno una preferenza per il *fair value* rispettivamente inferiore (33% circa) e uguale al 50%, pertanto non così marcata come le imprese che fanno del proprio *core business* l'attività di investimento immobiliare a medio - lungo termine.

Nella seguente tabella 5 vengono riportate alcune informazioni di tipo descrittivo, relative alle variabili di maggiore interesse, prima per l'intero campione e poi separatamente per le imprese che hanno optato per il *fair value* e per le imprese che hanno optato per il costo.

¹⁵⁴ Per maggiori approfondimenti circa le tipologie di attività che possono essere svolte da un'impresa immobiliare si rinvia al capitolo 3, par. 4.1. di questo lavoro.

Tabella 5: Statistica descrittiva delle variabili di interesse (media valori anni 2001-2004)

Intero campione					
Variabile	Media	Errore Standard	Min	Mediana	Max
EF	0,3715	0,0339	0,0000	0,4000	0,9425
RI	2,5956	0,5674	0,0000	1,2178	21,5385
ROA	-0,0021	0,0141	-0,4442	0,0191	0,1513
DIM	11,8329	0,3144	5,5403	11,9833	15,6754
Fair value					
Variabile	Media	Errore Standard	Min	Mediana	Max
EF	0,3710	0,0437	0,0000	0,4025	0,9425
RI	2,4933	0,6076	0,0000	1,3822	16,6314
ROA	-0,1670	0,0205	-0,4442	0,0165	0,1314
DIM	11,4359	0,4017	5,5403	11,3590	15,6754
Costo					
Variabile	Media	Errore Standard	Min	Mediana	Max
EF	0,3725	0,0549	0,0300	0,3500	0,7725
RI	2,7832	1,1857	0,0454	1,1975	21,5385
ROA	0,0246	0,0120	-0,0735	0,0217	0,1513
DIM	12,5608	0,4675	9,1710	13,1847	15,3440
EF esprime l'esposizione finanziaria calcolata come rapporto tra il totale debiti finanziari (sia a breve sia a lungo termine, sia verso istituti di credito, sia rappresentati da obbligazioni, esclusi accantonamenti, debiti commerciali e altri debiti non di finanziamento) e il totale delle fonti. RI è il rapporto di indebitamento, calcolato come rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. ROA è il rapporto tra il reddito ante imposte e il totale attivo. DIM è il logaritmo naturale del totale attivo. I valori medi si riferiscono al quadriennio 2001-2004.					

Dal punto di vista descrittivo i dati medi sembrano confermare le ipotesi prospettate. Infatti, le imprese che scelgono il criterio del *fair value*, rispetto a quelle che optano per il criterio del costo, presentano, in media, una minor esposizione finanziaria (EF) sul totale delle fonti (anche se la differenza risulta marginale), presentano un minor rapporto di indebitamento (RI), una minore redditività sugli investimenti (ROA) e una minore dimensione aziendale (DIM).

4.4.2. Analisi univariata

Al fine di verificare se le differenze riscontrate siano realmente rilevanti ed abbiano o meno significatività statistica, sulle variabili di interesse vengono sviluppati

alcuni test di ipotesi, utilizzando la metodologia del *t test*, al fine di verificare che la differenza tra medie sia statisticamente diversa da zero.¹⁵⁵

Tabella 6: Test t per differenza tra medie (media valori anni 2001-2004)

Variabile	Media	H _a : Diff. < 0	H _a : Diff ≠ 0	H _a : Diff. > 0
EF				
Costo	0,3725	Pr(T < t) = 0,5083	Pr(T > t) = 0,9834	Pr(T > t) = 0,4917
Fair value	0,3710			
Diff.	0,0015			
RI				
Costo	2,7832	Pr(T < t) = 0,5853	Pr(T > t) = 0,8294	Pr(T > t) = 0,4147
Fair value	2,4933			
Diff.	0,2899			
ROA				
Costo	0,0246	Pr(T < t) = 0,9556	Pr(T > t) = 0,0887*	Pr(T > t) = 0,0444**
Fair value	-0,0167			
Diff.	0,0413			
DIM				
Costo	12,5608	Pr(T < t) = 0,9563	Pr(T > t) = 0,0873*	Pr(T > t) = 0,0437**
Fair value	11,4359			
Diff.	1,1249			
* Significatività al 10%; ** significatività al 5%.				
EF esprime l'esposizione finanziaria calcolata come rapporto tra il totale debiti finanziari (sia a breve sia a lungo termine, sia verso istituti di credito, sia rappresentati da obbligazioni, esclusi accantonamenti, debiti commerciali e altri debiti non di finanziamento) e il totale delle fonti. RI è il rapporto di indebitamento, calcolato come rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. ROA è il rapporto tra il reddito ante imposte e il totale attivo. DIM è il logaritmo naturale del totale attivo. I valori medi si riferiscono al quadriennio 2001-2004.				

¹⁵⁵ Tale metodologia implica la definizione di una specifica ipotesi cosiddetta “ipotesi nulla”, a partire dalla quale si costruisce una “statistica test” con distribuzione *t* di Student, la quale è nota quando l’ipotesi nulla viene assunta come valida. Successivamente si stabilisce se il valore campionario della statistica test può, con un certo grado di ragionevolezza, rappresentare un’ estrazione da questa distribuzione; se la risposta è negativa, è improbabile che l’ipotesi nulla sia valida. Pertanto se l’ipotesi nulla non è valida, lo dovrà essere l’ipotesi alternativa. La strategia che viene abitualmente seguita è quella di rifiutare l’ipotesi nulla, nella situazione in cui l’ipotesi nulla risulti valida. Tale scelta viene compiuta quanto la probabilità di osservare un valore campionario della statistica test, uguale o maggiore della statistica *t*, è più piccola di un livello di significatività solitamente fissato al 5%; ciò significa ottenere valori assoluti di *t* campionario molto elevati. Per maggiori approfondimenti si veda Verbeek M., *Econometria*, Zanichelli editore, Bologna, 2006, pagg. 20-22.

I test *t* mostrano che la differenza tra medie, sia nel caso dell'esposizione finanziaria (EF) sia del rapporto di indebitamento (RI), non è statisticamente significativa.

I test condotti sull'indice di redditività (ROA) e sulla variabile dimensionale (DIM) esprimono, invece, che la differenza tra medie è dovuta al caso con una probabilità inferiore al 10%, e che tale differenza sia maggiore di zero con una probabilità che ciò sia dovuto al caso, minore del 5%. In altri termini, da un punto di vista statistico risulta significativo ($0,05 < p\text{-value} < 0,10$) che le imprese che scelgono il *fair value* presentano un minore indice di redditività ed una minore dimensione aziendale, rispetto a quelle che scelgono il costo.

La seguente tavola riassume il contesto emerso alla luce delle analisi condotte con il *test t*.

Tavola 2 : Risultati analisi univariata

Ipotesi	Variabili	Risultati (test t)
Minore propensione al <i>fair value</i> per imprese con maggiori livelli di esposizione finanziaria	$EF = \text{Debiti finanziari} / (\text{Capitale di terzi} + \text{Patrimonio Netto})$	Non significativa
Minore propensione al <i>fair value</i> per imprese con maggiori livelli di indebitamento	$RI = \text{Capitale di terzi} / \text{Patrimonio Netto}$	Non significativa
Maggiore propensione al <i>fair value</i> per imprese con minori livelli di ROA	$ROA = \text{Risultato netto ante imposte} / \text{Totale Attivo}$	Significativa*
Minore propensione al <i>fair value</i> per imprese con maggiori dimensioni	$DIM = \ln(\text{Totale Attivo})$	Significativa*
* $0,05 < p\text{-value} < 0,10$		

4.4.3. Analisi multivariata

Prima di eseguire la regressione con il modello *logit*, si analizza il grado di correlazione tra le variabili. La seguente tabella mostra la matrice dei coefficienti di correlazione del Pearson relativa alle variabili considerate nel modello, con esplicitata la relativa significatività.

Tabella 7: Coefficienti di correlazione del Pearson calcolati sui valori medi delle variabili riferiti al periodo 2001-2004

	FAIRV	EF	ROA	RI	DIM	PAESE	SETT
FAIRV	1,0000						
EF	-0,0029 0,9838	1,0000					
ROA	-0,1977 0,1644	0,1356 0,3428	1,0000				
RI	-0,0345 0,8099	0,6215* 0,0000	-0,0578 0,6868	1,0000			
DIM	-0,2418** 0,0873	0,3587* 0,0097	0,3817* 0,0057	0,2353** 0,0964	1,0000		
PAESE	0,3186* 0,0227	0,1899 0,1820	-0,0816 0,5691	0,0095 0,9473	-0,0545 0,7042	1,0000	
SETT	0,2965* 0,0346	0,0951 0,5069	0,0093 0,9486	-0,0207 0,8855	-0,1516 0,2884	0,2916* 0,0379	1,0000
Significatività al 10% **; significatività al 5% *							
EF esprime l'esposizione finanziaria calcolata come rapporto tra il totale debiti finanziari (sia a breve sia a lungo termine, sia verso istituti di credito, sia rappresentati da obbligazioni, esclusi accantonamenti, debiti commerciali e altri debiti non di finanziamento) e il totale delle fonti. RI è il rapporto di indebitamento, calcolato come rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. ROA è il rapporto tra il reddito ante imposte e il totale attivo. DIM è il logaritmo naturale del totale attivo. I valori medi si riferiscono al quadriennio 2001-2004.							

Nel caso di interesse, si può notare come la variabile che esprime la scelta tra costo e *fair value* (FAIRV) presenta una correlazione¹⁵⁶ con la variabile dimensionale (significatività inferiore al 10%), ed una correlazione con le variabili di controllo

¹⁵⁶ La relazione di correlazione indica in che modo due variabili variano insieme, ovvero se tra di esse esiste una relazione, la quale però non è condizione sufficiente perché ci sia un rapporto direzionale o causale.

relative al paese ed al settore di attività, in entrambi i casi con una significatività maggiore (inferiore al 5%). Non emerge invece una correlazione statisticamente significativa con l'indice di redditività, con il grado di esposizione finanziaria ed il rapporto di indebitamento.¹⁵⁷

Con riferimento alla correlazione tra le variabili esplicative, rilevante al fine dell'individuazione di eventuale presenza di multicollinearità,¹⁵⁸ si segnala la correlazione tra l'esposizione finanziaria ed il rapporto di indebitamento, statisticamente significativa, che è naturale attendersi, ed una correlazione della variabile relativa alla dimensione con le altre variabili di interesse (EF, ROA, RI), con una significatività statistica maggiore per esposizione finanziaria e indice di redditività (inferiore al 5%). Si tratta di correlazioni legate alle modalità di costruzione degli indici. Infine è presente una correlazione, statisticamente significativa, tra le variabili di controllo "paese" e "settore", probabilmente dovuta al fatto che tutte le imprese svedesi hanno optato per il *fair value* e tutte svolgono come attività prevalente quella di investimento a medio lungo termine. Pertanto tra alcune variabile esiste una certo grado di correlazione, ma non sembrerebbe esistere un livello di multicollinearità definibile come problematico.

L'analisi del modello *logit* è stata svolta mediante l'ausilio di un *software* statistico. Essa è stata condotta inizialmente sull'intero campione di 51 imprese, tuttavia in tal caso il *software* ha individuato la perfetta capacità predittiva della variabile di controllo "paese", in quanto le otto imprese svedesi del campione considerate di influenza anglosassone (valore variabile indipendente *dummy* = 1) hanno tutte optato per il *fair value* (valore variabile indipendente *dummy* = 1), e in modo automatico ha eliminato tali osservazioni.

Pertanto la tabella seguente mostra il modello *logit* applicato ad un sottocampione di 43 imprese.

¹⁵⁷ E' possibile che la non significatività statistica possa essere legata alla scarsa numerosità del campione.

¹⁵⁸ La multicollinearità è un fenomeno che si verifica quando una variabile è il prodotto della combinazione lineare di altre variabili, il che significa che le informazioni in essa contenute sono in realtà già presenti nel *data set* attraverso le altre variabili. Ciò ovviamente crea problemi nella stima nel modello. Per maggiori approfondimenti si veda Stock J. H., Watson M. M., *Introduzione all'econometria*, Pearson Italia, Milano, 2012, pag. 153 e segg.

Tabella 8: Modello *logit* su un sottocampione di 43 imprese (dati medi periodo 2001-2004)

Logistic regression					Number of obs = 43	
Log likelihood = -25,895544					LR chi2(5) = 6,67	
					Prob > chi2 = 0,2460	
					Pseudo R2 = 0,1142	
FAIRV	Coef.	Std. Err.	z	P> z	(95% Conf. Interval)	
EF	0,9397	2,1934	0,43	0,668	-3,3592	5,2386
ROA	-6,6234	5,4822	-1,21	0,227	-17,3682	4,1214
RI	-0,0485	0,1018	-0,48	0,634	-0,2480	0,1510
DIM	-0,1961	0,1901	-1,03	0,302	-0,5686	0,1764
SETT	1,0473	0,7205	1,45	0,146	-0,3649	2,4595
_cons	1,8845	2,1849	0,86	0,388	-2,3978	6,1668

EF esprime l'esposizione finanziaria calcolata come rapporto tra il totale debiti finanziari (sia a breve sia a lungo termine, sia verso istituti di credito, sia rappresentati da obbligazioni, esclusi accantonamenti, debiti commerciali e altri debiti non di finanziamento) e il totale delle fonti. RI è il rapporto di indebitamento, calcolato come rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. ROA è il rapporto tra il reddito ante imposte e il totale attivo. DIM è il logaritmo naturale del totale attivo. I valori medi si riferiscono al quadriennio 2001-2004. SETT è la variabile che assume valore "1" quando il macrosettore di attività è quello degli investimenti a medio lungo termine, valore "0" negli altri casi (compravendita e sviluppo, servizi). La variabile PAESE risulta omessa per la sua assoluta capacità predittiva.

Come si può osservare, nessuna delle variabili considerate risulta significativa, nemmeno la variabile ROA e quella relativa alla dimensione, che erano risultate significative nella precedente analisi univariata. Anche se le variabili non risultano significative, si osserva che i segni sono coerenti con le ipotesi effettuate ad eccezione della variabile che misura l'esposizione finanziaria, il cui segno lascerebbe intendere una relazione positiva con la scelta del *fair value*, lasciando spazio ad un ragionamento di tipo opportunistico nella scelta, che tuttavia perde di rilevanza data la non significatività della variabile.

Se si esclude la variabile paese, in quanto seppur rilevante crea problemi interpretativi, si può applicare il modello alla totalità delle imprese del campione.

Tabella 9: Modello *logit* sull'intero campione di 51 imprese, escludendo la variabile "PAESE" (dati medi periodo 2001-2004)

Logistic regression					Number of obs = 51	
Log likelihood = -28,431908					LR chi2(5) = 9,36	
					Prob > chi2 = 0,0956	
					Pseudo R2 = 0,1413	
FAIRV	Coef.	Std. Err.	z	P> z	(95% Conf. Interval)	
EF	2,0097	2,0126	1,00	0,318	-1,9348	5,9543
ROA	-5,9828	5,1960	-1,15	0,250	-16,1668	4,2011
RI	-0,0741	0,0982	-0,76	0,450	-0,2665	0,1183
DIM	-0,2060	0,1835	-1,12	0,262	-0,5656	0,1536
SETT	1,4601	0,7030	2,08	0,038*	0,0822	2,8379
_cons	1,6322	2,1563	0,76	0,449	-2,5941	5,8584
*Significatività al 5%						
EF esprime l'esposizione finanziaria calcolata come rapporto tra il totale debiti finanziari (sia a breve sia a lungo termine, sia verso istituti di credito, sia rappresentati da obbligazioni, esclusi accantonamenti, debiti commerciali e altri debiti non di finanziamento) e il totale delle fonti. RI è il rapporto di indebitamento, calcolato come rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. ROA è il rapporto tra il reddito ante imposte e il totale attivo. DIM è il logaritmo naturale del totale attivo. I valori medi si riferiscono al quadriennio 2001-2004. SETT è la variabile che assume valore "1" quando il macrosettore di attività è quello degli investimenti a medio lungo termine, valore "0" negli altri casi (compravendita e sviluppo, servizi).						

In questo caso il modello migliora, seppur lievemente, (pseudo R2 passa dall'11% del modello precedente al 14%) e la variabile "SETTORE" diventa significativa (p-value < 0,05), mentre tutte le altre variabili restano statisticamente non significative.

Poiché la scarsa numerosità del campione può rappresentare un limite all'efficacia del modello, si esegue di seguito un'ulteriore regressione limitando il numero di variabili a tre: esposizione finanziaria, dimensione e settore.

Tabella 10: Modello *logit* sull'intero campione di 51 imprese, escludendo la variabile "PAESE", "ROA", "RI" (dati medi periodo 2001-2004)

Logistic regression					Number of obs = 51
Log likelihood = -29,363214					LR chi2(5) = 7,50
					Prob > chi2 = 0,0576
					Pseudo R2 = 0,1132
FAIRV	Coef.	Std. Err.	z	P> z	(95% Conf. Interval)
EF	1,2842	1,5654	0,82	0,412	-1,7839 4,3523
DIM	-0,2883	0,1738	-1,66	0,097**	-0,6289 0,0523
SETT	1,2774	0,6601	1,94	0,053*	-0,0163 2,5711
_cons	2,7712	2,0160	1,37	0,169	-1,1802 6,7226
*Significatività al 5%, **significatività al 10%					
EF esprime l'esposizione finanziaria calcolata come rapporto tra il totale debiti finanziari (sia a breve sia a lungo termine, sia verso istituti di credito, sia rappresentati da obbligazioni, esclusi accantonamenti, debiti commerciali e altri debiti non di finanziamento) e il totale delle fonti. DIM è il logaritmo naturale del totale attivo. I valori medi si riferiscono al quadriennio 2001-2004. SETT è la variabile che assume valore "1" quando il macrosettore di attività è quello degli investimenti a medio lungo termine, valore "0" negli altri casi (compravendita e sviluppo, servizi).					

La capacità predittiva del modello si attesta sempre intorno all'11%, ma assume una maggiore significatività la variabile "dimensione" (p-value < 0,10) rispetto al modello precedente, e resta significativa la variabile "settore" (p-value = 0,05), mentre la variabile "esposizione finanziaria" non risulta statisticamente significativa.

Con riferimento alle ipotesi effettuate, quindi, risulta confermata solo quella relativa alla dimensione aziendale, col relativo segno ipotizzato, ovvero, le imprese che scelgono il *fair value* hanno, in media, minori dimensioni aziendali, in termini di totale attivo, rispetto a quelle che optano per il criterio del costo, mentre si conferma la non significatività dell'esposizione finanziaria che sembra non influenzare la scelta del criterio contabile di valutazione degli investimenti immobiliari.

Delle variabili di controllo, oltre alla assoluta capacità predittiva della variabile paese, tale per cui tutte le imprese di influenza "anglosassone" del campione, cioè quelle svedesi, hanno interamente optato per il *fair value*, si conferma anche la significatività della variabile settore, in relazione alla quale le imprese che optano per il *fair value* svolgono in maggioranza quale attività principale quella di investimento a medio lungo termine di immobili, rispetto alle imprese che optano per il criterio del costo.

4.5. Sintesi dei risultati ottenuti

Nell'ambito della scelta tra costo e *fair value* nel settore immobiliare, relativamente al campione di imprese analizzato ha prevalso la scelta del *fair value*. Sul piano delle variabili che potrebbero aver influenzato tale scelta, si presenta di seguito un'analisi dei risultati ottenuti con le relative implicazioni economico-aziendali.

Con riferimento alla prima ipotesi (le imprese che scelgono il *fair value* presentano una minore esposizione finanziaria sul totale delle fonti, rispetto alle imprese che scelgono il costo), è emerso che, anche se sul piano dell'analisi descrittiva dei dati esiste un'evidenza in media che confermerebbe l'ipotesi prospettata, l'analisi univariata e quella multivariata, segnalano la non influenza della variabile esposizione finanziaria sulla scelta del criterio contabile; lo stesso andamento dell'analisi si è verificato per la seconda ipotesi, relativa all'incidenza del rapporto di indebitamento, che parimenti si è rivelata una variabile non significativa.¹⁵⁹ Da tale evidenza si potrebbe trarre la conclusione che ragionamenti di tipo opportunistico non siano presenti nell'ambito del fenomeno analizzato, ma che piuttosto la scelta sia stata determinata da esigenze strettamente legate alla valorizzazione del *core business* dell'attività svolta in un'ottica di lungo periodo. A conferma di tale ragionamento, dall'analisi è emersa la significatività della variabile di controllo relativa al settore di attività, che confermando i risultati ottenuti in precedenti studi,¹⁶⁰ segnala una relazione positiva tra scelta del *fair value* e attività di investimento a medio lungo termine. Si conferma anche la

¹⁵⁹ Lo stesso risultato viene confermato da precedenti studi (cfr. Quagli A., Avallone F., *Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry*, *European Accounting Review*, 2010, vol. 19, pagg. 461-493) e contrasta con altri studi condotti sulle rivalutazioni discrezionali dell'attivo immobilizzato, ambientati nel contesto britannico ed australiano dai quali è emersa una relazione positiva tra rivalutazioni e accesso al capitale di debito (cfr. Brown, P., Izan, H. Y., & Loh, A. L., *Fixed asset revaluations and managerial incentives*, *Abacus*, 1992, vol. 28, pagg. 36-57; Cotter, J., & Zimmer, I., *Asset revaluations and assessment of borrowing capacity*, *Abacus*, 1995, vol.31, pagg. 136-151; Whittred, G., & Chan, Y. K., *Asset revaluations and the mitigation of underinvestment*, *Abacus*, 1992, vol.28(1), pagg. 58-74), e con altri studi condotti sulle immobilizzazioni immateriali in ambito europeo dai quali è emersa una relazione positiva tra scelta del *fair value* e rapporto di indebitamento (cfr. Christensen H. B., Nikolaev V. V., *Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test?*, *Review of Accounting Studies*, 2013, vol. 18, pagg. 734-775).

¹⁶⁰ Cfr. Avallone F., *Le determinanti della fair value option nello IAS 40: il caso delle aziende immobiliari europee*, *Revisione Contabile*, 2008, vol. 80, pagg. 5-29; Quagli A., Avallone F., *Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry*, *European Accounting Review*, 2010, vol. 19, pagg. 461-493.

significatività della variabile di controllo “Paese” che esprime la differenza di orientamento tra paesi “continentali” e paesi “anglosassoni”, segnalando la relazione positiva tra scelta del *fair value* e tradizione anglosassone.

Con riferimento alla terza ipotesi (le imprese che scelgono il *fair value* presentano una minore redditività pregressa), si pone in evidenza che anche se la sua validità viene confermata nell’analisi univariata, la variabile ROA perde significatività nell’analisi multivariata (anche se conferma il segno negativo). Pertanto anche tale variabile sembra non influenzare la scelta.

Infine risulta confermata anche nell’analisi multivariata la significatività della variabile “Dimensione” (anche se tale risultato è stato ottenuto riducendo il numero di variabili utilizzate nel modello, con un p-value del 10%), con il segno prospettato nell’ipotesi, ovvero che le imprese che adottano il *fair value* presentano una minore dimensione aziendale in termini di totale attivo rispetto alle imprese che scelgono il costo. Anche se tale evidenza può risultare contro intuitiva, in realtà può essere spiegata dal fatto che all’aumentare delle dimensioni cresce anche la complessità delle relazioni tra l’impresa e i terzi interlocutori (incrementano i cosiddetti “costi contrattuali”); l’utilizzo di un criterio dotato di maggiore affidabilità e stabilità come il costo rende un po’ più semplici da gestire tali relazioni con gli *stakeholder*.

In sintesi da tale lavoro di ricerca emerge la predilezione per il criterio del *fair value* nell’ambito della valutazione degli investimenti immobiliari da parte delle imprese del settore immobiliare, la cui scelta sembrerebbe essere influenzata da dimensione aziendale, settore d’attività e orientamenti contabili del paese di appartenenza, mentre non sembra essere influenzata da esposizione finanziaria, indebitamento e redditività.

I risultati ottenuti, tuttavia, non sono generalizzabili, sia per la ridotta numerosità del campione analizzato, sia per il fatto che l’analisi si concentra sul solo settore immobiliare.

Considerazioni conclusive

Il lavoro di tesi è stato condotto attraverso un percorso logico che parte dalla trattazione della tematica dell'adozione dei principi contabili internazionali nell'Unione Europea. Più in particolare, nell'ambito di tale tematica, il lavoro si incentra sul dibattito ancora aperto nella letteratura contabile riguardante la scelta tra costo storico e *fair value* quale criterio preferibile di valutazione. Per indagare su tale argomento, si è concentrata l'attenzione sul principio contabile IAS 40. Tale principio si occupa delle modalità di contabilizzazione, valutazione e rappresentazione in bilancio degli investimenti immobiliari, ovvero quegli immobili detenuti per l'apprezzamento del loro valore nel tempo e/o per la riscossione di canoni di locazione. La sua peculiarità è quella di consentire la libera scelta del criterio di valutazione tra costo storico e *fair value*, e nel caso di scelta del *fair value* prevede l'imputazione a Conto Economico delle relative variazioni di valore.

Dopo aver effettuato un'analisi delle caratteristiche del principio contabile, il filo conduttore del ragionamento effettuato ha condotto verso l'analisi dei due citati criteri (costo e *fair value*), cercando di spiegarne le caratteristiche e di porre in evidenza pregi e difetti di entrambi. Da tale analisi è emerso che l'orientamento predominante dell'organismo internazionale di statuizione ed emanazione dei principi contabili IAS/IFRS, ovvero lo IASB, è quello di favorire una sempre maggiore diffusione del *fair value* per la valutazione delle poste di bilancio; in particolare, attraverso l'affiancamento del *mark-to-model-fair value* al *mark-to-market-fair value* nelle modalità di determinazione del "valore equo", è possibile effettuare la valutazione delle poste di bilancio sulla base di tale valore anche in assenza di evidenze tratte da un mercato attivo per beni identici o simili (mercati non liquidi). Infatti, in caso di inesistenza o irreperibilità degli *input* rappresentati dalle evidenze di mercato, è possibile utilizzare *input* determinati dal redattore di bilancio con tecniche più o meno complesse che implicano l'utilizzo di informazioni specifiche dell'impresa, in una sorta di "modellizzazione personalizzata" del *fair value*. Tuttavia è anche emerso che le percezioni di investitori e analisti circa l'affidabilità di tale modalità di determinazione del *fair value* conducono a preferire l'adozione del costo storico nella valutazione delle immobilizzazioni strumentali, in quanto dotato del requisito della verificabilità.

Successivamente si è effettuata un'analisi della letteratura esistente sulla tematica dello IAS 40, dalla quale è emerso che nel contesto degli investimenti immobiliari esiste una preferenza per il *fair value* quando tale adozione non si dimostra

eccessivamente onerosa e comporta evidenti miglioramenti nella significatività dell'informazione. Dal punto di vista delle analisi condotte da precedenti studi sulle determinanti della scelta del *fair value*, sono emerse posizioni non univoche sui fattori determinanti, come anche sulla più generale tematica delle rivalutazioni dell'attivo immobilizzato. Pertanto, dopo aver effettuato una breve analisi delle caratteristiche delle imprese immobiliari che potrebbero aver influenzato la scelta, sono state formulate le relative ipotesi, testate attraverso un'indagine empirica su un campione di imprese immobiliari quotate che redigono il bilancio consolidato, appartenenti a quattro Paesi europei (Francia, Germania, Svezia e Italia), al fine di fornire evidenze empiriche aggiuntive su un fenomeno controverso.

In particolare si è indagato sulle determinanti della scelta in sede di prima applicazione dei principi contabili internazionali, avvenuta per i bilanci consolidati nel 2005, analizzando la media dei dati relativi alle variabili di interesse nel periodo immediatamente precedente la scelta (anni dal 2001 al 2004), al fine di verificare se la stessa scelta sia stata influenzata da fattori quali l'esposizione finanziaria, il rapporto di indebitamento, la redditività sugli investimenti e la dimensione aziendale in termini di attivo di bilancio; quali variabili di controllo si sono inserite la variabile "settore" e la variabile "Paese". I risultati dell'analisi dimostrano che l'esposizione finanziaria, il rapporto di indebitamento e la redditività sugli investimenti non sono fattori che hanno influenzato la scelta. Tale risultato può lasciar intendere che il ragionamento alla base di tale scelta, effettuato dalle imprese del campione, prescinde da ragionamenti collaterali riguardanti la situazione finanziaria e la redditività, ma è orientato prevalentemente all'adeguata valorizzazione del patrimonio immobiliare aziendale attraverso il criterio ritenuto più adatto.

E' emersa, invece, la significatività della variabile "dimensione", ovvero il fatto che le imprese che scelgono il *fair value* hanno una minore dimensione aziendale rispetto alle imprese del campione che hanno scelto il costo. Tale aspetto può essere coerente con il fatto che al crescere della dimensione aziendale aumenta la complessità della gestione; ciò si traduce anche in un incremento dei cosiddetti "costi d'agenzia", i quali possono essere maggiormente contenuti attraverso l'adozione del criterio del costo, considerato più affidabile e maggiormente verificabile. In un'ottica di valutazione "costi-benefici", pertanto, le imprese tenderanno a rinunciare ai vantaggi ottenibili in termini di maggiore significatività dell'informazione generati dall'adozione del *fair value*.

Inoltre, come ci si attendeva, le variabili di controllo hanno rilevato una relazione positiva tra adozione del *fair value* e attività di investimento di immobili a medio lungo termine, ed una relazione positiva anche con l'unico Paese di influenza contabile "anglosassone" del campione, la Svezia.

In conclusione, questo lavoro potrebbe fornire un contributo agli organismi contabili di regolamentazione nell'ambito della futura scelta di adottare o meno un criterio contabile univoco nella valutazione degli investimenti immobiliari, fornendo evidenze a favore del fatto che la scelta del *fair value* non sembra guidata da particolari logiche opportunistiche.

Bibliografia

AA.VV., *Il bilancio d'esercizio ed i principi contabili internazionali*, Gruppo Euroconference Editore, Verona, 2003.

AA.VV., *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2008.

AA.VV., *L'analisi degli effetti sul bilancio dell'introduzione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS*, Rirea, Roma, 2007.

Aboody, D., Barth, M. E., & Kasznik, R., *Revaluations of fixed assets and future firm performance, evidence from the UK*, in *Journal of Accounting and Economics*, 1999, vol. 26, pagg. 149–178.

Amaduzzi A., *Dal costo al fair value. Il nuovo approccio IASB*, Franco Angeli, Milano, 2009.

Arce M., Mora A., *Empirical evidence of the effect of European accounting differences on the stock market valuation of earnings and book value*, in *The European Accounting Review*, 2002, vol. 11 (3), pagg. 573–599.

Avallone F., *Le determinanti della fair value option nello IAS 40: il caso delle aziende immobiliari europee*, in *Revisione Contabile*, 2008, vol. 80, pagg. 5-29.

Barlev B., Fried D., Haddad J. R., Livnat J., *Reevaluation of revaluations: A cross-country examination of the motives and effects on future performance*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, 2007, vol. 34(7-8), pagg. 1025-1050.

Barth M. E., Beaver W. H., Landsman W. R., *The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view*, in *Journal of Accounting and Economics*, 2001, vol. 31, pagg. 77–104.

Barth M. E. & Clinch G., *Revalued financial, tangible and intangible assets: association with share price and non-market-based value estimates*, in *Journal of Accounting Research*, 1998, vol. 36 (supp.), pagg. 199-233.

Brown, P., Izan, H. Y., & Loh, A. L., *Fixed asset revaluations and managerial incentives*, in *Abacus*, 1992, vol. 28, pagg. 36–57.

Christensen H. B., Nikolaev V. V., *Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test?*, in *Review of Accounting Studies*, 2013, vol. 18, pagg. 734-775.

Cotter J., *Asset Revaluations and Debt Contracting*, in *Abacus*, vol. 35(3), 1999, pagg. 268-285.

Cotter, J., & Zimmer, I., *Asset revaluations and assessment of borrowing capacity*, in *Abacus*, 1995, vol.31, pagg. 136–151.

Danbolt, J., & Rees, W., *An experiment in fair value accounting: UK investment vehicles*, in *European Accounting Review*, 2008, vol.17, pagg. 271–303.

Devalle, A., Rizzato, F., *Fair value application and disclosure of investment properties (IAS 40): An empirical analysis of European listed companies*, in *GSTF Business Review (GBR)*, 2011, vol. 1(1), pagg. 8-15.

Dezzani F., Biancone P. P., Busso D. (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano, 2010.

Gassen J., Schwedler K., *Attitudes towards Fair Value and Other Measurement Concepts: An Evaluation of their Decision-usefulness*, in *ASCG*, 2008, pagg. 1-65.

Giussani A., *Introduzione ai principi contabili internazionali*, Giuffrè Editore, Milano, 2009.

Herrmann, D., Saudagaran, S. M., & Thomas, W. B., *The quality of fair value measures for property, plant, and equipment*, in *Accounting Forum*, 2006, 30(1), pagg. 43–59.

Jensen M., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3(4), pagg. 305-360.

Johnson, L. T., *Relevance and reliability*, in *The FASB Report*, 2005.

Melis G. (a cura di), *Strumenti per il controllo economico e finanziario delle imprese*, Giuffrè Editore, Milano, 2013.

Nobes C., *Towards a general model of the reasons for the differences in financial reporting*, in *Abacus*, 1998, vol. 34 (2), pagg. 162-187.

OIC, *Guida operativa per la transizione ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS)*, Giuffrè Editore, Milano, 2005.

Onida P., *Il bilancio d'esercizio nelle imprese: significato economico del bilancio, problemi di valutazione*, 4a ed., A. Giuffrè, Milano, 1951.

Onida P., *La logica e il sistema delle rilevazioni quantitative d'azienda*, 2a ed., A. Giuffrè, Milano, 1970.

Paoloni P., *Gli investimenti immobiliari nei principi contabili internazionali*, in *Revisione Contabile*, 2006, vol.69, pagg. 22-36.

Pavan A., *L'amministrazione economica delle aziende : organizzazione e gestione; contabilità generale, bilancio e controllo nelle imprese; associazioni non profit ed enti pubblici*, Giuffrè Editore, Milano, 2008.

Piras F., Mura A., *Le rivalutazioni da leggi speciali: l'evidenza empirica nei bilanci delle imprese italiane*, in *Rivista Dei Dottori Commercialisti*, 2015, fasc. 1, pagg. 27-55.

Pizzo M., *Il "fair value" nel bilancio d'esercizio*, CEDAM, Padova, 2000.

Pizzo M. (a cura di), *L'adozione degli IAS/IFRS in Italia-Fair Value*, Giappichelli Editore, Torino, 2006.

Quagli A., Avallone F., *Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry*, in *European Accounting Review*, 2010, vol. 19, pagg. 461-493.

Savioli G., *Il bilancio di esercizio secondo i principi contabili nazionali e internazionali*, Giuffrè Editore, Milano, 2004.

Savioli G., *I principi contabili internazionali*, Giuffrè Editore, Milano, 2008.

Standish, P. E. M. & Ung, S.-I., *Corporate signaling, asset revaluations and the stock prices of British companies*, in *The Accounting Review*, 1982, vol. 57(4), pagg. 701–715.

Szczesny A. & Valentincic A., *Asset Write-offs in Private Firms – The Case of German SMEs*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, 2013, vol. 40(3) & (4), pagg. 285–317.

Verbeek M., *Econometria*, Zanichelli editore, Bologna, 2006.

Whittred G. & Chan Y. K., *Asset revaluations and the mitigation of underinvestment*, in *Abacus*, 1992, vol.28(1), pagg. 58–74.

Sitografia

Decreto Legge 24 giugno 2014, n. 91 (in G.U. 24/06/2014, n. 144), in <http://www.normattiva.it>

Decreto Legislativo 18 agosto 2015, n. 139 (in G.U. 04/09/2015, n. 205), in <http://www.normattiva.it>

Decreto Legislativo 28 febbraio 2005, n. 38, Esercizio delle opzioni previste dall'articolo 5 del regolamento (CE) n. 1606/2002 in materia di principi contabili internazionali, (GU n.66 del 21-3-2005), in <http://www.normattiva.it>

Il Sole 24 Ore, Focus norme e tributi del 23 settembre 2015, *Il nuovo volto dei bilanci*, in www.ilsole24ore.com/focus.

IASB, *Conceptual Framework Exposure Draft and Comment letters*, 2015, in www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Conceptual-Framework/Pages/Conceptual-Framework-Exposure-Draft-and-Comment-letters.aspx

IASB, *Conceptual Framework for Financial Reporting*, 2010, in <http://www.ifrs.org>.

International Accounting Standard Board (IASB), IAS 16, in <http://eur-lex.europa.eu>.

International Accounting Standard Board (IASB), IAS 17, in <http://eur-lex.europa.eu>.

International Accounting Standard Board (IASB), IAS 18, in <http://eur-lex.europa.eu>.

International Accounting Standard Board (IASB), IAS 36, in <http://eur-lex.europa.eu>.

International Accounting Standard Board (IASB), IAS 38, in <http://eur-lex.europa.eu>.

International Accounting Standard Board (IASB), *IAS 40 – Investment property*, www.revisorionline.it e www.iasplus.com.

International Accounting Standard Board (IASB), IFRS 13, in <http://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs13>.

Regolamento (Ce) N. 1126/2008 Della Commissione del 3 novembre 2008, che adotta taluni principi contabili internazionali conformemente al regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, in <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1454151153857&uri=CELEX:32008R1126>.

Regolamento (Ue) N. 1255/2012 Della Commissione dell'11 dicembre 2012 che modifica il regolamento (CE) n. 1126/2008, che adotta taluni principi contabili internazionali conformemente al regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio (IFRS 13 - *Fair Value Measurement*), in <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1454150670480&uri=CELEX:32012R1255>.

Regolamento (Ue) N. 1361/2014 Della Commissione del 18 dicembre 2014, che modifica il regolamento (CE) n. 1126/2008 che adotta taluni principi contabili internazionali conformemente al regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio (IAS 40 - *Investment property*), in <http://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/?qid=1454151332279&uri=CELEX:32014R1361http://eur-lex.europa.eu>.