

**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II**



**DIPARTIMENTO  
ECONOMIA, MANAGEMENT, ISTITUZIONI**

**CORSO DI DOTTORATO DI RICERCA IN MANAGEMENT  
XXIX CICLO**

**TESI DI DOTTORATO DI RICERCA**

**“EARNINGS MANAGEMENT ED ELEZIONI.  
EVIDENZE EMPIRICHE NELLE AZIENDE PARTECIPATE DAI  
COMUNI ITALIANI”**

**COORDINATORE**

Ch.ma Prof.ssa Cristina MELE

**CANDIDATA**

Margherita SMARRA

**TUTOR**

Ch.mo Prof. Francesco CAPALBO

A.A. 2016/2017

*A papà, mamma, Anna e Mario*

## INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	5
---------------------------	---

### **CAPITOLO PRIMO**

#### **NASCITA ED EVOLUZIONE DELLE SOCIETÀ PARTECIPATE DAGLI ENTI LOCALI**

1.1. I servizi pubblici locali.....	11
1.2. L'evoluzione delle forme di gestione dei servizi pubblici: la nascita delle società a partecipazione pubblica.....	13
1.3. L'arcipelago delle società partecipate in Italia.....	19
1.3.1. <i>Le partecipate dai Comuni Italiani</i> .....	22
1.4. Il processo di razionalizzazione delle partecipate pubbliche.....	23
1.5. I rapporti finanziari tra l'ente locale e gli organismi partecipati.....	26
1.5.1. <i>La ricapitalizzazione del capitale sociale per perdite</i> .....	29
1.5.2. <i>Il fondo vincolato alle perdite della partecipata</i> .....	31
1.5.3. <i>La conciliazione contabile</i> .....	31
1.5.4. <i>Il bilancio consolidato</i> .....	33
1.6. Il regime normativo afferente la nomina ed il compenso degli amministratori.....	34
1.7. Le società partecipate alla luce del Testo Unico in materia di società a partecipazione pubblica (d.gls 175/2016).....	35

### **CAPITOLO SECONDO**

#### **EARNINGS MANAGEMENT E PROPRIETÀ PUBBLICA**

2.1 Premessa.....	41
2.2 Il ruolo della discrezionalità nella redazione del bilancio.....	41
2.3 Il fenomeno dell'earnings management: fondamenti teorici e definizione.....	45
2.4 Le aree del bilancio soggette ad earnings management.....	48
2.5 Le principali tecniche di manipolazioni dei dati contabili.....	51
2.6 I metodi per la misurazione dell'earnings management.....	53
2.6.1 <i>I metodi statistici</i> .....	53

2.6.2	<i>I metodi contabili</i> .....	57
2.7	Le ragioni alla base di possibili relazioni tra natura pubblica della proprietà e earnings management.....	60
2.8	Evidenze empiriche della relazione tra natura pubblica della proprietà ed earnings management	64

### **CAPITOLO TERZO**

#### ***IL RISCHIO DI MANIPOLAZIONE DEI BILANCI NEI PERIODI PRE-ELETTORALI. EVIDENZE EMPIRICHE NELLE SOCIETA' A PARTECIPAZIONE COMUNALE***

3.1	Introduzione.....	72
3.2	Review della letteratura ed obiettivo della ricerca.....	74
3.3	Metodologia della Ricerca.....	75
	3.3.1 <i>Selezione del campione e raccolta dei dati</i> .....	76
	3.3.2 <i>I modelli statistici per la verifica dell'ipotesi</i> .....	78
	<b>CONCLUSIONI</b> .....	92
	<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	95

## INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni il fenomeno delle società partecipate dalle amministrazioni pubbliche italiane si è notevolmente diffuso favorendo lo sviluppo di un'ampia produzione scientifica. Tuttavia, nella stragrande maggioranza dei casi, la letteratura esistente offre studi con profilo giuridico, incentrati, il più delle volte, sul tema della natura, pubblica o privata, di queste società e sulle conseguenti implicazioni in termini di giurisdizione o responsabilità degli amministratori [Perulli e Mingarelli 2008; Astegiano 2015]. A questi si aggiungono pubblicazioni che, fino alla recente approvazione del Testo Unico di cui al D.lgs 175/2016, volta per volta, hanno provato a regolamentare il fenomeno [Padovani 2004; Nico 2015].

Ridottissima è stata, invece, la produzione di profilo aziendalistico e quasi nulla quella finalizzata ad indagare l'attitudine delle società a partecipazione pubblica a porre in essere politiche di manipolazione delle grandezze contabili. Eppure, nelle società partecipate dalle pubbliche amministrazioni, ed in particolare in quelle partecipate dagli enti locali e territoriali, indipendentemente dal fattore dimensionale o dalla forma di finanziamento prescelta, esiste sempre una endemica separazione tra proprietà e governo e quindi esiste sempre un numero significativo di soggetti legittimamente interessati alla performance ed allo stato di salute aziendale nonché alla valutazione della performance degli amministratori, che non hanno altro strumento conoscitivo al di fuori del bilancio. Tanto rende queste società sempre e comunque, indipendentemente dalla dimensione e dalla forma di finanziamento, delle «*reporting entities*», ovvero delle entità rispetto alle quali esistono «*dependent users*», il che vale a dire soggetti esterni interessati alle

sorti dell'azienda ma che dispongono solo del bilancio per essere informati<sup>1</sup>. Ne consegue che l'attenzione attorno al bilancio civilistico di queste società è di gran lunga più elevata di quella che, di norma, è suscitata in analoghe realtà dimensionali dove, la sostanziale identità tra proprietà e management tende a privare il bilancio di gran parte della sua funzione informativa riducendolo spesso ad un adempimento rivolto innanzitutto alla Amministrazione tributaria.

Come dimostrato dalla precedente letteratura, la rappresentazione di buoni risultati da parte delle società a partecipazione pubblica può essere interpretata come segno di efficienza e di eccellente performance da parte dei politici in carica [Chen *et al.* 2008] e può influenzare le opinioni degli elettori [Besley e Case 1995; Brender e Drazen 2008] che, in periodi pre-elettorali, cercano attivamente sul web evidenza di tali risultati [Drago *et al.* 2014; Repetto 2016]. Tutto questo non può di certo essere indifferente per i politici i quali, in linea con quanto dimostrato dalla *public choice theory* [Arrow 1951; Downs 1957; Buchanan e Tullock 1962; Mueller 1976; Black *et al.* 1998] sono pronti ad utilizzare tutti i mezzi disponibili per ottenere la propria elezione e tra questi mezzi vi è senza dubbio la possibilità di esercitare pressione sui manager delle società partecipate. I postulati della «*positive accounting theory*» spingono a ritenere molto probabile che le pressioni esercitate dai politici possano avere effetto sui manager delle aziende pubbliche. Secondo tale teoria i manager delle aziende pubbliche possono porre in essere attività di earnings management per ridurre i *political cost* derivanti dalle scelte che i politici assumono sulla base dei dati di bilancio [Watts e Zimmerman 1978; 1990; Jones 1991; Han e Wang 1998]. Ed è d'altra parte evidente che tali costi possono essere molto più alti quanto maggiore è il grado di «connessione politica» di queste entità e le società

---

<sup>1</sup> Diversi sono i lavori che hanno affrontato la definizione del concetto di reporting entity ma è opportuno rimandare, per la valenza poi assunta, ai lavori di Ball [1988] e McCahey e Ramsay [1989] commissionati dall'Australian Accounting Research Foundation.

partecipate sono molto “politically connected” per almeno le seguenti ragioni: (i) i politici che saranno eletti avranno il potere di confermare o meno i manager delle società partecipate, i quali quindi avranno interesse a mantenere buoni rapporti con la parte politica; (ii) le società partecipate dipendono fortemente da fondi pubblici e sono fortemente esposte all’impatto di nuove regolamentazioni il che aumenta l’esigenza dei manager di essere in buoni rapporti con la parte politica [Watts e Zimmerman 1986].

D’altra parte esistono anche delle ragioni per ritenere che le elezioni possano generare un effetto negativo sull’earnings management. Precedente letteratura ha infatti dimostrato la forza che può essere esercitata dal desiderio di evitare i «*costi reputazionali*» che possono essere connessi agli esiti di una eventuale scoperta della presenza di attività di earnings management. Rischi la cui entità è in queste realtà tanto più intensa proprio in ragione del grado di «connessione politica» che queste realtà presentano. Pertanto in simili circostanze gli incentivi ad essere trasparenti e pienamente rispettosi delle norme di bilancio potrebbero essere più forti di ogni altro incentivo alla manipolazione [Besley *et al.* 2002; Olken 2007; Kido *et al.* 2012; Van Lent 2012].

La precedente letteratura sul tema specifico delle relazioni tra elezioni e earnings management è molto ridotta. L’unico articolo che ha affrontato direttamente il tema è quello di Ramanna e Roychowdhury [2010] che hanno provato l’esistenza di una relazione diretta tra i due fenomeni giustificata proprio dall’urgenza di evitare i costi politici teorizzata dalla *positive accounting theory*. Gli autori hanno studiato il comportamento di aziende «politicamente esposte» in quanto “sponsor” di candidati partecipanti alle elezioni americane del 2004 ed hanno ritrovato prova di attività di earnings management tesa a nascondere i benefici che avevano ottenuto grazie alla delocalizzazione delle attività lavorative. In quelle elezioni, infatti, il tema della delocalizzazione delle attività produttive era un tema centrale per cui l’evidenza

di eccessivi vantaggi ottenuti proprio grazie a quella pratica avrebbero potuto danneggiare tanto il candidato sponsorizzato quanto le aziende stesse. Gli autori, nel concludere la loro analisi, compiono però una specifica call for research nei termini in cui sostengono che “use of accounting discretion to manage political costs is potentially more evolved than currently discussed in the literature” [Ramanna e Roychowdhury 2010].

Altri studi hanno dimostrato invece l’impatto che le elezioni possono avere direttamente sui conti degli enti pubblici, ed in particolare sui bilanci redatti secondo il principio dell’*accrual accounting*. Ferreira *et al.* [2013] hanno raccolto evidenza di attività di *earnings management* nei comuni portoghesi, nei periodi pre-elettorali, tesa a portare il risultato in pareggio al fine di dimostrare alti livelli di competenza e di abilità di gestione. Analoghi risultati sono stati raggiunti da Stalebrink [2007] con riguardo ai bilanci a base *accrual* dei comuni svedesi, dove sono state ritrovate evidenze di attività di *earnings management* tese a favorire la rielezione dei politici in carica.

Esiste anche un terzo, molto ampio, gruppo di studi che ha analizzato i dati contabili per provare l’impatto che la prospettiva di un’elezione può avere sul comportamento dei politici. Sebbene questi studi non affrontino direttamente il tema dell’uso strumentale della discrezionalità in sede di redazione del bilancio e quindi non possano, a rigore, annoversarsi nella letteratura che analizza il rapporto tra elezioni ed *earnings management*, essi contribuiscono comunque a definire il clima pre-elettorale. Si tratta dei numerosi studi che dimostrano l’esistenza dei «*budget cycles*» a livello delle amministrazioni locali e che dimostrano come l’altezza delle spese e più in generale le decisioni finanziarie che sono compiute in quei momenti sono influenzate dalle prospettive dell’elezione [Drazen e Eslava 2005; Veiga e Veiga 2007; Sjahrir *et al.* 2013; Repetto 2016].

Sulla base di queste premesse, il presente lavoro, si propone di verificare se nei periodi pre-elettorali le società partecipate dai comuni italiani ed operanti

nel settore dei servizi pubblici locali abbiano attuato politiche manipolative dei risultati del bilancio. A tal fine, il lavoro sarà strutturato in 3 capitoli: (i) il primo capitolo illustra le principali norme di interesse per le società a partecipazione pubblica, focalizzando l'attenzione anche sulle novità introdotte dal Testo Unico in materia di società a partecipazione pubblica (d.lgs 175/2016). Il capitolo contiene anche una illustrazione del rilievo numerico che queste entità hanno raggiunto in Italia; (ii) il secondo capitolo illustra e definisce il fenomeno dell'earnings management offrendo una rassegna delle definizioni riportate in letteratura, e dei metodi normalmente adottati per misurarne l'entità. Il capitolo, inoltre, propone una analisi dei principali studi esistenti in letteratura in tema di relazioni tra natura pubblica della proprietà ed attività di earnings management; (iii) il terzo capitolo espone i risultati dell'analisi empirica condotta sui bilanci delle società partecipate dai comuni italiani ed operanti nel settore dei pubblici servizi e volta a verificarne l'uso dell'earning management come strumento "politico" per orientare i risultati elettorali. L'analisi copre i bilanci dal 2009 al 2014 di circa 1026 società per un totale di oltre 6156 osservazioni ed utilizza sia un metodo basato sulla misurazione degli "abnormal accrual" [Stubben 2010] sia un metodo basato sull'analisi delle frequenze di distribuzione [Burgstahler e Dichev 1997]. La scelta del campione si giustifica in virtù di numerosi ragioni: (1) queste società erogano servizi a favore dei medesimi cittadini che saranno chiamati al voto [Bognetti e Robotti 2007; Monteduro 2014; Grossi *et al.* 2015] e questo ne aumenta il grado di visibilità politica; (2) si tratta di società che dipendono in larghissima misura dai fondi pubblici, che operano il più delle volte in regime solo di apparente concorrenza e che, in definitiva, sono viste dai cittadini come dirette propagazioni dell'amministrazione politica il che ovviamente esalta le implicazioni politiche del loro stato di salute; (3) si tratta di società *labour intensive* il cui equilibrio è letto dai cittadini e dalla politica come garanzia di conservazione di posti di lavoro [ISTAT 2015]; (4) precedente letteratura ha dimostrato che le pressioni

esterne che possono sfociare in attività di *earnings management* sono maggiori verso le società controllate dai livelli locali di governo [Chen *et al.* 2008].

## CAPITOLO PRIMO

### NASCITA ED EVOLUZIONE DELLE SOCIETÀ PARTECIPATE DAGLI ENTI LOCALI

#### 1.1. I servizi pubblici locali

I servizi pubblici locali rappresentano uno degli strumenti utilizzati per misurare il grado di benessere della collettività ovvero il livello di soddisfazione dei cittadini per le prestazioni sociali e civili [Nico 2015]. I caratteri distintivi di tale istituto sono stati individuati dall'art. 112 del Testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali (TUEL)<sup>2</sup>, che definisce i servizi pubblici locali come quei “servizi pubblici che abbiano per oggetto produzione di beni ed attività rivolte a realizzare fini sociali e a promuovere lo sviluppo economico e civile delle comunità locali”<sup>3</sup>.

Nel 2001 il legislatore con la legge n. 448 (legge Finanziaria per il 2002) introduce le categorie dei servizi a rilevanza industriale<sup>4</sup> e dei servizi privi di

---

<sup>2</sup> D.lgs. n. 267 del 2000 - Testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali (TUEL).

<sup>3</sup> Nel 2001, la giurisprudenza del Consiglio di Stato ha puntualizzato che per “servizio pubblico” debba intendersi “qualsiasi attività che si concretizzi nella produzione di beni o servizi in funzione di una utilità per la comunità locale, non solo in termini economici ma anche in termini di promozione sociale, purché risponda ad esigenze di utilità generale o ad essa destinata in quanto preordinata a soddisfare interessi collettivi”. Nel 2003 il Consiglio di Stato interviene con un'altra pronuncia sottolineando che nella nozione di servizio pubblico locale rientra “qualsiasi attività che si concreta nella produzione di beni e servizi in funzione di un'utilità per la Comunità locale non solo in termini economici ma anche ai fini di promozione sociale”.

<sup>4</sup> La distinzione è stato oggetto di interpretazioni contrastanti. Di particolare interesse la sentenza del TAR Puglia Sez II n° 3304 che derivò il significato della “rilevanza industriale” dall'interpretazione sistematica dell'ordinamento giuridico italiano stabilendo che: «Adottando tale metodologia ermeneutica, dal combinato disposto dell'art. 2082 e dell'art. 2195, comma 1, n. 1, del Codice Civile emerge che per attività industriale il legislatore italiano si riferisce a tutte le attività dirette alla produzione di beni e servizi, derivante dall'elaborazione e trasformazione dei fattori produttivi

rilevanza industriale poi sostituite dal decreto legge 269/2003<sup>5</sup>, convertito in L. n. 326 del 2003, dalle categorie dei servizi pubblici locali a *rilevanza economica* e dei servizi pubblici locali *privi di rilevanza economica*, disciplinati rispettivamente dall'art. 113 TUEL e dalle Leggi Regionali e dagli Statuti e Regolamenti degli Enti Locali, a seguito della dichiarazione di incostituzionalità dell'art. 113 bis del TUEL<sup>6</sup>.

Il margine di discriminare tra le due tipologie di servizio pubblico locale è stato oggetto di dibattito nel corso degli anni in quanto il legislatore non ha fornito alcuna definizione della locuzione "rilevanza economica". Diverse sono state pertanto le pronunce giurisprudenziali che hanno cercato di dirimere le controversie sorte a seguito delle diverse implicazioni operative legate al riconoscimento o meno della rilevanza economica del servizio. Tra queste ricordiamo la sentenza n. 1729 del 2 agosto 2005 del TAR Sardegna, che ha precisato che deve ritenersi di rilevanza economica il servizio «che si innesta in un settore per il quale esiste, quantomeno in potenza, una redditività, e quindi una competizione sul mercato e ciò ancorché siano previste forme di finanziamento pubblico, più o meno ampie, dell'attività in questione». Con

---

organizzati dall'imprenditore, cioè da una persona che esercita tale attività in modo professionale (cioè in modo abituale) e con finalità economiche, cioè perseguendo uno scopo di lucro (infatti, quando un'attività viene gestita senza perseguire uno scopo di lucro, venendo meno quest'ultimo requisito, va classificata come azienda di erogazione e si colloca fuori dall'ambito della figura dell'impresa e/o dell'imprenditore). Pertanto, deve ritenersi che il precedente testo dell'art. 113 d.lgs n. 267/2000, il quale consentiva ad un Comune di aderire a Società miste a prevalente capitale pubblico già costituite, non è più oggi in vigore (quando meno dall'1.7.2002), essendo subentrato al suo posto il nuovo art. 113 d.lgs n. 267/2000 nel testo sostituito dall'art. 35, comma 1, L. n. 448/2001, il quale va interpretato –come sopra detto- nel senso che per servizi pubblici locali di rilevanza industriale devono intendersi tutte quelle attività economiche, che sono svolte contestualmente da più imprenditori presenti su un mercato avente una struttura di tipo concorrenziale, con conseguente assunzione diretta da parte di ogni operatore del rischio economico di impresa, non venendo in soccorso in caso di perdite finanziarie alcun sussidio di fondi pubblici».

<sup>5</sup> Decreto legge 30 settembre 2003, n. 269 - Disposizioni urgenti per favorire lo sviluppo e per la correzione dell'andamento dei conti pubblici.

<sup>6</sup> La Corte costituzionale, con sentenza 13 luglio 2004, n. 272 (in G.U. 04/08/2004 n. 30) ha dichiarato l'illegittimità costituzionale dell'art. 113-bis.

riferimento invece alla nozione di servizio pubblico locale di rilevanza economica, se limitata all'ambito locale, la Corte Costituzionale con le sentenze n. 272/2004 e n. 325/2010 ha rilevato che la nozione comunitaria di servizi pubblici di interesse economico generale (SIEG) e quella interna di servizio pubblico locale di rilevanza economica hanno contenuto omologo<sup>7</sup>. Lo stesso comma 1 dell'art. 23-bis del decreto-legge n. 112 del 2008, nel dichiarato intento di disciplinare i servizi pubblici locali di rilevanza economica utilizzò l'espressione «servizi pubblici di interesse generale in ambito locale» attribuendo espressamente ai servizi pubblici locali di rilevanza economica un significato corrispondente a quello di «servizi di interesse generale in ambito locale» di rilevanza economica.

La definizione di servizi pubblici di interesse economico generale rinvenibile, in particolare, dagli artt. 14 e 106 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) è la seguente: sono attività economiche i cui risultati contribuiscono all'interesse pubblico generale. Alcune di tali attività non sarebbero svolte dal mercato senza un intervento pubblico (o sarebbero svolte a condizioni differenti in termini di qualità, sicurezza, accessibilità economica, parità di trattamento o accesso universale).

## **1.2. L'evoluzione delle forme di gestione dei servizi pubblici: la nascita delle società a partecipazione pubblica**

Storicamente, i soggetti deputati a garantire la soddisfazione degli interessi collettivi attraverso i servizi pubblici sono gli enti locali ma le modalità di gestione ed organizzazione di tali servizi sono state oggetto di numerose modifiche legislative [Ministero dello Sviluppo Economico 2013; Nico 2015].

---

<sup>7</sup> Per un'interpretazione diversa rispetto all'omogeneità si veda: Lucarelli e Longhi [2016].

Facendo una rapida ricostruzione storica, ricordiamo che nel 1903 fu approvata per la prima volta a livello nazionale una legge, nota anche come “legge Giolitti”<sup>8</sup>, che definì e regolamentò in maniera puntuale la gestione dei servizi pubblici locali. Tale legge, rimasta in vigore per quasi un secolo<sup>9</sup>, attribuì ai Comuni e alle Province il compito di assumere e gestire i servizi ritenuti essenziali per la collettività locale attraverso delle aziende pubbliche (le c.d. *municipalizzate*).

Nel 1990, il legislatore, con l’esplicito intento di riformare in modo organico l’ordinamento dei servizi pubblici, emanò la legge 142 rubricata “Ordinamento delle autonomie locali” in seguito confluita nel Testo Unico degli enti locali (d.lgs 267/2000). L’art. 22 prevedeva la gestione dei servizi pubblici locali mediante cinque “moduli” tra loro alternativi: la gestione in economia; l’affidamento in concessione a terzi, lo svolgimento del servizio per il tramite di *azienda speciale*, a mezzo di istituzione, ovvero con società per azioni a prevalente capitale pubblico locale<sup>10</sup>. Con l’introduzione dell’istituto dell'*azienda speciale*, furono eliminate dal diritto italiano le *municipalizzate*. L’azienda speciale, rispetto all’azienda municipalizzata, si caratterizzava per essere un ente strumentale con autonomia giuridica rispetto all’ente pubblico, dotato di autonomia imprenditoriale ed obbligato al rispetto dei criteri di economicità, oltre che di efficacia e di efficienza, e del pareggio di bilancio.

La successiva legge 23 dicembre 1992, n. 498, affiancò ai “moduli societari” introdotti dalla 142/1990, l’istituto della *s.p.a. mista* senza il vincolo della proprietà pubblica maggioritaria, con obbligo di procedura concorsuale per la scelta dei soci privati. L’introduzione di questa nuova modalità di

---

<sup>8</sup> Legge 29 marzo 1903, n. 103.

<sup>9</sup> La legge è stata oggetto di modifiche a seguito della riforma introdotta dal r.d. del 4 febbraio 1923 che sfociò nel Testo Unico del 15 ottobre 1925, n. 2578. Successivamente è stato anche emanato con il d.p.r. del 4 ottobre 1986, n. 142 un regolamento di esecuzione: si veda per tutti: [Palligiano 2009].

<sup>10</sup> In tema di modelli gestionali si veda: Pozzoli [1992]; [Anselmi 1997]; Amatucci [1998].

gestione dei servizi pubblici locali pose diversi problemi legati sia alla natura giuridica della società che alla modalità di scelta del socio privato. La prima problematica fu risolta dalla Corte di Cassazione con sentenza n.4989 /1995<sup>11</sup> che stabilì che le società create dai Comuni e dalle Province per la gestione dei servizi pubblici dovessero operare come persone giuridiche private nell'esercizio della propria autonomia negoziale. Con riferimento invece alla scelta del socio privato la giurisprudenza sancì l'obbligo di indizione di una gara pubblica.

Il sistema dei servizi pubblici locali fu, però, nuovamente ridisegnato nel 2001 e nel 2003. La riforma del 2001 introdotta con la legge finanziaria del 2002<sup>12</sup> prevedeva che: i) la titolarità del servizio potesse essere assegnata a società di capitali individuate attraverso l'espletamento di gare con procedure ad evidenza pubblica; ii) il servizio potesse essere svolto in regime di concorrenza e secondo le discipline di settore. Si passò quindi da una pluralità di forme di gestione ad una sola forma di gestione: l'affidamento a terzi.

I servizi pubblici locali *privi di rilevanza industriale* potevano invece essere affidati a: a) istituzioni; b) aziende speciali, anche consortili; c) società di capitali costituite o partecipate dagli enti locali. Era inoltre ammessa la gestione in economia quando, per le modeste dimensioni o per le caratteristiche del servizio, non era opportuno procedere all'affidamento.

Nel corso del 2003, il legislatore italiano fu *costretto*, nuovamente, a modificare la disciplina dei servizi pubblici locali a seguito della dichiarazione di incostituzionalità dell'art. 113 *bis* del testo unico degli enti locali, per violazione dell'art. 117 della Costituzione. In particolare, la Corte stabilì che la disciplina dei servizi pubblici a rilevanza economica era di competenza statale

---

<sup>11</sup> Corte di Cassazione, Sezioni Unite Civili, 6 maggio 1995, n.4989.

<sup>12</sup> Legge 28 dicembre 2001, n. 448 - Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato.

esclusiva, perché relativa alla “tutela della concorrenza” (art. 117, co. 2, lett. e) mentre l’erogazione di servizi *privi di rilevanza economica* previsti dall'art. 113-bis non potendo essere ricondotta «ad esigenze di tutela della libertà di concorrenza e quindi, sotto questo profilo, *si configura come illegittima compressione dell'autonomia regionale e locale* (corsivo inserito dall’autrice)»<sup>13</sup>.

A seguito della dichiarazione di incostituzionalità, non è stata emanata alcuna disciplina per la categoria dei servizi privi di rilevanza economica. Pertanto venendo meno il *principio di tipicità* delle forme di gestione spetta agli enti locali, scegliere la formula gestionale idonea per l’espletamento dei servizi privi di rilevanza economica.

Con riferimento invece ai *servizi pubblici di rilevanza economica* il decreto legge 269/2003 ripristinò la possibilità di scegliere tra le seguenti forme di gestione: i) affidamento a società di capitali individuate attraverso l'espletamento di gare con procedure ad evidenza pubblica; ii) affidamento a società a capitale misto pubblico privato nelle quali il socio privato venga scelto attraverso l'espletamento di gare con procedure ad evidenza pubblica che abbiano dato garanzia di rispetto delle norme interne e comunitarie in materia di concorrenza secondo le linee di indirizzo emanate dalle autorità competenti attraverso provvedimenti o circolari specifiche; iii) affidamento a società a capitale interamente pubblico a condizione che l'ente o gli enti pubblici titolari del capitale sociale esercitino sulla società un controllo analogo a quello esercitato sui propri servizi e che la società realizzi la parte più importante della propria attività con l'ente o gli enti pubblici che la controllano.

---

<sup>13</sup> Corte Costituzionale, Sentenza n° 13 del 27 luglio 2004.

Nel 2008, l'articolo 23 bis del decreto legge 112/2008 convertito dalla legge 133/2008<sup>14</sup> intervenne nuovamente sulla disciplina dei *servizi pubblici locali di rilevanza economica*, restringendone drasticamente le modalità di gestione. In particolare, i servizi potevano essere svolti: i) in *via ordinaria* a favore di imprenditori o di società in qualunque forma costituite individuati mediante procedure competitive ad evidenza pubblica<sup>15</sup>; ii) *in deroga alle modalità di affidamento ordinario*. In questo caso, l'affidamento poteva avvenire nel rispetto dei principi della disciplina comunitaria, per situazioni che, a causa di peculiari caratteristiche economiche, sociali, ambientali e geomorfologiche del contesto territoriale di riferimento, non permettevano un efficace e utile ricorso al mercato.

Ma anche l'articolo 23 bis ha vita breve, nel 2009, la legge n.166, recante conversione in legge, con modificazioni, del d.l. 25 settembre 2009, n. 135, modifica l'articolo 23 *bis* introducendo la possibilità di gestire i servizi pubblici locali di rilevanza economica: *in via ordinaria anche attraverso società a partecipazione mista pubblica e privata*, a condizione che la selezione del socio avvenga mediante procedure competitive ad evidenza pubblica, «le quali abbiano ad oggetto, al tempo stesso, la qualità di socio e l'attribuzione di specifici compiti operativi connessi alla gestione del servizio e che al socio sia attribuita una partecipazione non inferiore al 40 per cento» ed *in deroga alle modalità di affidamento ordinario* l'affidamento può avvenire a favore di società a «capitale interamente pubblico, partecipata dall'ente locale, che abbia i requisiti richiesti dall'ordinamento comunitario per la gestione cosiddetta “in

---

<sup>14</sup> Legge 6 agosto 2008, n. 133 - Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, recante disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione tributaria.

<sup>15</sup> L'articolo precisa che l'affidamento deve avvenire «nel rispetto dei principi del Trattato che istituisce la Comunità europea e dei principi generali relativi ai contratti pubblici e, in particolare, dei principi di economicità, efficacia, imparzialità, trasparenza, adeguata pubblicità, non discriminazione, parità di trattamento, mutuo riconoscimento, proporzionalità».

house” e, comunque, nel rispetto dei principi della disciplina comunitaria in materia di controllo analogo sulla società e di prevalenza dell’attività svolta dalla stessa con l’ente o gli enti pubblici che la controllano».

Nel 2011 con un referendum, viene abrogato l’articolo 23-bis, ed il legislatore interviene nuovamente sulle partecipate con l’articolo 4 del d.l. n. 138 del 2011, poi dichiarato incostituzionale dalla sentenza 17-20 luglio 2012, n. 199 in quanto l’articolo 4 riproduceva in buona sostanza parte l’articolo 23-bis abrogato dal referendum.

Per effetto della sentenza della Corte Costituzionale n. 199 del 20 luglio 2012 la gestione dei servizi pubblici locali a rilevanza economica è disciplinata dalla normativa comunitaria che prevede le seguenti modalità di gestione:

- esternalizzazione a terzi mediante procedure ad evidenza pubblica secondo le disposizioni in materia di appalti e concessioni di servizi;
- affidamento a società mista pubblico-privata. L’individuazione del socio privato deve essere fatta con gara a doppio oggetto;
- gestione cosiddetta “in house”<sup>16</sup>, purché gli enti pubblici titolari del capitale sociale esercitino un controllo analogo ed il destinatario dell’affidamento diretto svolga la parte più importante della propria attività in favore dell’ente che esercita su di esso il controllo.

L’ente pubblico che affida un *servizio pubblico locale di rilevanza economica* ai sensi dell’articolo 34 del d.l. 179/2012<sup>17</sup> deve pubblicare sul proprio sito una relazione che motivi la scelta e dimostri la sussistenza dei requisiti dettati dall’ordinamento europeo per la forma di affidamento prescelta.

---

<sup>16</sup> Per un’analisi dei principali passi dell’evoluzione giurisprudenziale dell’istituto dell’*in house providing*, si veda Caringella [2007]; ANAC [2016]; Massera [2004]; [Fimmano 2014].

<sup>17</sup> D.L. 179/2012 (L. 221/2012) - Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese (c.d. Decreto Sviluppo bis).

La relazione deve contenere gli obblighi di servizio pubblico e universale e, se previste, le compensazioni economiche. Deve inoltre essere incluso un piano economico-finanziario che contenga anche la proiezione dei costi e dei ricavi, degli investimenti e dei relativi finanziamenti.

Si rileva, infine, che il legislatore è nuovamente intervenuto sulla disciplina dei servizi pubblici locali di interesse economico generale, nei termini in cui con l'articolo 19 della legge 124/2015 ha delegato il governo ad emanare il *testo unico sui servizi pubblici locali di interesse economico generale*, al fine di assicurare la chiarezza delle regole, la semplificazione normativa e la tutela e promozione del fondamentale principio della concorrenza. Il 1° giugno 2016 il Ministro per le riforme costituzionali e i rapporti con il Parlamento ha inviato alla Presidenza del Senato lo “Schema di decreto legislativo recante testo unico sui servizi pubblici locali di interesse economico generale,” ma la Corte Costituzionale, con sentenza 9 del 25 novembre 2016, n. 251 ha dichiarato l'illegittimità costituzionale dell'articolo 19 nella parte in cui, in combinato disposto con l'art. 16, commi 1 e 4, della medesima legge n. 124 del 2015, prevede che il Governo adotti i relativi decreti legislativi attuativi previo parere, anziché previa intesa, in sede di Conferenza unificata.

### **1.3. L'arcipelago delle società partecipate in Italia**

Sebbene fino a settembre 2016<sup>18</sup> mancava una fonte unica che permetteva di quantificare con precisione la numerosità delle società partecipate dalle amministrazioni pubbliche, quelle censite, per quanto parziali e non

---

<sup>18</sup> Il Testo Unico in materia di società a partecipazione pubblica (Dlgs 175/2016) ha attribuito al Ministero dell'Economia e delle Finanze il compito di elaborare un elenco, accessibile anche in via telematica, di tutte le società a partecipazione pubblica esistenti.

addizionabili, non lasciano dubbio alcuno in merito alla magnitudine del fenomeno, che ha portato alla coniazione del termine “capitalismo municipale”.

Un punto di vista *storico* sulla diffusione delle società partecipate è fornito dai dati rilevati dal Ministero dell'economia e finanze che mostrano come le amministrazioni pubbliche, dal 1990 in poi, abbiano seguito un andamento piuttosto sostenuto nel processo di esternalizzazione dei servizi pubblici, con due momenti di particolare intensità in corrispondenza del 2001 e del 2006.

A partire dal 2011 sono invece disponibili le relazioni elaborate dal Dipartimento della funzione pubblica e dal Dipartimento del Tesoro. Entrambe le relazioni sono basate sui dati comunicati dalle amministrazioni pubbliche in virtù degli obblighi di comunicazioni imposti dalla legge 286/2006<sup>19</sup> e dal Decreto del Ministro dell'Economia del 30 luglio 2010 e in attuazione dell'art. 2, comma 222 della Legge 191/2009. Dalla relazione presentata dal Dipartimento della Funzione Pubblica nel 2014, emerge che il numero delle partecipate nel 2103 è pari a 7052 mentre il Dipartimento della Funzione Pubblica ha individuato sulle base delle comunicazioni ricevute un numero di 8.324 società partecipate. Entrambi i dati sono però parziali in quanto è necessario considerare l'elevato tasso di inadempimento<sup>20</sup> rispetto agli obblighi di pubblicazione.

In posizione trasversale rispetto a queste analisi si pone il lavoro svolto dall'ISTAT nel 2015 [ISTAT 2015] che ha ricostruito la fotografia ad oggi dell'arcipelago delle società partecipate unendo le informazioni contenute in

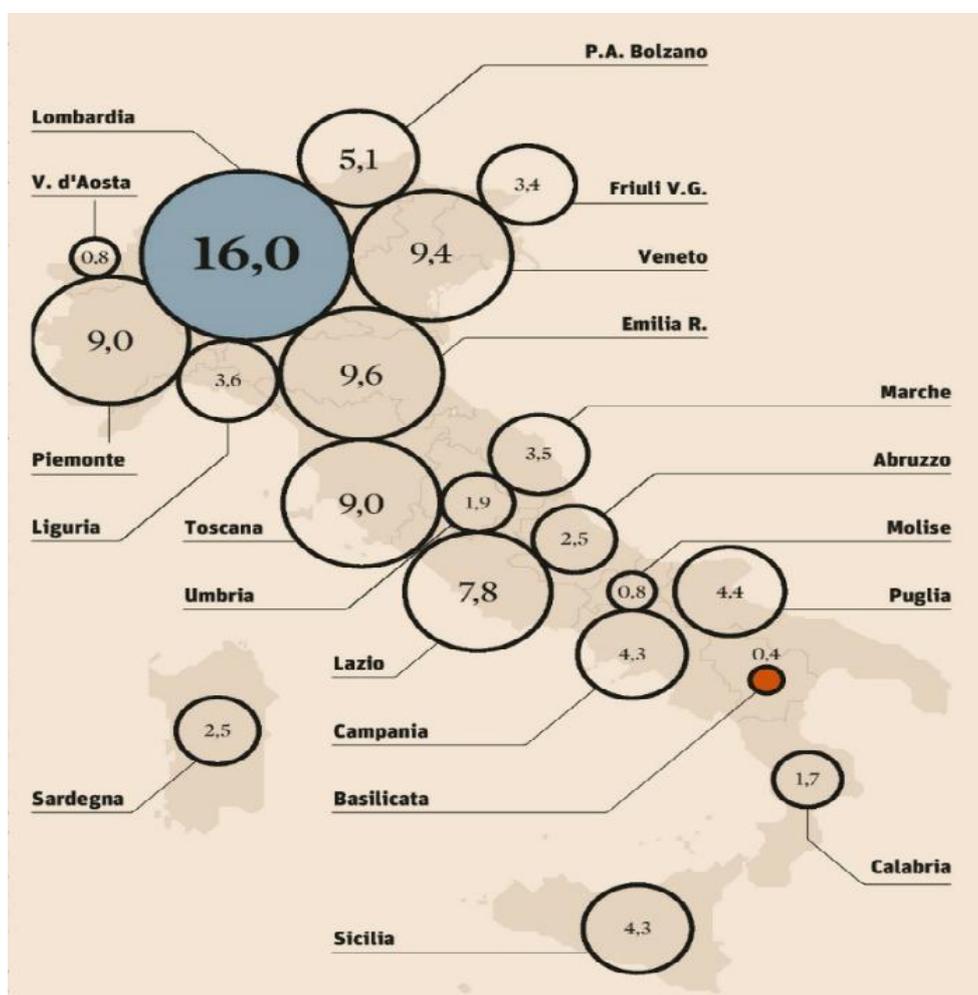
---

<sup>19</sup> La Legge 296/2006 (Finanziaria 2007) ha introdotto l'obbligo per tutte le Amministrazioni Pubbliche di comunicare i dati relativi alle proprie partecipazioni in società e consorzi. A partire dall'anno 2008 si è potuto quindi inquadrare meglio questo fenomeno e si è potuta creare la banca dati CONSOC (Gestione della partecipazione di pubbliche amministrazioni a Consorzi e Società), che viene aggiornata di anno in anno.

<sup>20</sup> Da un'indagine compiuta dal Dipartimento della funzione pubblica, è emerso che il livello di adesione, nel 2012, all'obbligo di comunicazione dei Comuni Italia, è stato pari al 68% a livello nazionale, ma con forti differenze sul piano regionale in quanto si passa dal 93,4% dei Comuni dell'Emilia Romagna al 21,3% del Molise [Dipartimento della funzione pubblica 2012].

tutti i diversi database esistenti. Tale analisi, ripresa anche dalla relazione che ha accompagnato il d.lgs. 10 agosto 2016, n. 175<sup>21</sup>, rileva la presenza di 7.757 organismi attivi (anche diversi dalle società) a partecipazione pubblica, con un totale di 953.100 impiegati. Di questi organismi, circa 5000 sono società a partecipazione pubblica (con netta prevalenza delle società partecipate da enti territoriali), con un numero complessivo di impiegati intorno alle 500.000 unità.

FIGURA 1 – LA PRESENZA REGIONALE DELLE PARTECIPATE PUBBLICHE (DATI IN %)



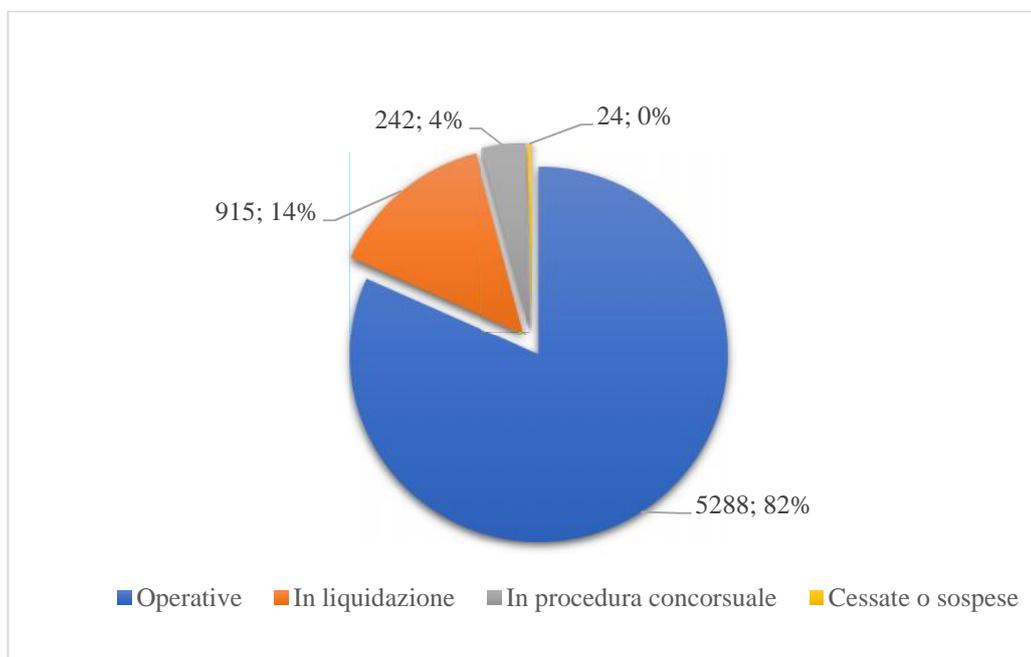
Fonte: *Il Sole 24 Ore*, 20 febbraio 2017

<sup>21</sup> Analisi di impatto della regolamentazione (A.I.R.) (DIR. P.C.M. 16 gennaio 2013 – G.U. 12 aprile 2013, n. 86).

### 1.3.1. Le partecipate dai Comuni Italiani

Complessivamente le società partecipate direttamente o indirettamente dai Comuni sono 6.469 nell'ambito delle quali sono occupati 285 mila dipendenti. Dall'analisi svolta dal CERVED, incrociando vari database, è emerso che l'82% (5.288) sono attive, il 14% (915) in via di dismissione (in liquidazione); il 4% (242) in fallimento o in un'altra procedura concorsuale e 24 risultano cessate o sospese [CERVED 2014].

FIGURA 2 - LE SOCIETÀ PARTECIPATE DAI COMUNI ITALIANI



Le società partecipate dai Comuni operano non solo nell'ambito del settore dei servizi pubblici locali (energia, raccolta e fornitura di acqua, smaltimento dei rifiuti, di trasporto pubblico, servizi di istruzione e sanità) ma anche in altri settori. In particolare, il 17,7% delle partecipate operative offre servizi di consulenza amministrativo-gestionale o supporto nel settore della

comunicazione, delle pubbliche relazioni, della realizzazione di eventi e fiere (17,7%).

Con riferimento alla distribuzione geografica, considerando la sede legale della società e non all'area geografica del comune di riferimento, si rileva una predominanza di società al nord con circa 2921 partecipate comunali.

#### **1.4. Il processo di razionalizzazione delle partecipate pubbliche**

Lo sviluppo ampio ed incontrollato delle società a partecipazione pubblica, lungi dal raggiungere l'obiettivo del legislatore con l'emanazione della legge 142/1990, ovvero quello di un modello efficiente e concorrenziale di offerta dei servizi pubblici, è invece stato foriero di sprechi di risorse pubbliche<sup>22</sup>, di entità tali da richiedere dei drastici interventi legislativi<sup>23</sup>.

Tra i principali interventi normativi in tema di razionalizzazione delle partecipazioni societarie ricordiamo le seguenti disposizioni:

- l'art. 13, d.l. 4 luglio 2006, n. 223, convertito con modificazioni dalla l. 4 agosto 2006, n. 248, che ha introdotto l'obbligo per le società interamente pubbliche o miste, costituite da

---

<sup>22</sup> Emblematici sono i dati che emergono dalla Relazione, presentata nel 2014, dal Commissario Straordinario per la revisione della spesa [Cottarelli 2014]: i) *perdite di esercizio palesi*: nel 2012 perdite palesi delle partecipate censite nella banca dati MEF sono state di circa 1.200 mln<sup>22</sup>. Queste perdite sono ripianate esplicitamente solo in parte dagli enti controllanti; ii) *perdite non palesi finanziate da contratti di servizio e trasferimenti in conto corrente e conto capitale*. I contratti di servizio e gli altri trasferimenti - che, sulla base di dati SIOPE, ammontavano nel 2012 a circa 16.500 mln per l'intero settore - compensano le partecipate per un servizio reso. Tuttavia, una parte di queste risorse, di incerto ammontare, va a compensare inefficienze di gestione; iii) *costi pagati direttamente dai cittadini*: in alcuni settori, per esempio rifiuti, il costo delle inefficienze è pagato direttamente attraverso tariffe che coprono interamente i costi. Per una analisi dell'inefficienza delle partecipate pubbliche si rinvia alle Relazioni della Corte dei Conti

<sup>23</sup> Si consideri che nei programmi di riduzione della spesa pubblica (spending review) sono sempre stati inseriti degli interventi che riguardassero le partecipate soprattutto locali e che come rilevato dalla Corte dei Conti [2015] «la visione unitaria della finanza pubblica è alla base dell'articolato sistema di controlli sugli enti territoriali, che vede al centro le Sezioni regionali di controllo, le cui finalità si riepilogano nell'esigenza di garantire il rispetto degli equilibri di bilancio, in relazione al Patto di stabilità interno e ai vincoli derivanti dall'appartenenza dell'Italia all'Unione europea».

amministrazioni pubbliche regionali o locali per la produzione di beni e servizi strumentali all'attività di tali enti, nonché per lo svolgimento esternalizzato di funzioni amministrative di loro competenza (c.d. società strumentali), di svolgere la propria attività esclusivamente in favore degli enti «proprietari» e di non rendere prestazioni ad altri soggetti pubblici o privati [*articolo abrogato dal d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175*];

- l'art.3, comma 27 della finanziaria del 2008 (legge 24 dicembre 2007, n. 244) che ha previsto il divieto di costituire società aventi per oggetto attività di produzione di beni e di servizi non strettamente necessarie per il perseguimento delle finalità istituzionali delle pubbliche amministrazioni (art. 23, co. 27, l. 244/2007) [*articolo abrogato dal d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175*];
- l'art. 6, comma 19, d.l. 31 maggio 2010, n. 78 che ha vietato alle amministrazioni pubbliche<sup>24</sup> di effettuare aumenti di capitale, trasferimenti straordinari, aperture di credito, o di rilasciare garanzie a favore delle società partecipate che abbiano registrato per tre esercizi consecutivi perdite d'esercizio, ovvero che abbiano utilizzato riserve disponibili per il ripianamento di perdite [*articolo abrogato dal d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175*];
- l'art. 14 d.l. 31 maggio 2010, n. 78, convertito con modificazioni dalla l. 30 luglio 2010, n. 122, che ha introdotto il divieto per i comuni fino a trentamila abitanti di costituire nuove società nonché l'obbligo di porre in liquidazione o cedere le partecipazioni in

---

<sup>24</sup> La ricognizione delle amministrazioni pubbliche è operata annualmente dall'ISTAT con proprio provvedimento e pubblicata nella Gazzetta Ufficiale entro il 30 settembre (disponibile accedendo al seguente indirizzo <https://www.istat.it/it/files/2016/09/Allegato1a.pdf> )

quelle già esistenti [*articolo abrogato dalla l. 27 dicembre 2013, n. 147*];

- l'art. 4, d.l. 95/2012, ha invece introdotto l'obbligo di sciogliere o privatizzare, salvo particolari eccezioni, le società controllate direttamente o indirettamente dalle pubbliche amministrazioni che avessero realizzato nel 2011 un fatturato superiore al 90% per i servizi strumentali forniti agli enti controllanti [*articolo abrogato dalla l. 27 dicembre 2013, n. 147*];
- l'art. 9, d.l. 95/2012, ha introdotto l'obbligo per le regioni, le province e i comuni di procedere alla soppressione, all'accorpamento, riducendone anche i relativi oneri finanziari in misura non inferiore al 20%, di enti, agenzie e organismi comunque denominati e di qualsiasi natura giuridica ed il divieto di costituirne nuovi organismi che esercitino una o più funzioni fondamentali e funzioni amministrative loro conferite ai sensi dell'articolo 118, della Costituzione [*articolo abrogato dalla l. 27 dicembre 2013, n. 147*];
- l'art. 1, comma 555, legge 147/2013 obbliga gli enti locali ad avviare la procedura di liquidazione degli organismi partecipati qualora abbiano conseguito un risultato negativo per quattro dei cinque esercizi precedenti. La procedura deve essere avviata entro sei mesi dalla data dell'ultimo bilancio approvato, pena la nullità degli atti di gestione delle società partecipate e la configurazione di una responsabilità erariale dei soci<sup>25</sup>.

---

<sup>25</sup> La disposizione è entrata in vigore a partire dall'esercizio 2017.

Nel giugno del 2014, il CERVED ha pubblicato un'indagine in merito all'applicazione delle disposizioni introdotte dalla legge 122/2010, che obbligava i Comuni con meno di 30 mila abitanti a dismettere, entro il 30 settembre 2013, le società partecipate che avessero registrato anche un solo bilancio in perdita negli esercizi 2010, 2011 e 2012. Dall'indagine è emerso che delle circa 1.472 società, partecipate dai Comuni interessati dalla normativa, solo un quinto risultava in liquidazione.

Il fallimento degli interventi di razionalizzazione ha spinto il legislatore ad adottare, con la legge finanziaria 2015, un *nuovo approccio*. La prescrizione di generici obblighi di dismissione e di divieti di costituzione è stata sostituita da una impostazione più razionale, in ragione della quale è stata demandata agli organi di vertice di Comuni e Regioni l'obbligo di sviluppare e di adottare un *piano di razionalizzazione delle società possedute* attraverso la eliminazione delle partecipazioni che non siano «indispensabili al perseguimento delle finalità istituzionali o che siano sostanzialmente inattive o comunque svolgano attività analoghe o similari a quelle svolte da altre società partecipate o da enti pubblici strumentali» (comma 611, art. 1, l. 190/2014) .

Purtroppo, anche questa diversa metodologia di intervento, non ha raggiunto gli obiettivi sperati in quanto la Commissione Europea nell'Economic brief, di aprile 2016, dal titolo *Local State - Owned Enterprises in Italy: Inefficiencies and Ways Forward*, prospettava il venturo Testo Unico in materia di società a partecipazione pubblica come un'occasione molto importante per uscire dalle inefficienze generate dall'«arcipelago» delle società a partecipazione pubblica [Commissione Europea 2016].

### **1.5. I rapporti finanziari tra l'ente locale e gli organismi partecipati**

Uno degli aspetti più delicati del rapporto tra ente pubblico e società partecipata è l'analisi delle interferenze tra le due entità con specifico

riferimento agli aspetti finanziari<sup>26</sup>. Emblematica la requisitoria del Procuratore generale Aggiunto presso la Corte dei conti, nel giudizio sul Rendiconto Generale dello Stato (esercizio 2010) che nel denunciare la presenza di punti oscuri nella situazione debitoria del Paese, individua, tra le principali cause, i rapporti finanziari tra le autonomie locali e gli organismi da esse partecipati [Corte dei Conti 2011].

Tali zone d'ombra sono favorite dalla «disarmonia tra il sistema contabile della partecipante e il sistema contabile della partecipata» [Capalbo 2012]. Tradizionalmente gli enti locali italiani, infatti, hanno rilevato gli accadimenti gestionali secondo i criteri della contabilità finanziaria (*cash accounting*), perché ritenuta più congeniale alla *res pubblica* per via della sua finalità "autorizzativa". Ma l'applicazione della contabilità finanziaria permette all'ente pubblico/socio di non rilevare le perdite riportate nei bilanci economici delle partecipate fin tanto che le partecipate siano comunque in grado di conservare un sia pur occasionale equilibrio finanziario<sup>27</sup>. L'ente, in qualità di socio, sarà infatti "costretto" ad intervenire solo quando le perdite accumulate siano tali da

---

<sup>26</sup> Le verifiche che hanno per oggetto i riflessi, sui bilanci degli enti territoriali, dei risultati di esercizio degli organismi partecipati rappresenta un rilevante profilo delle verifiche di competenza delle Sezioni regionali della Corte dei Conti, a norma del d.l. 10 ottobre 2012, n. 174, convertito dalla l. 7 dicembre 2012, n. 213 [Corte dei Conti 2015].

<sup>27</sup> Capalbo [2012] rileva che la condizione di squilibrio finanziario «può, purtroppo, durare a lungo. In un primo momento, infatti, i ricavi, anche se incapaci di coprire tutti i costi, possono ripagare i fattori a fecondità semplice e permettere alle società di sopravvivere sebbene, di fatto, la loro gestione stia erodendo progressivamente il capitale in quanto riesce a rigenerarne solo la parte circolante. Quando poi giunge il momento di sostituire il capitale fisso, le società potrebbero beneficiare di ulteriori brevi e temporanee estensioni dell'equilibrio finanziario, proprio contando sulla fiducia che nei fornitori e nei finanziatori è stata ispirata dalla sensazione di solvibilità illimitata generata dagli interventi di ricapitalizzazione che il socio abbia eventualmente compiuto nel passato. Tuttavia questo ricorso al capitale di terzi non potrà che aggravare, per il tramite degli interessi espliciti od impliciti, le già preesistenti condizioni di squilibrio economico e porre le basi per uno squilibrio finanziario ancora più intenso. E così quando, come inevitabilmente accadrà, non ci sarà più alcuna soluzione "autonoma" per ripristinare l'equilibrio finanziario il socio pubblico, colpito nei propri equilibri finanziari, non potrà più restare indifferente e dovrà verificare, spesso tardivamente, la sua effettiva capacità di sostenere la "vitalità" di quelle aziende evidentemente prive di una autonomo equilibrio reddituale».

configurare le fattispecie previste dagli artt. 2446 e 2447 cc e artt. 2482 *bis* e 2482 *ter* ovvero diminuzione del capitale della partecipata di oltre un terzo o al di sotto del limite legale.

Il legislatore, considerando però la proliferazione delle società partecipate e l'impatto negativo delle loro performance sulla finanza pubblica, è intervenuto sia con delle *norme specifiche* (che saranno oggetto di trattazione nei prossimi paragrafi) aventi l'obiettivo di creare un regime di «corresponsabilizzazione» dell'ente controllante con l'azienda partecipata sia con una *riforma* che ha modificato sensibilmente il sistema contabile degli enti pubblici.

Il processo di riforma è stato introdotto dal Decreto Legislativo n. 118 recante “Disposizioni in materia di armonizzazione dei sistemi contabili e degli schemi di bilancio delle Regioni, degli enti locali e dei loro organismi, a norma degli articoli 1 e 2 della legge 5 maggio 2009, n. 42”, successivamente integrato e corretto. Le principali novità attengono ad una nuova configurazione del principio della *competenza finanziaria, c.d. potenziata*<sup>28</sup>, destinata a modificare sensibilmente le modalità di rilevazione contabile delle entrate e delle spese degli enti locali. Ma non solo. Di evidente portata operativa, è anche il principio contabile applicato concernente la *contabilità economico-patrimoniale*<sup>29</sup> degli

---

<sup>28</sup> Il decreto legislativo 23 giugno 2011, n. 118 coordinato con il decreto legislativo 10 agosto 2014, n. 126 prevede che « le Regioni e gli enti locali di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267 adottano la contabilità finanziaria cui affiancano, ai fini conoscitivi, un sistema di contabilità economico-patrimoniale, garantendo la rilevazione unitaria dei fatti gestionali, sia sotto il profilo finanziario che sotto il profilo economico-patrimoniale» [Art. 2, 2° co., d.lgs. 118/2011]. La contabilità finanziaria «rileva le obbligazioni, attive e passive, gli incassi ed i pagamenti riguardanti tutte le transazioni poste in essere da una amministrazione pubblica, anche se non determinano flussi di cassa effettivi» [Allegato n. 4/2 al D.Lgs 118/2011].

<sup>29</sup> La contabilità “economico patrimoniale” è fondata sul principio della competenza economica che «consente di imputare a ciascun esercizio costi/oneri e ricavi/proventi. La competenza economica dei costi e dei ricavi direttamente conseguenti a operazioni di scambio sul mercato (acquisizione e vendita) è riconducibile al principio contabile n. 11 dell'Organismo Italiano di Contabilità (OIC) che stabilisce che “l'effetto delle operazioni e degli altri eventi deve essere rilevato contabilmente ed attribuito all'esercizio al quale tali operazioni si riferiscono e non a quello in cui si concretizzano i relativi movimenti di numerario (incassi e pagamenti)» [Allegato n. 4/2 al D.Lgs 118/2011].

enti in contabilità finanziaria, la cui introduzione ha sancito l'obbligo per gli enti locali di introdurre un sistema contabile integrato, che potesse garantire la rilevazione unitaria dei fatti gestionali, nei loro profili finanziario ed economico-patrimoniale<sup>30</sup>.

Tuttavia, la scelta del legislatore rischia di tradursi in una mera «commistione» tra sistemi contabili strutturalmente diversi, dal momento che la contabilità economica continua ad integrare, senza sostituire, la contabilità finanziaria. Come giustamente osservato da Steccolini [2012], la riforma rischia di determinare il ripetersi di una circostanza già sperimentata nel panorama italiano, fin dai tempi antecedenti alla entrata in vigore del T.U.E.L: un sistema contabile inquinato da taluni elementi di contabilità economica, incapaci di modificarne la natura strettamente finanziaria. Tutto questo, nonostante il Consiglio dell'Unione Europea, proprio nel 2011, con la Direttiva n. 85, si fosse espresso affinché i sistemi di contabilità pubblica fossero di tipo *accrual*.

### ***1.5.1. La ricapitalizzazione del capitale sociale per perdite***

Come evidenziato in precedenza, l'ente pubblico in qualità di socio di una società di capitali è tenuto ad operare la ricapitalizzazione del capitale qualora sia sceso al di sotto della soglia legale minima (artt. 2446 e 2447 cc e artt. 2482 bis e 2482 ter). Purtroppo le società pubbliche e soprattutto quelle che offrono servizi pubblici locali sono accumulatrici seriali di perdite<sup>31</sup> in quanto i contratti

---

<sup>30</sup> Quello della contabilità economico-patrimoniale rappresenta un argomento certamente non nuovo nel più ampio dibattito concernente il processo di rendicontazione degli enti locali italiani. Infatti, dopo la legge n. 142 del 1990, che già ne sollecitava la necessità di implementazione, il d.lgs. n.77/1995 imponeva agli enti locali di redigere documenti contabili tipici dell'*accrual accounting* quali il conto economico ed il conto del patrimonio.

<sup>31</sup> Il rapporto dell'area studi di Mediobanca sulle società di Regioni, Province e Comuni, pubblicato nel 2016, mette in luce le performance delle 86 maggiori società partecipate dai principali enti locali. Dall'indagine emerge che nel periodo 2010-2014 le società partecipate che gestiscono il

che stipulano con gli enti locali prevedono dei corrispettivi stabiliti sulla base di considerazioni politiche e sociali e che pertanto non sono idonei a coprire i costi di produzione.

Il legislatore è stato costretto ad intervenire, a causa dell'eccessivo ricorso alle ricapitalizzazioni. In particolare, con la legge 350/2003 (art. 3, co. 19) ha introdotto il divieto per gli enti locali di ricorrere all'indebitamento per il finanziamento di conferimenti rivolti alla ricapitalizzazione di aziende o società finalizzata al ripiano di perdite e con il comma 19 dell'articolo 6 del d.l. 78/2010, vietato gli aumenti di capitale, i trasferimenti straordinari, le aperture di credito, nonché il rilascio di garanzie a favore di società partecipate in costante squilibrio economico.

Degna di nota la sentenza della Corte dei Conti della Sezione Lombardia<sup>32</sup> che ha rimarcato la necessaria ponderazione che deve guidare l'ente locale nel dare corso ad interventi di ricapitalizzazione, considerando i riflessi sugli equilibri di bilancio degli enti locali e quindi sulla finanza pubblica. In particolare, la Corte precisa che l'ente locale prima di deliberare una ricapitalizzazione dovrà: i) ponderare attentamente la modalità economicamente più vantaggiose per ripianare le perdite; ii) analizzare le cause generative, con l'obiettivo di individuare delle modalità idonee a migliorare la performance delle società partecipate, il cui primario obiettivo, oltre la resa obbligatoria del servizio, è realizzare l'economicità della gestione e prefiggersi almeno il pareggio di bilancio.

---

trasporto locale hanno assorbito 17,6 miliardi di euro di soldi pubblici e registrato perdite nette per 1,46 miliardi di euro.

<sup>32</sup> Corte dei conti, Sezione contr. Lombardia, n. 86/PAR, 4 febbraio 2010.

### **1.5.2. Il fondo vincolato alle perdite della partecipata**

Nel 2013, il legislatore con la legge 147 del 2013 ha introdotto un *criterio di responsabilità finanziaria* delle amministrazioni pubbliche nei termini in cui ha stabilito l'obbligo per le amministrazioni di accantonare in apposito *fondo vincolato* un importo pari al risultato negativo conseguito dalla partecipata e non immediatamente ripianato, in misura proporzionale alla quota di partecipazione<sup>33</sup>.

L'introduzione di tale disposizione normativa ha risposto all'esigenza di garantire *una maggiore trasparenza* contabile del rapporto di natura economica tra enti locali e società partecipate ed ha confermato «l'intimo rapporto fra il patrimonio della società partecipata e quello dell'ente pubblico azionista» (Corte conti, Prima sez. centrale di appello, sent. 249/2015).

### **1.5.3. La conciliazione contabile**

Il legislatore al fine di ridurre il disallineamento delle poste debitorie e creditorie nei bilanci della partecipata e dell'ente pubblico socio ed evitare quindi l'emersione di passività latenti per l'ente locale, suscettibili di tradursi in esborso finanziario ha imposto, con il d.l. 95/2012 e con l'entrata in vigore del

---

<sup>33</sup> Sul tema si è pronunciata la Sezione Autonomie della Corte dei conti che, con la delibera n. 4/Sezaut/2015/Inpr del 17 febbraio 2015, ha illustrato i contenuti generali della norma e fornito alcune indicazioni per la sua attuazione. In particolare, la Corte ha stabilito che «Con riferimento alla generalità degli organismi, per perdita di esercizio si intende il risultato netto di esercizio di cui all'art. 2425 c.c. (voce 23); valore che prende in considerazione sia la gestione caratteristica sia quella non caratteristica, che comprende le poste finanziarie (interessi, perdite su cambi, svalutazioni di partecipazioni, etc.) e quelle straordinarie (plusvalenze, minusvalenze, etc.), oltre alle imposte. Un diverso criterio è previsto per le società che svolgono servizi pubblici a rete di rilevanza economica, ivi compresa la gestione dei rifiuti. Qui per risultato di esercizio si intende il risultato operativo lordo (MOL), dato dalla differenza tra il valore e il costo della produzione. Si prende, pertanto, in considerazione un risultato parziale della complessa attività societaria, ossia la sola *gestione caratteristica*».

d.lgs. 118/2011<sup>34</sup> poi, ai Comuni e alle Province di allegare al rendiconto sulla gestione anche gli esiti della verifica dei crediti e debiti reciproci con i propri enti strumentali e società controllate e partecipate.

La Sezione delle Autonomie della Corte dei Conti ha precisato con la deliberazione 2/2016 che la relazione che attesta i rapporti debito-credito deve essere asseverata sia dall'organo di revisione dell'ente territoriale, sia da parte dell'organo di revisione dell'ente strumentale o della società partecipata<sup>35</sup> al fine di garantire una piena attendibilità dei rapporti debitori e creditori [Corte dei Conti 2016].

---

<sup>34</sup> Il d.lgs 23 giugno 2011, n. 118, come modificato dal d.lgs 10 agosto 2014, n. 126, ha disposto che con l'art. 77, comma 1, lettera e) l'abrogazione del comma 4, dell'articolo 6 del d.l 95/2012, fatta salva l'applicazione ai fini della rendicontazione dell'esercizio 2014.

<sup>35</sup> La Corte testualmente statuisce che: «In caso di inerzia da parte degli organi di revisione degli enti strumentali e delle società controllate e partecipate, l'organo di revisione dell'ente territoriale è chiamato a segnalare l'inadempimento alla Giunta del Comune o delle Provincia che assume senza indugio, e comunque non oltre il termine dell'esercizio finanziario in corso, i provvedimenti necessari ai fini della riconciliazione delle partite debitorie e creditorie (articolo 11, comma 6, lettera j del d.lgs 118/2011). Nelle società per azioni e in accomandita per azioni controllate/partecipate da enti territoriali, l'asseverazione spetta al soggetto cui è attribuita la revisione legale dei conti in base all'articolo 2409-bis del Codice civile. Nelle società a responsabilità limitata controllate/partecipate da enti territoriali, ove non è obbligatoria la nomina del revisore legale dei conti (articolo 2477, comma 2 del Codice civile) è rimessa all'autonomia statutaria la facoltà di designare un organo di controllo. Nell'esercizio di questa autonomia, sarà cura dell'ente socio, nell'esercizio dei poteri di vigilanza e di controllo che gli competono, sollecitare in sede di predisposizione o di modifica dello statuto l'istituzione di un organo di controllo e di un revisore (in modo particolare nelle società controllate). Se la carenza persiste l'ente territoriale socio deve individuare, all'interno dell'organismo, il soggetto chiamato ad asseverare la nota informativa attestante i reciproci rapporti debitori e creditori, senza previsione di compensi aggiuntivi. La stessa soluzione deve essere adottata con riguardo ai consorzi» [Corte dei Conti 2016].

#### **1.5.4. Il bilancio consolidato**

Nell'ottica di una maggiore trasparenza e responsabilizzazione degli enti locali, il d.lgs. n. 118/2011, integrato dal d.lgs. n. 126/2014, ha inoltre disposto il consolidamento dei conti tra gli enti e i loro organismi partecipati<sup>36</sup>.

In particolare, nell'allegato 4 al decreto 118/2011, il legislatore precisa che il bilancio consolidato deve garantire «una visione completa delle consistenze patrimoniali e finanziarie di un gruppo di enti e società che fa capo ad un'amministrazione pubblica, incluso il risultato economico»<sup>37</sup>.

La redazione del bilancio consolidato dovrebbe quindi consentire una valutazione dell'economicità e della sostenibilità finanziaria dei piani e dei programmi formulati dagli enti pubblici e dalle società controllate e quindi offrire un importante contributo all'arricchimento dell'informazione rivolta agli *users*, che potranno acquisire dati utili per esprimere giudizi sulla qualità dei servizi pubblici offerti e sull'onerosità degli stessi.

---

<sup>36</sup> In particolare, il decreto legislativo 126/2014 ha disposto l'introduzione nel dlgs 118/2001, dell'art. 11-bis. - Bilancio consolidato che prevede quanto segue: «1. Gli enti di cui all'art. 1, comma 1, redigono il bilancio consolidato con i propri enti ed organismi strumentali, aziende, società controllate e partecipate, secondo le modalità ed i criteri individuati nel principio applicato del bilancio consolidato di cui all'allegato n. 4/4. 2. Il bilancio consolidato è costituito dal conto economico consolidato, dallo stato patrimoniale consolidato e dai seguenti allegati: a) la relazione sulla gestione consolidata che comprende la nota integrativa; b) la relazione del collegio dei revisori dei conti. 3. Ai fini dell'inclusione nel bilancio consolidato, si considera qualsiasi ente strumentale, azienda, società controllata e partecipata, indipendentemente dalla sua forma giuridica pubblica o privata, anche se le attività che svolge sono dissimili da quelle degli altri componenti del gruppo, con l'esclusione degli enti cui si applica il titolo II. 4. Gli enti di cui al comma 1 possono rinviare l'adozione del bilancio consolidato con riferimento all'esercizio 2016, salvo gli enti che, nel 2014, hanno partecipato alla sperimentazione».

<sup>37</sup> Allegato 4 - Principio contabile applicato concernente il bilancio consolidato: «In particolare, il bilancio consolidato deve consentire di: a) sopperire alle carenze informative e valutative dei bilanci degli enti che perseguono le proprie funzioni anche attraverso enti strumentali e detengono rilevanti partecipazioni in società, dando una rappresentazione, anche di natura contabile, delle proprie scelte di indirizzo, pianificazione e controllo; b) attribuire alla amministrazione capogruppo un nuovo strumento per programmare, gestire e controllare con maggiore efficacia il proprio gruppo comprensivo di enti e società; c) ottenere una visione completa delle consistenze patrimoniali e finanziarie di un gruppo di enti e società che fa capo ad un'amministrazione pubblica, incluso il risultato economico».

## **1.6. Il regime normativo afferente la nomina ed il compenso degli amministratori**

Le modalità di nomina degli amministratori sono disciplinate dall'art. 2449 c.c., che attribuisce al socio pubblico, *delle società per azioni che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, il potere di nomina degli amministratori della società partecipata, in modo proporzionale alla partecipazione al capitale sociale. L'art. 2449 c.c. rappresenta, una deroga all'art. 2383 c.c. che attribuisce all'assemblea il potere di nomina e revoca degli amministratori sociali e la sua applicazione è infatti subordinata alla circostanza che lo statuto contenga un'apposita previsione in tal senso. In virtù del "principio generale di simmetria" tra potere di nomina e facoltà di revoca degli amministratori, l'art. 2449, 2° comma c.c. stabilisce che gli amministratori «possono essere revocati soltanto dagli enti che li hanno nominati».

Con riferimento invece al compenso oltre a quanto stabilito dal codice civile il legislatore con la legge. 147/2013 ha introdotto l'obbligo di ridurre il compenso ed eventualmente revocare gli amministratori delle istituzioni: a) con una partecipazione di maggioranza, diretta e indiretta, delle pubbliche amministrazioni locali; b) titolari di affidamento diretto da parte di soggetti pubblici per una quota superiore all'80 per cento del valore della produzione; c) che nei tre esercizi precedenti abbiano conseguito un risultato economico negativo<sup>38</sup>.

---

<sup>38</sup> Art. 1, comma 554, della legge n. 147 del 2013: « (...) le aziende speciali e le a partecipazione di maggioranza, diretta e indiretta, delle pubbliche amministrazioni locali titolari di affidamento diretto da parte di soggetti pubblici per una quota superiore all'80 per cento del valore della produzione, che nei tre esercizi precedenti abbiano conseguito un risultato economico negativo, procedono alla riduzione del 30 per cento del compenso dei componenti degli organi di amministrazione. Il conseguimento di un risultato economico negativo per due anni consecutivi rappresenta giusta causa ai fini della revoca degli amministratori. Quanto previsto dal presente comma non si applica ai soggetti il cui risultato economico, benché negativo, sia coerente con un piano di risanamento preventivamente approvato dall'ente controllante».

## **1.7. Le società partecipate alla luce del Testo Unico in materia di società a partecipazione pubblica (d.lgs 175/2016)**

Il 23 settembre 2016 è entrato in vigore il d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175 recante il «Testo Unico in materia di società partecipate dalla Pubblica Amministrazione» («Testo Unico»)<sup>39</sup> operando un complessivo riordino della disciplina delle società partecipate dalla Pubblica Amministrazione con l'obiettivo di garantire— come ribadito dall'art. 1, 2° co., del Testo Unico — l'efficiente gestione delle partecipazioni pubbliche<sup>40</sup>, la tutela e la promozione della concorrenza e del mercato nonché la razionalizzazione e la riduzione della spesa pubblica.

Il d.lgs. 175/2016 ha ripreso alcune delle impostazioni già in parte delineate con la legge di stabilità per l'anno 2014 (legge 23 dicembre 2013, n. 147) e con la legge di stabilità per l'anno 2015 (legge 23 dicembre 2014, n. 190). In particolare, l'articolo 21 del testo unico, confermando quanto già

---

<sup>39</sup> Il decreto è stato emanato in esecuzione della delega contenuta nell'articolo 18 della Legge 7 agosto 2015, n. 124 (c.d. legge Madia) in materia di riorganizzazione delle amministrazioni pubbliche. Il 25 novembre 2016, la Corte costituzionale, con sentenza n° 251, ha dichiarato l'illegittimità costituzionale, tra gli altri, dell'art. 18, 1° co., lett. a), b), c), e), i), l) e m), da 1 a 7, della l. 124/2015, nella parte in cui, in combinato disposto con l'art. 16, co. 1° e 4°, della medesima legge, prevede che il Governo adotti i relativi decreti legislativi attuativi previo parere, anziché previa intesa, in sede di Conferenza unificata. Peraltro la stessa Corte ha precisato che «le pronunce di illegittimità sono circoscritte alle disposizioni di delegazione della l. 124/2015 oggetto del ricorso, e non si estendono alle relative disposizioni attuative. Nel caso di impugnazione di tali disposizioni, si dovrà accertare l'effettiva lesione delle competenze regionali, anche alla luce delle soluzioni correttive che il Governo riterrà di apprestare al fine di assicurare il rispetto del principio di leale collaborazione». Come rilevato da Fimmanò e Catricalà [2016]: «La Corte costituzionale quindi interverrà sul TU Partecipate solo se verrà impugnato e limitatamente ai punti in cui esso è lesivo delle competenze regionali e ferma restando l'adozione, nelle more, da parte del Governo di un decreto correttivo del testo unico pure previsto dalla legge»

<sup>40</sup> La Sezione delle Autonomie della Corte dei Conti, in una Delibera del 2014 ha evidenziato che la gestione delle società a partecipazione pubblica è uno dei punti cruciali nel coordinamento della finanza pubblica anche a causa di un sistema normativo non idoneo a disciplinare il fenomeno dell'esternalizzazione dei servizi pubblici.

disposto dalla legge di stabilità 2014<sup>41</sup>, impone alle amministrazioni locali che operano in *regime di contabilità finanziaria* di accantonare in «apposito fondo vincolato un importo pari al risultato negativo<sup>42</sup> non immediatamente ripianato» delle società da loro partecipate, «in misura proporzionale alla quota di partecipazione». Con questa disposizione il differenziale tra ricavi e costi di competenza della partecipata, pur avendo natura esclusivamente economica, viene direttamente accolto nella contabilità finanziaria della partecipante e ne genera una immediata, diretta e proporzionale compressione della capacità di spesa, imponendo la conservazione delle risorse finanziarie eventualmente necessarie a coprire quella perdita<sup>43</sup>.

Il legislatore ha previsto le seguenti attenuanti: i) una disciplina differente per le aziende che, pur chiudendo in perdita, segnalino un miglioramento della performance rispetto al passato; ii) l'ammontare dell'accantonamento per i primi tre anni sia pari ad una frazione della perdita. In particolare l'art. 21 prevede quanto segue:

- (i) «se l'azienda che consegue una perdita ha una storia di utili, l'accantonamento dell'anno è pari al 25%, per il 2015, al 50%, per il 2016, e al 75%, per il 2017, del risultato negativo conseguito nell'esercizio precedente;
- (ii) se l'azienda che consegue una perdita ha una storia di perdite: a) se la perdita è inferiore a quella media registrata nel triennio 2011-2013,

---

<sup>41</sup> Art. 1, comma 554, della legge n. 147 del 2013.

<sup>42</sup> L'art. 21 fornisce anche indicazioni in merito al calcolo del "risultato economico", nei termini in cui prevede che «Limitatamente alle società che svolgono servizi pubblici a rete di rilevanza economica, per risultato si intende la differenza tra valore e costi della produzione ai sensi dell'articolo 2425 del codice civile.

<sup>43</sup> L'importo accantonato è reso disponibile in misura proporzionale alla quota di partecipazione nel caso in cui l'ente partecipante ripiani la perdita di esercizio o dismetta la partecipazione o il soggetto partecipato sia posto in liquidazione. Nel caso in cui i soggetti partecipati ripianino in tutto o in parte le perdite conseguite negli esercizi precedenti l'importo accantonato viene reso disponibile agli enti partecipanti in misura corrispondente e proporzionale alla quota di partecipazione.

l'accantonamento è pari alla differenza tra il risultato conseguito nell'esercizio precedente e il risultato medio 2011-2013 migliorato, rispettivamente, del 25% per il 2014, del 50% per il 2015 e del 75% per il 2016; b) se la perdita è superiore a quella media registrata nel triennio 2011-2013, l'accantonamento è operato nella stessa misura in cui viene richiesto alle aziende con una storia di utili, come nella precedente lett. a)» [Capalbo *et al.* 2016].

Le pubbliche amministrazioni locali che adottano la *contabilità civilistica* adeguano il valore della partecipazione, nel corso dell'esercizio successivo, all'importo corrispondente alla frazione del patrimonio netto della società partecipata ove il risultato negativo non venga immediatamente ripianato e costituisca perdita durevole di valore. Per le società che redigono il bilancio consolidato, il risultato di esercizio è quello relativo a tale bilancio. Limitatamente alle società che svolgono *servizi pubblici a rete di rilevanza economica*, per risultato si intende la differenza tra valore e costi della produzione ai sensi dell'articolo 2425 del codice civile. L'importo accantonato è reso disponibile in misura proporzionale alla quota di partecipazione nel caso in cui l'ente partecipante ripiani la perdita di esercizio o dismetta la partecipazione o il soggetto partecipato sia posto in liquidazione. Nel caso in cui i soggetti partecipati ripianino in tutto o in parte le perdite conseguite negli esercizi precedenti l'importo accantonato viene reso disponibile agli enti partecipanti in misura corrispondente e proporzionale alla quota di partecipazione.

Il comma 3 dell'art. 21 del testo unico<sup>44</sup>, riprendendo quanto già stabilito dalla legge n. 147 del 2013<sup>45</sup>, ha invece ribadito l'obbligo di ridurre del 30% il compenso degli amministratori delle società: a) con una partecipazione di maggioranza, diretta e indiretta, delle pubbliche amministrazioni locali;<sup>46</sup> b) titolari di affidamento diretto da parte di soggetti pubblici per una quota superiore all'80 per cento del valore della produzione; c) che nei tre esercizi precedenti abbiano conseguito un risultato economico negativo<sup>47</sup>.

Infine, uno degli aspetti fondanti del testo unico è certamente l'esigenza di razionalizzare il numero delle partecipate. Il legislatore ha infatti previsto una razionalizzazione periodica delle partecipazioni (art. 20) ed una revisione straordinaria delle partecipate (art. 24). Mentre la revisione periodica deve essere effettuata annualmente, la revisione straordinaria doveva essere attuata entro il 23 marzo 2017 (ovvero entro i 6 mesi dalla data di entrata in vigore del decreto) ma tale scadenza sarà prorogata al 30 giugno o al 30 settembre a seguito dell'approvazione del decreto legislativo avente ad oggetto "disposizioni

---

<sup>44</sup> Art. 21, comma 3, del d.lgs 175/2016: «Le società a partecipazione di maggioranza, diretta e indiretta, delle pubbliche amministrazioni locali titolari di affidamento diretto da parte di soggetti pubblici per una quota superiore all'80 per cento del valore della produzione, che nei tre esercizi precedenti abbiano conseguito un risultato economico negativo, procedono alla riduzione del 30 per cento del compenso dei componenti degli organi di amministrazione. Il conseguimento di un risultato economico negativo per due anni consecutivi rappresenta giusta causa ai fini della revoca degli amministratori. Quanto previsto dal presente comma non si applica ai soggetti il cui risultato economico, benché negativo, sia coerente con un piano di risanamento preventivamente approvato dall'ente controllante».

<sup>45</sup> Art. 1, comma 554, della legge n. 147 del 2013.

<sup>46</sup> imitativamente alle società a controllo pubblico, il 6° co. dell'art. 11 del Testo Unico stabilisce che la parte variabile della remunerazione degli organi amministrativi «è commisurata ai risultati di bilancio raggiunti dalla società nel corso dell'esercizio precedente. In caso di risultati negativi attribuibili alla responsabilità dell'amministratore, la parte variabile non può essere corrisposta».

<sup>47</sup> Limitatamente alle società a controllo pubblico, il 6° co. dell'art. 11 del Testo Unico stabilisce che la parte variabile della remunerazione degli organi amministrativi «è commisurata ai risultati di bilancio raggiunti dalla società nel corso dell'esercizio precedente. In caso di risultati negativi attribuibili alla responsabilità dell'amministratore, la parte variabile non può essere corrisposta».

integrative e correttive del testo unico in materia di società a partecipazione pubblica”<sup>48</sup>.

In particolare, i piani di razionalizzazione annuali devono avere ad oggetto tutte quelle partecipazioni che non hanno delle performance positive oppure un oggetto sociale non coerente con le finalità istituzionali. Pertanto dovranno essere inserite nei piani annuali: i) le società non necessarie per il conseguimento delle finalità istituzionali (violazione del vincolo di scopo, art. 4, 1° co.), o che sono create per progettare e gestire un servizio o un’opera pubblica (violazione del vincolo di attività, art. 4, 2° co.); ii) le società partecipate che non hanno un oggetto sociale rivolto esclusivamente alla: produzione di servizi di interesse generale - ivi inclusa la realizzazione e la gestione delle reti e degli impianti funzionali ai servizi medesimi; progettazione e realizzazione di opere pubbliche (anche mediante partenariato pubblico-privato); autoproduzione di beni e servizi strumentali all’ente o agli enti partecipanti; gestione dei servizi di committenza, ivi incluse le attività di committenza ausiliarie, apprestati a supporto di enti senza scopo di lucro e di amministrazioni aggiudicatrici; valorizzazione del patrimonio immobiliare delle amministrazioni pubbliche; iii) le società partecipate che risultano prive di dipendenti o abbiano un numero di amministratori superiore a quello dei dipendenti; iv) le società partecipate che nel triennio precedente, hanno

---

<sup>48</sup> In data 4 aprile 2017 il Governo ha pubblicato uno Schema di decreto legislativo avente ad oggetto disposizioni integrative e correttive al decreto legislativo n. 175 del 2016, recante “testo unico in materia di società a partecipazione pubblica”, adottato in attuazione della delega conferita con gli articoli 16 e 18 della legge n. 124 del 2015 (di riorganizzazione delle amministrazioni pubbliche, cd. legge Madia). Come chiarito nella parte introduttiva dello schema di decreto: «Il provvedimento è adottato in attuazione dell’articolo 16, commi 7, della legge n. 124 del 2015. Il comma 7, in combinato disposto con il comma 1, prevede che entro dodici mesi dalla data di entrata in vigore del decreto legislativo in materia di “partecipazioni societarie delle amministrazioni pubbliche” (nonché dei decreti legislativi in materia di “lavoro alle dipendenze delle amministrazioni pubbliche e connessi profili di organizzazione amministrativa” e “servizi pubblici locali di interesse economico generale”) il Governo possa adottare, nel rispetto dei medesimi principi e criteri direttivi e della procedura previsti allo stesso articolo 16 per l’esercizio della delega, uno o più decreti legislativi recanti disposizioni integrative e correttive. I pareri parlamentari devono essere espressi entro 60 giorni dalla data di trasmissione, ossia entro il 20 maggio 2017.

conseguito un fatturato medio non superiore a un milione di euro; v) le società partecipate che nei quattro dei cinque esercizi precedenti hanno prodotto un risultato negativo ; v) le società partecipate che svolgono attività analoghe o simili a quelle svolte da altre società partecipate o da enti pubblici strumentali.

Nello specifico, devono essere oggetto di razionalizzazione straordinaria, le società partecipate non rientranti fra le attività consentite previste dall'articolo 4 del decreto; che non soddisfano i requisiti relativi alla procedura per la costituzione, acquisto o partecipazione di società di cui all'articolo 5, commi 1 e 2, del decreto; oggetto di misure di razionalizzazione di cui all'articolo 20, c. 2, (prive di dipendenti; fatturato medio dell'ultimo triennio inferiore al milione di euro; diverse da quelle costituite per la gestione di un servizio d'interesse generale aventi risultato negativo 4 su 5 esercizi; non rientranti fra le attività consentite previste dall'articolo 4 del decreto).

Fatto salvo quanto previsto dall'articolo 17, comma 4, del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 90, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 agosto 2014, n. 114, le amministrazioni che non detengono alcuna partecipazione sono obbligate a comunicarlo alla sezione della Corte dei conti competente.

## CAPITOLO SECONDO

### EARNINGS MANAGEMENT E PROPRIETÀ PUBBLICA

#### 2.1 Premessa

Le società di diritto privato partecipate da un ente pubblico «non perdono la loro natura di enti privati per il solo fatto che il loro capitale sia alimentato anche da conferimenti provenienti dallo Stato o da altro ente pubblico» [Cassazione 2009]<sup>49</sup> e pertanto ereditano dalla prescelta forma privatistica il bilancio dell'esercizio su base “*accrual*” che impone necessariamente la valutazione di poste, che per la loro natura non finanziaria, richiedono l'esercizio di una significativa dote di discrezionalità<sup>50</sup>.

#### 2.2 Il ruolo della discrezionalità nella redazione del bilancio

La discrezionalità degli amministratori nella redazione del bilancio origina dalla definizione zappiana di azienda quale: «istituto economico destinato a perdurare che, per il soddisfacimento dei bisogni umani, compone e *svolge in*

---

<sup>49</sup> Tale disposizione è stata confermata anche dal legislatore, nel testo unico in materia di società a partecipazione pubblica dove all'art. 1, 3° comma si legge quanto segue «per tutto quanto non derogato dalle disposizioni del presente decreto, si applicano alle società a partecipazione pubblica le norme sulle società contenute nel codice civile e in leggi speciali».

<sup>50</sup> Con riferimento al processo che conduce alla individuazione del reddito di esercizio così si esprimeva Amodeo: « il processo conoscitivo che adduce alla notizia della misura del reddito di esercizio non può essere considerato come un processo di “determinazione” (...) si potrà più opportunamente dire di “individuazione” della misura del reddito che è un modo per porre l'accento sul fatto che se ad una misura comunque si perviene questa non discende da una procedura automatica che consenta di proclamarla certa e precisa, ma da un processo di ricerca che si sforza di isolarla frammezzo a innumerevoli altre misure possibili che al valutatore si presentano» [Amodeo 1989].

*continua coordinazione*, la produzione o l'acquisizione e il consumo della ricchezza»[Zappa 1957]<sup>51</sup>. In una tale visione, la redazione del bilancio di un unico esercizio e l'assegnazione di un risultato ad una porzione temporale così delimitata era vista come una forzatura della realtà economica che poteva accettarsi solo a condizione che quel risultato fosse strutturato come mero "acconto" sul reddito della intera vita aziendale. A tal fine gli amministratori erano quindi autorizzati, se non tenuti, ad utilizzare la propria discrezionalità in sede di valutazione in modo da aggiustare, con interventi "politico-contabili", il risultato derivante della semplice contrapposizione tra costi e ricavi di competenza così che il reddito poi assegnato al singolo esercizio fosse tale da non danneggiare la almeno normalità dei risultati degli esercizi futuri.

La discrezionalità secondo *l'approccio reddituale* viene prioritariamente utilizzata *per compiere le valutazioni necessarie ad individuare i costi ed i ricavi che competono all'esercizio*, sicché dalla loro somma si possa poi ottenere il reddito da assegnare allo specifico esercizio<sup>52</sup>. Da tali valutazioni, evidentemente, dipende però anche la misura che si assegna al capitale. I costi ed i ricavi che *non* si sono giudicati di competenza sono infatti trasferiti agli esercizi successivi proprio attraverso la iscrizione in bilancio di gran parte di quelle attività e passività la cui somma algebrica restituisce il valore del

---

<sup>51</sup> Lo stesso Autore, in un altro scritto, definisce l'azienda come una " (...) coordinazione economica in atto, istituita e retta per il soddisfacimento dei bisogni umani" [Zappa 1927].

<sup>52</sup> Non è superfluo evidenziare come nella dottrina redditualista si parli di "*individuazione*" del *reddito dell'esercizio* proprio a sottolineare come si tratti di una discrezionale *assegnazione* ad un dato esercizio di una porzione del *reddito di impresa* ovvero del reddito che l'azienda consegue nella sua intera ed unitaria esistenza. Solo rispetto al reddito di impresa si può parlare infatti di "*determinazione*". Con riferimento al processo che conduce alla individuazione del reddito di esercizio così si esprimeva Amodeo: «ne deriva che il processo conoscitivo che adduce alla notizia della misura del reddito di esercizio non può essere considerato come un processo di "determinazione" (...) si potrà più opportunamente dire di "individuazione" nella misura del reddito che è un modo per porre l'accento sul fatto che se ad una misura comunque si perviene questa non discende da una procedura automatica che consenta di proclamarla certa e precisa, ma da un processo di ricerca che si sforza di isolarla frammezzo a innumerevoli altre misure possibili e che al valutatore si presentano» [Amodeo 1989].

patrimonio netto alla fine dell'anno. Dato un costo sostenuto per l'acquisto di un impianto, la quota che si giudicherà di competenza, meglio noto come *ammortamento*, concorrerà alla individuazione del risultato dell'anno, mentre la quota che non si considererà di competenza andrà a rappresentare il valore contabile residuo da iscriversi tra le attività dello stato patrimoniale aziendale<sup>53</sup>.

Nell'approccio patrimoniale, muta il punto di osservazione e le attività e delle passività aziendali esistenti ad una certa data sono, questa volta in *via diretta*, oggetto della valutazione del redattore del bilancio. La loro misurazione conduce alla quantificazione del patrimonio aziendale di modo tale che la variazione che questi abbia subito nel tempo per effetto della gestione, ovvero per effetto delle transazioni diverse dai trasferimenti da e verso i soci, condurrà alla misurazione del risultato dell'esercizio (*earnings*). L'idea di fondo è che ad esistere nel mondo reale siano innanzitutto le attività e le passività (*real world phenomena*) e che siano queste a dover essere oggetto di rilevazione e misurazione; i costi ed i ricavi, ed ancor di più l'utile o la perdita, altro non sono che grandezze derivate ed astratte. E così, questa volta, dato il valore assegnato ad un impianto al momento della sua prima iscrizione in bilancio (tipicamente fatto pari al costo di acquisto), il redattore del bilancio dovrà concentrarsi sul nuovo valore da assegnare al medesimo impianto e sarà la differenza tra i due a

---

<sup>53</sup> In tal senso, il processo contabile dell'ammortamento "per quanto processo di ripartita imputazione nel tempo di dati costi ammortizzabili costituisce pure, per gli effetti che comunque determina un "processo" quanto meno indiretto di valutazione dei cespiti in oggetto" [FERRERO 1988]. Anche Amodeo, che pur considera che "la rigorosa connessione il valore dei servizi dissipati e le quote di ammortamento, da una parte, ed i servizi prospetticamente ottenibili ed i valori dall'altra, è appena una relazione tendenziale", riconosce l'esistenza di una funzione valutativa [Amodeo 1989]. Più netti gli autori anglosassoni, soprattutto quelli che, aderendo alle varie scuole dei valori correnti, criticano in modo deciso la visione di ammortamento come semplice allocazione [Edwards e Bell 1964; Thomas 1974; Sterling 1975]. Secondo Sterling nessun processo di valutazione è assolutamente corretto tuttavia un ammortamento inteso come allocazione, non solo è inutile, ai fini conoscitivi esterni, ma, soprattutto, non è verificabile. Pertanto qualsiasi sia il costo di un processo di valutazione esso è da preferirsi ad una allocazione che non porta alcun beneficio sotto il profilo informativo [Sterling 1975].

misurare il componente reddituale che concorrerà alla misurazione del risultato dell'esercizio (*earnings*).

D'altra parte non può negarsi che nella impostazione reddituale l'uso della discrezionalità abbia a lungo goduto di una maggiore tolleranza. In quella impostazione il principio fondamentale della unitarietà dell'azienda, nel tempo e nello spazio, ha condotto a collegare il processo di valutazione più ai futuri complessivi flussi di reddito riconducibili alla intera vita aziendale che non alla realtà degli elementi patrimoniali esistenti ad una certa data. In quella visione, l'individuazione del reddito di esercizio doveva avvenire avendo riguardo alle complessive aspettative dei redditi futuri e non come frutto della somma di parziali valori capitali [Amodeo 1962]. Tutto questo finiva per lasciare più libertà al valutatore al quale anzi si chiedeva di fare tutto quanto possibile per individuare una misura di reddito che soprattutto fosse tale da non danneggiare i risultati presunti futuri dell'impresa, ossia di non deprimere il reddito futuro al di sotto della misura normale. E, come ampiamente illustrato in letteratura, tale condizione è soddisfatta quando il *valore che risulta attribuito al capitale in conseguenza delle valutazioni di bilancio non si elevi al di sopra del valore economico del capitale* [Amodeo 1989]<sup>54</sup>. In tale ottica, qualsiasi uso della discrezionalità mirato ad "ovviare" ai vizi del risultato che si sarebbe ottenuto dalla semplice sommatoria di valori parziali derivata dalla interruzione della

---

<sup>54</sup> Amodeo, riconosce al valore economico del capitale la funzione di collaudo rispetto al valore contabile assegnatoli in fase di redazione del bilancio sostenendo che il valore economico «è certamente, nel suo assoluto teorico, una configurazione ideale, lontana dalla pratica operante. Ma proprio per questo esso costituisce un riferimento di collaudo, indipendentemente dalla estensione cui quel collaudo possa in realtà portarsi ad effetto. Se un capitale di impresa risulta valutato al di là della misura costituita dal suo valore economico (...) esso avrà significato solo per una parte della sua estensione. Perché le fondate aspettative di reddito ad esso aperte sono tali da giustificare soltanto quella parte di esso che corrisponde al valore economico; l'eccedenza è una quantità priva di significato, un puro numero perché ad essa l'avvenire non riserva prospettive di reddito» [Amodeo 1989]. Stessa posizione era espressa già da ZAPPA: «Quasi pare che, a non breve andare, il capitale di funzionamento debba ritrovare nel capitale economico la pietra di paragone che ne consenta la appropriata valutazione» [Zappa 1950].

unitarietà spaziale e temporale non solo poteva essere ammesso ma anzi era benvenuto e si inseriva nell'ambito di quelle "politiche di bilancio" che, secondo chiara letteratura, potevano adattare il bilancio dello specifico esercizio alle superiori finalità dettate dalla unitarietà della gestione, in un modo che nessun altro procedimento contabile avrebbe potuto ottenere [Cassandro 1946].

### **2.3 Il fenomeno dell'earnings management: fondamenti teorici e definizione**

Se l'uso della discrezionalità degli amministratori è certamente un elemento irrinunciabile per giungere ad una *rappresentazione veritiera e corretta* della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio, d'altra parte non può ignorarsi che quegli stessi amministratori sono di norma profondamente coinvolti, sia sotto il profilo economico che emotivo, nelle vicende i cui esiti gli si chiede di rappresentare. Essi sono, o comunque saranno considerati, i principali artefici di quella situazione ed è quindi a loro che ne saranno riconosciuti i meriti o le colpe. Dal risultato che essi assegneranno al bilancio dell'esercizio potranno quindi derivare numerose conseguenze, sia dirette che indirette, tanto sulla loro sfera più immediatamente economica, incidendo ad esempio sulla quantificazione di quota parte della remunerazione o sulle probabilità di conferma del mandato, quanto su quella esclusivamente emotiva incidendo sull'immagine di cui essi godono nel proprio contesto sociale ed economico.

Come sostenuto e dimostrato da autorevole letteratura, gli amministratori tendono a massimizzare la propria utilità ed ad agire quindi nel proprio interesse [Watts e Zimmerman 1978] ed è pertanto evidente che al rischio delle conseguenze così paventate corrisponderanno altrettanti incentivi che potranno spingerli ad utilizzare la propria discrezionalità non tanto, o non solo, per favorire la rappresentazione veritiera e corretta della situazione aziendale

quanto piuttosto per «gestire» i risultati aziendali conducendoli nella direzione che, volta per volta, più assecondi le loro esigenze del momento<sup>55</sup>. Quando ciò accada si parla appunto di *earnings management*. Nonostante siano presenti innumerevoli contributi in letteratura, individuare una definizione di earnings management largamente condivisa non risulta possibile [Mattei 2006].

Prima di procedere ad un'analisi delle definizioni dottrinali più diffuse di earnings è opportuno rilevare che i fondamenti teorici degli studi di earnings management possono essere ritrovati nelle assunzioni alla base delle seguenti teorie: *agency theory* e *positive accounting theory*.

Jensen e Meckling [1976] partendo dal contributo di Coase [1937] hanno elaborato la cosiddetta *agency theory*. Secondo questa teoria il rapporto tra la proprietà e controllo, ossia tra azionisti (*principal*) e management (*agent*) è caratterizzato dalla presenza di asimmetria informativa a favore dell'*agent* che determina l'insorgere dei cosiddetti «costi d'agenzia». Quest'ultimi possono distinguersi in tre categorie: costi di controllo, determinati dal monitoraggio dell'attività dell'*agent* da parte del *principal*; costi di assicurazione, dovuti all'attività di convincimento dell'*agent* nei riguardi del *principal*, della bontà della propria opera; costi residuali: derivanti da conflitti d'interesse che i costi precedenti non sono in grado di risolvere.

Il manager, difatti: i) possiedono maggiori informazioni rispetto ai soggetti esterni all'azienda; ii) svolgono un'attività di difficile misurazione e valutazione e, di conseguenza, il controllo diretto del loro comportamento è molto difficile da realizzare; iii) hanno generalmente interessi differenti o meglio in conflitto con gli azionisti. Mentre questi ultimi sono generalmente interessati alla massimizzazione del rendimento complessivo degli investimenti

---

<sup>55</sup> Amodeo sosteneva che «Il valutatore, nel porre in essere le sue stime, vaglia possibilità numerose, e fra queste coscientemente e volontariamente sceglie quelle che nella sua libertà di apprezzamento gli appaiono meglio corrispondere ai suoi propositi» [Amodeo 1989].

effettuati, gli azionisti hanno una tipologia dissimile e più ampia di bisogni economici e psicologici (si pensi, ad esempio, alla massimizzazione della propria remunerazione o della propria reputazione personale). L'asimmetria informativa e la divergenza di interessi, possono generare i cosiddetti fenomeni dell'*adverse selection* [Akerlof 1970] e del *moral hazard* in quanto il possesso di informazioni privilegiate fornirà agli *agent* l'opportunità, *logicamente avversa* agli interessi degli investitori, di ottenere profitti abnormi ed inoltre, consapevoli della difficoltà da parte degli azionisti di monitorare adeguamente il loro comportamento, saranno incentivati a *massimizzare i propri interessi personali* a discapito di quelli dell'intera organizzazione [Scott 2003].

La *positive accounting theory* si è diffusa a seguito dell'articolo pubblicato nel 1978 da Watts e Zimmerman. Gli autori nel ricercare le motivazioni che spingono i manager ad esercitare pressioni sui processi di emanazione dei principi contabili, hanno dimostrato empiricamente che in presenza di rilevanti costi «politici» (associati a più elevate dimensioni aziendali), le scelte dei manager sono orientate verso criteri di contabilizzazione e valutazione idonei a comprimere i risultati di bilancio [Watts e Zimmerman 1978].

Individuate le basi teoriche dell'earnings management di seguito si cercherà di illustrare cosa si intende per earnings management. Le definizioni offerte in letteratura sono numerose e non sempre tra loro concordanti. Secondo Schipper si sconfinava nell'EM quando si è in presenza di un «intervento deliberato nel processo di redazione del bilancio esterno teso ad ottenere vantaggi privati (private gain)». L'autrice precisa poi la propria definizione anche in senso negativo, evidenziando come tale intervento debba intendersi come opposto alla semplice *facilitazione* di un *neutrale* svolgimento del processo di redazione [Schipper 1989]. Anche Scott ritiene che un elemento distintivo per qualificare lo *sconfinamento* nell'EM sia l'uso intenzionale della discrezionalità, ma più che di vantaggi privati, preferisce parlare più in generale di «specific objective» [Scott 2003].

Ronen e Yaari [2008] nell'affermare che esiste earnings management quando gli amministratori, *consapevolmente*, omettono di riportare il reale risultato di breve periodo, individuano - a seconda della finalità per cui le alterazioni sono compiute - tre diverse tipologie di earnings management: benefico, pernicioso e neutrale. Se le alterazioni dei dati hanno l'obiettivo di evitare che la rappresentazione del risultato connesso al breve periodo possa confondere il lettore sulla effettiva portata del valore *economico* dell'azienda nel lungo periodo, allora si parlerà di EM *benefico*. Se, invece, le ragioni risiedono nel semplice desiderio di nascondere il risultato di breve periodo, o peggio ancora, di nascondere anche il reale trend di lungo periodo, allora si parlerà di EM *pernicioso*. Se, infine, risiedono nella esigenza di rappresentare la reale "*performance*" del periodo, allora si parlerà di EM *neutrale*. Capalbo [2016], in linea con la visione di Ronen e Yari, rileva che l'uso della discrezionalità da parte degli amministratori diventa una forma di *gestione dei risultati di bilancio* (earnings management) «ogni qualvolta la valutazione e rappresentazione delle singole poste di bilancio sia volutamente utilizzata per indirizzare i risultati di bilancio in una determinata direzione».

## **2.4 Le aree del bilancio soggette ad earnings management**

La discrezionalità di cui gode il manager in sede di redazione del bilancio non è uguale rispetto a tutte le poste che lo compongono, ma si muove lungo una linea che dipende dal grado di interazione che la valutazione della specifica posta ha rispetto all'economia ed alla contabilità di altre entità. Tale discrezionalità è quindi minima quando la transazione si sia definitivamente conclusa ed abbia dato luogo allo scambio di flussi con altre entità. In questo caso l'esistenza di una uscita o una entrata riducono di molto ogni possibilità di valutazione in merito all'impatto che la transazione ha avuto per l'azienda. Il costo del personale di una azienda sarà ad esempio misurato dal monte dei salari

pagati e la discrezionalità dei manager sarà ridotta ad alcune valutazioni in merito alla competenza di alcune spese minori.

Se invece l'operazione è ancora in corso, la discrezionalità è più o meno intensa a seconda dell'impatto che la valutazione compiuta dai manager può avere nella ricchezza e quindi nella contabilità di altri soggetti. In tal senso, sarà più contenuta nella valutazione dei crediti e dei debiti finanziari, mentre sarà molto più alta in caso di valutazione di rimanenze o di lavori in corso. Alla iscrizione di un credito o di un debito finanziario nel bilancio dell'azienda corrisponde un debito o un credito nel bilancio di una altra entità, laddove alla iscrizione di un maggior valore delle rimanenze, e quindi di una più alta misura del reddito, non corrisponde di certo un maggior costo nella contabilità di altre aziende. Di certo, il management potrà sempre decidere di iscrivere crediti o debiti prematuramente rispetto al momento della loro effettiva maturazione [Levitt 1998; Altamuro *et al.* 2005] ovvero di posticiparne la iscrizione, ma ovviamente si tratta di alterazioni che saranno facilmente riscontrabili da parte degli organi di controllo. Maggiori spazi di manovra esistono invece per le operazioni in cui le poste di debito e di credito non sono ancora state definitivamente accertate. È questo il caso delle c.d. fatture da emettere e fatture da ricevere, che sono spesso utilizzate come strumento di earnings management (soprattutto ai fini fiscali). In entrambi i casi si tratta di attività di earnings management di difficile individuazione in quanto non implicano alcuna distinta indicazione per natura nel conto economico. La struttura del conto economico, sia essa per natura che per destinazione, confonde i ricavi ed i costi misurati da questi crediti o debiti volutamente alterati con tutti gli altri costi e ricavi di uguale natura. Ma la discrezionalità diventa sicuramente massima quando la valutazione riguarda una attività non monetaria o una passività potenziale, in quanto in questi casi al valore assegnato dal management non deve necessariamente corrispondere alcun tipo di variazione nel bilancio di terzi. In altri termini il gioco *non è a somma zero* e pertanto i redattori del bilancio,

possono modificare i valori assegnati a queste attività e queste passività senza che altri ne debbano subire direttamente le conseguenze o possano in via immediata smentire i valori assegnati così come accade, ad esempio, per i crediti con lo strumento della circolarizzazione.

Non stupisce quindi che i principali studi in tema di EM si concentrano proprio sull'uso mirato dei costi e dei ricavi che derivano dalla valutazione di queste poste. È tale il caso degli ammortamenti [Marquardt e Wiedman 2004]; delle *impairment loss e reversal* [Elliott e Hanna 1996; Sevin e Schroeder 2005; Masters-Stout et al. 2008; Rong-Ruey et al. 2009]; degli accantonamenti [McNichols e Wilson 1988; Ahmed *et al.* 1999] e delle capitalizzazioni [Wang e D'Souza 2006; Markarian *et al.* 2008; Osma 2008; Luke 2010]. In queste ipotesi le tracce dell'earnings management sono molto più evidenti in quanto i costi ed i ricavi che derivano da queste operazioni sono di natura omogenea e, nella gran parte dei casi, beneficiano della assegnazione nello schema di conto economico civilistico di righe specifiche dedicate appunto ad ammortamenti, accantonamenti, svalutazioni. Resta di certo la possibilità che alcune di queste voci siano accolte in altre linee del conto economico, come ad esempio può accadere alla liberazione dei fondi destinati alla misurazione di passività potenziali non realizzatesi, ma si tratta di una porzione relativamente contenuta del fenomeno<sup>56</sup>.

---

<sup>56</sup> Complessivamente quindi è possibile proporre una semplicistica, divisione delle attività in ordine di "alterabilità" tra: 1) immobilizzazioni materiali (acquisite); 2) crediti ed altre attività finanziarie; 3) magazzino materie e prodotti; 4) capitalizzazioni di costi in genere ed iscrizione di immobilizzazioni immateriali.

## 2.5 Le principali tecniche di manipolazioni dei dati contabili

Seguendo la distinzione proposta da Levitt [1998]<sup>57</sup> è possibile identificare le seguenti pratiche di earnings management:

- (i) *big bath*: tale tecnica prevede l'incremento dei costi discrezionali qualora l'azienda registri già un risultato negativo, al fine di aumentare la probabilità di risultati positivi negli anni successivi. In particolare, tale tecnica può essere utilizzata dai manager al fine di massimizzare i bonus legati ai risultati dell'esercizio. Supponiamo che gli utili sono più bassi del limite minimo stabilito ai fini dell'erogazione del bonus; in questo caso i manager preferiranno trasferire gli earnings negli esercizi successivi, creando così delle "riserve" da utilizzare per la massimizzazione degli earnings in futuro. Anche in corrispondenza di cambiamenti degli amministratori è stato rilevato un uso frequente delle politiche di *big bath* al fine di ripulire il bilancio, incolpando i manager uscenti delle performance negative delle società;
- (ii) *income smoothing o cookie jar*: tale tecnica prevede il livellamento dei redditi ed è finalizzata a ridurre la variabilità dei risultati economici di periodo. Pertanto se il risultato ottenuto dovesse risultare di poco inferiore a quello dell'esercizio precedente il management compirà delle scelte volte ad aumentare il risultato

---

<sup>57</sup> «Flexibility in accounting allows it to keep pace with business innovations. Abuses such as earnings management occur when people exploit this pliancy. Trickery is employed to obscure actual financial volatility. This, in turn, masks the true consequences of management's decisions. These practices aren't limited to smaller companies struggling to gain investor interest. It's also happening in companies whose products we know and admire. So what are these illusions? Five of the more popular ones I want to discuss today are "big bath" restructuring charges, creative acquisition accounting, "cookie jar reserves," "immaterial" misapplications of accounting principles, and the premature recognition of revenue»[Levitt 1998].

dell'esercizio mediante una sovrastima dei componenti positivi o sottostimando i componenti negativi o farà delle scelte opposte nel caso in cui il reddito effettivamente conseguito risulti di troppo superiore rispetto a quello dell'esercizio precedente. L'incentivo a porre in essere tale tecnica deriva, dal fatto che una minore variabilità è percepita dal mercato dei capitali come indice di minore rischiosità aziendale e pertanto determina una riduzione del costo capitale. Inoltre, variazioni incrementative dei redditi potrebbero attirare l'attenzione di alcuni stakeholder che potrebbero richiedere remunerazioni e compensi più elevati. Infine, anche la presenza di piani di remunerazione variabile per il management incentiva l'attuazione di politiche di income smoothing, in quanto la crescita costante degli earnings consente ai manager di ricevere una maggiore remunerazione variabile<sup>58</sup>;

- (iii) *revenue recognition*: tale tecnica permette all'azienda di «gonfiare» gli utili, registrando i ricavi in anticipo o contabilizzando ricavi inesistenti. Di seguito alcuni esempi: a) contabilizzazione dei ricavi prima di erogare il servizio oppure rilevazione come ricavo di una anticipazione a valere sulle prestazioni degli anni successivi (pagamento up-front); b) registrazione di ricavi in eccesso rispetto al lavoro completato nel contratto sottostimando i «lavori a finire» di una commessa, o sovrastimando i «lavori effettuati»; c) contabilizzazione dei ricavi prima che il cliente abbia accettato il contratto; d) registrazione dei ricavi per contribuzioni ed erogazioni per le quali non sia stato completato il processo di liquidazione; e)

---

<sup>58</sup> Fudenberg e Tirole [1995] definiscono l'income smoothing: « the process of manipulating the time profile of earnings reports to make the reported income stream less variable». Per una più completa analisi di tali tecnica si rinvia inoltre a Ronen e Sadan [1981]; Trueman e Titman [1988]; Schipper [1989]; Alciatore *et al.* [1998]; Elliott e Hanna [1996].

registrazione di ricavi derivanti da *transazioni boomerang* ovvero transazioni che sono prive di sostanza economica in quanto il venditori si obbliga a riacquistare, magari ad un prezzo maggiorato.

Le tecniche analizzate incidono sulla valutazione di un'operazione ma non sulla «gestione reale» della stessa. Gli amministratori possono però compiere delle attività di earnings management anche tramite «operazioni reali» piuttosto che tramite delle «scelte contabili». Si pensi ad esempio agli investimenti in attività di ricerca applicata<sup>59</sup> che non possono essere capitalizzate. Conoscendo *ex ante* quale sarà il riflesso contabile di tale operazione, i redattori del bilancio potrebbero decidere di non investire in tali attività al fine di conseguire delle migliori performance. Queste tecniche di manipolazione sono però molto pericolose in quanto potrebbero incidere sulle prospettive future di esistenza dell'azienda, «privandola delle condizioni per competere sui mercati» [Quagli 2011].

## **2.6 I metodi per la misurazione dell'earnings management**

### ***2.6.1 I metodi statistici***

La letteratura ha sviluppato diverse metodi per giungere ad una misurazione della attività di *earnings management*.

Un primo indicatore è stato sviluppato da Healy che nel 1985 propose di utilizzare come misura dell'earnings management la differenza tra il flusso di cassa generato dalla gestione corrente (*operating cash flow*) e il risultato di

---

<sup>59</sup> Prima dell'emanazione del d.lgs. n. 139/2015, potevano essere capitalizzate soltanto la ricerca applicata e le spese per lo sviluppo, su parere favorevole del collegio sindacale. Con le novità introdotte dal decreto, alla disciplina del bilancio di esercizio, solo le spese di sviluppo possono essere capitalizzate.

periodo. Tale differenza permette di isolare i cosiddetti *total accrual*, ovvero l'insieme di quelle poste che sono frutto dell'applicazione della competenza (*accrual basis*) e che sono determinate in via discrezionale dai manager proprio per riflettere sul conto economico eventi che invece non sono stati contabilizzati perché non hanno avuto variazione finanziaria e che quindi, in quanto tali, non hanno avuto impatto sul flusso di cassa: ammortamenti, accantonamenti, svalutazioni, rivalutazione etc.

$$\text{Total Accruals} = \text{Operating Net Income} - \text{Operating Cash Flow}$$

Inoltre, laddove, quando, come di norma accade, l'*operating cash flow* assume le sole variazioni di cassa e equivalenti di cassa, i *total accrual* che vengono così calcolati, comprendono anche i *working capital accrual* ovvero quelle variazioni del *working capital* che hanno effetto sul reddito ma non sulla cassa, come ad esempio una variazione incrementativa dei crediti [Healy 1985].

D'altra parte, la rilevazione di un *accrual*, come ad esempio un ammortamento, non è sempre il frutto della valutazione discrezionale dei manager. Qualsiasi azienda in regime di contabilità per competenza registra annualmente una quota più o meno ampia di *accrual* semplicemente perché applica i corretti principi contabili e non perché compie operazioni di *earnings management*. Pertanto, per utilizzare tali poste come misura di tali operazioni occorre poter separare nell'ambito dei *total accrual* la quota di *non-discretionary accrual*, ovvero di quelli che l'azienda compie senza volontà di alterazione, dagli *abnormal accrual* [Peasnell et al. 2000].

Un primo tentativo in tal senso fu fatto da DeAngelo [1986] che individuò la quota non discrezionale degli *accrual* osservandone l'andamento nei periodi precedenti le operazioni di *management buy out*. Lo stimolo posto da quello studio è stato poi raccolto dalla Jones [1991], la quale ha sviluppato un modello che permette di isolare dai *total accrual* la quota degli *abnormal accrual*, sulla

base di apposite regressioni lineari che ne confrontano l'andamento con quello dei ricavi e delle immobilizzazioni aziendali. La misura di queste due variabili dovrebbe permettere infatti di individuare l'altezza normale degli *accrual* così che la quota *abnormal* può considerarsi di natura *discretionary* ed essere così assunta come *proxy* dell'*earnings management*<sup>60</sup>. È bene precisare come l'indicatore sia rappresentato dal valore assoluto degli *abnormal accrual*, indipendentemente dal loro segno algebrico, tanto che si parla in generale di *unsigned discretionary accrual* [Warfield *et al.* 1995; Klein 2002; Bergstresser e Philippon 2006]. Il modello proposto dalla Jones è poi stato modificato da Dechow *et al.* [1995] che hanno inserito appositi aggiustamenti per rettificare l'andamento dei ricavi tenendo anche in considerazione la variazione dei crediti.

Altri autori hanno invece proposto di misurare l'*earnings management* analizzando la variazione di specifiche voci di bilancio. McNichols e Wilson [1988], ad esempio, seguono l'andamento delle svalutazioni dei crediti e ne isolano le variazioni *abnormal*, mentre Beatty *et al.* [2002] compiono un'operazione simile con gli accantonamenti alle riserve tecniche per sinistri e danni. Stubben propone invece di concentrare l'attenzione sul rapporto tra l'andamento dei ricavi e quello dei crediti in modo da isolare la quota di questi ultimi che può considerarsi discrezionale o inattesa (c.d. *discretionary or unexpected receivables*) [Stubben 2010].

Tutti i metodi fin qui richiamati si basano quindi sulla ricerca delle tracce di una o più specifiche alterazioni che il management può aver strumentalmente compiuto per modificare il risultato dell'esercizio. Tanto, tuttavia, li rende inefficaci quando il management ha usato strumenti differenti da quelli ipotizzati dallo specifico modello e, in ogni caso, in tutte le ipotesi di *real-based earnings management*, ovvero quelle ipotesi in cui la alterazione viene ottenuta

---

<sup>60</sup> Altre metodologie impiegate per la individuazione degli *abnormal accruals* si trovano in Fama e French [1997] ed in Kothari *et al.* [2005].

senza agire direttamente sulle voci discrezionali del bilancio ma strutturando le operazioni in modo tale che la loro corretta rappresentazione contabile conduca al risultato desiderato. È questo il caso di operazioni in leasing preferite ad un acquisto a dilazione al fine di non appesantire l'indebitamento di bilancio [Healy e Wahlen 1999], ovvero di attente programmazioni delle manutenzioni ordinarie non strettamente necessarie o dei costi di ricerca e sviluppo [Osma 2008] studiate per aumentare o diminuire i risultati di un anno rispetto a quelli dell'anno precedente o successivo, o ancora di operazioni di cessione delle partecipazioni compiute per evitare il consolidamento o della cessione di immobilizzazioni programmate per far emergere la plusvalenza o la minusvalenza in un esercizio piuttosto che in un altro. Gli effetti di questo tipo di alterazioni possono invece essere rintracciati da altri metodi che misurano l'*earnings management* sulla base dell'analisi delle frequenze di distribuzione, individuando andamenti anomali in corrispondenza di determinati eventi ovvero rispetto a determinati «valori soglia». Tra questi il più conosciuto, e senza dubbio il più citato, è il modello adottato da Burgstahler e Dichev [1997], i quali, analizzando la frequenza di distribuzione dei redditi di 4.436 società per 19 anni, hanno evidenziato come i casi in cui il risultato del conto economico sia leggermente superiore a zero siano molto più numerosi di quelli in cui il risultato è lievemente inferiore a zero. Il metodo utilizzato da Burgstahler e Dichev [1997] si fonda sulle seguenti intuizioni: i) l'esistenza di alcuni «valori soglia» percepiti come particolarmente importanti dai cosiddetti *users*, ovvero dai «gruppi richiedenti informazioni di natura contabile»; ii) la constatazione che «piccole» variazioni positive del risultato dell'esercizio possano sortire un effetto sugli investitori superiore al reale significato di tale variazione.

DeGeorge *et al.* [1999] oltre ad esaminare le manovre di earnings management per aggiustare i risultati dell'esercizio, intorno al valore soglia «zero» studiano le attività di manipolazioni poste in essere per minimizzare le differenze con l'andamento previsto dagli analisti, confrontando la

distribuzione degli «earnings per share» (EPS) dello stesso trimestre, in anni differenti. Chen *et al.* [2008] dimostrano invece l'esercizio di *earnings management* nelle aziende quotate cinesi osservando come il ROE si posizioni sistematicamente nell'intorno del valore richiesto dalla locale normativa per poter compiere determinate operazioni.

Con riferimento al contesto italiano, sia Mattei [2006] che Prencipe [2006] hanno dimostrato la presenza di piccoli utili rispetto a piccole perdite. Mentre Mattei ha utilizzato i dati delle società quotate dal 1999 al 2004, Prencipe ha utilizzato i dati delle società quotate dal 1999 al 2004 e delle società non quotate dal 1993 al 2003.

### **2.6.2 I metodi contabili**

I metodi contabili, basati sull'analisi di bilancio, sono particolarmente efficaci per la misurazione della *qualità delle informazioni contabili* in quanto permettono di individuare quelle che in campo internazionale sono definite «red flags» (segnali di pericolo), vale a dire quelle componenti di reddito che presentano particolari anomalie rispetto agli esercizi precedenti e, quindi, potrebbero essere rivelatrici dell'attuazione di pratiche di *earnings management*.

Per individuare la presenza di *earnings management* nei dati di bilancio, prima ancora di procedere ad un'analisi di bilancio vera e propria, è opportuno individuare: i) il settore e quindi l'attività svolta dall'azienda al fine di identificare i componenti di reddito anomali, ossia quelli la cui entità non risulta coerente rispetto alle tipologie di attività svolte dall'impresa; ii) la presenza di variabili di contesto ed incentivi che possono spingere l'impresa ad attuare pratiche manipolative dei dati di bilancio; iii) il grado di chiarezza e di trasparenza della disclosure.

Acquisite tali informazioni è possibile procedere con l'analisi di bilancio focalizzando l'attenzione sia sul conto economico, sia sullo stato patrimoniale in quanto molte voci di reddito sono collegate a voci patrimoniali, come per esempio gli ammortamenti e gli accantonamenti a fondi rettificativi ma anche sul rendiconto finanziario<sup>61</sup>.

Di seguito si elencano i principali segnali di pericolo che possono essere individuati analizzando le voci del bilancio:

- incremento nella vita media dei crediti, espressa come rapporto tra  $(\text{Crediti a fine anno}/\text{Fatturato}) * 360$ . La vita media non dovrebbe crescere a meno di modifiche nelle politiche commerciali. Ove ciò accade questo è dovuto alla presenza di incagli all'incasso o alla inesistenza di crediti;
- incremento della distanza tra «reddito dell'esercizio» e flusso di cassa generato dalla gestione corrente. Si possono inventare i ricavi (ergo i crediti) ma non si possono inventare i flussi di cassa;
- modifiche nei criteri di contabilizzazione dei crediti e dei ricavi;
- notevole anzianità dei crediti e relativo immobilismo della voce fatture da emettere;
- crescita del reddito operativo percentualmente superiore alla crescita dei ricavi
- inusuali riduzioni nei fondi rischi e negli accantonamenti;
- modifiche nelle politiche contabili per la rilevazione dei rischi;
- incrementi nei margini e nella redditività delle vendite (ROS).

---

<sup>61</sup> Il decreto legislativo n. 139 del 18 agosto 2015, ha disposto (con l'art. 12, comma 1) la modifica dell'art. 2423, commi 1 e 4, introducendo l'obbligo, per tutte le imprese, di redigere il rendiconto finanziario a partire dai bilanci 2016.

Al fine di individuare le “red flag” dall’analisi del rendiconto finanziario, è opportuno considerare che esiste un interesse a dimostrare che *l’area operativa sia quella che, nel lungo termine, genera i flussi finanziari destinati ad alimentare gli investimenti e/o il rimborso di finanziamenti che abbiano originariamente alimentato gli investimenti o fasi negative della gestione.*

Pertanto considerando la seguente struttura del rendiconto finanziario è opportuno prestare attenzione ad eventuali forti oscillazioni nel segno del flusso derivante dalla variazione nei crediti, nei debiti e nelle rimanenze.

Cassa all'1.1.
± FLUSSO PRODOTTO (ASSORBITO) DALLA GESTIONE CORRENTE <i>Differenza tra costi e ricavi finanziari ovvero misurati da entrate, uscite, o altre variazioni del circolante (variazioni di crediti o debiti di funzionamento, ratei, risconti o scorte)</i>
± FLUSSO PRODOTTO (ASSORBITO) DALLA VARIAZIONE DEL WORKING CAPITAL <i>Variazione del circolante (crediti e debiti di funzionamento, ratei e risconti, scorte)</i>
± FLUSSO PRODOTTO (ASSORBITO) DA INVESTIMENTI E DISINVESTIMENTI NON FINANZIATI DA CONTRIBUTI IN CONTO CAPITALE <i>Differenza tra entrate e uscite per acquisto e vendita immobilizzazioni non finanziate da contributi dedicati</i>
± FLUSSO PRODOTTO (ASSORBITO) DA GESTIONE FINANZIAMENTI <i>Differenza tra entrate e uscite per erogazioni e rimborsi</i>
± FLUSSO PRODOTTO (ASSORBITO) DA VARIAZIONI MEZZI PROPRI <i>Differenza tra apporti ed erogazioni per dividendi o restituzioni capitale</i>
± FLUSSO PRODOTTO DA CONTRIBUTI VINCOLATI <i>Espresso al netto delle quote liquidate ma non versate</i>
± FLUSSO (ASSORBITO) DA ACQUISTO IMMOBILIZZAZIONI FINANZIATE DA CONTRIBUTI VINCOLATI
= FLUSSO PRODOTTO O ASSORBITO NELL'ANNO

In particolare, l’azienda, attraverso lo strumento del factoring (operazione di cessione di crediti) può «anticipare» i flussi di cassa, che spetterebbero ad anni successivi. Mentre al fine di spostare i flussi di cassa in uscita al di fuori dall’area può ad esempio pagare i fornitori, in ritardo rispetto ai termini concordati nel contratto oppure ridurre gli acquisti al fine abbassare i livelli medi di giacenza del magazzino.

È opportuno rilevare che le *red flags*, sebbene siano indicative di una qualità discutibile dei dati di bilancio, non sempre sono evidenza inequivocabile dell'esistenza di una manipolazione ma sono solo *segnali di allarme* che devono spingere il controllore ad acquisire maggiori informazioni al fine di verificare se le anomalie siano coerenti con la realtà economica sottostante.

## **2.7 Le ragioni alla base di possibili relazioni tra natura pubblica della proprietà e earnings management**

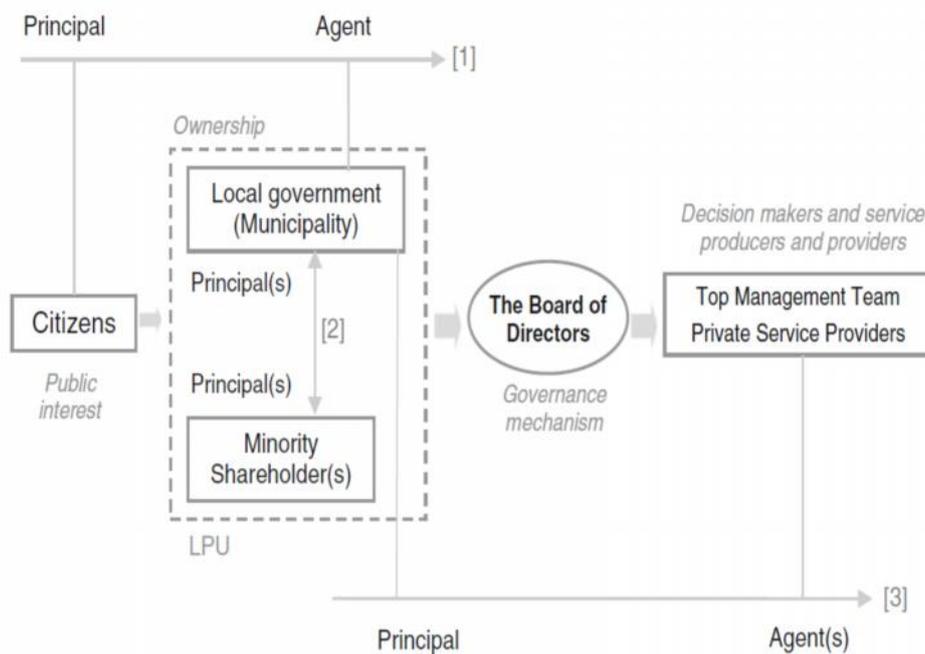
Nonostante il rilievo che le società a partecipazione pubblica (SOE) hanno nella vita economica e sociale di molti paesi [Christiansen 2011; OECD 2014; Vernon e Aharoni 2014; Bruton *et al.* 2015; Subramanian 2016] e nonostante la crescente attenzione che la letteratura ha dimostrato sul tema della corporate governance delle SOE [Grossi *et al.* 2015], la letteratura di accounting si è preoccupata poco di analizzare le possibili interrelazioni tra natura pubblica della proprietà e qualità dei bilanci [Wang e Yung 2011]. Probabilmente, una delle principali ragioni di questo silenzio è da ricercarsi nella diffusione delle SOE soprattutto tra le società *non quotate* dove la scarsità dei dati a disposizione mal si presta all'applicazione dei principali metodi che la letteratura ha utilizzato per misurare la qualità dei bilanci in generale e l'*earnings management* in particolare.

Eppure esistono molte ragioni per ipotizzare l'esistenza di una relazione tra natura pubblica della proprietà ed *earnings management*, sia in senso positivo che negativo.

Il tradizionale rapporto di agenzia che nel settore privato esiste tra agent e principal si prolunga, nelle SOE, in senso verticale e si amplia in senso orizzontale. Pertanto, la *accountability*, che è già un concetto sfuggente e camaleontico [Roberts e Scapens 1985 ; Thynne e Goldring 1987; Jones 1992; Sinclair 1995; Bovens 2005] nell'ambito delle società partecipate tende a

complicarsi ancor di più sia sotto il profilo della direzione che dei contenuti. Alla tradizionale dimensione verticale, tipica delle amministrazioni basate sul modello Westminster [Harman 1992; Fuller e Roffey 1993] che conduce le informazioni dai livelli gerarchici inferiori a quelli superiori [Pollitt 2003], nel settore delle partecipate pubbliche prende spazio una forma di rendicontazione orizzontale i cui principali destinatari sono i cittadini ovvero l'opinione pubblica in generale [Sinclair 1995]. Si configurano quindi i seguenti rapporti di agenzia: la proprietà formale (ente pubblico), che è *principal* verso i manager delle società partecipate, è a sua volta *agent* verso un terzo livello individuabile nei cittadini, ovvero nell'opinione pubblica.

FIGURA 3 – IL RAPPORTO DI AGENZIA NELLE SOCIETÀ A PARTECIPAZIONE PUBBLICA



- [1] Citizens (principal) – Local government (agent)
- [2] Local government (principal) – Minority shareholder(s) (principal)
- [3] Local government (principal) – TMT and service producers or providers (agent)

Fonte: Calabrò et al. [2013].

I *principal* delle SOE possono essere portatori di interessi differenti e spesso contrastanti riconducibili ai diversi centri di potere [Ghosh e Whalley 2008; Bruton *et al.* 2015], così che gli *agent* si trovano a dover gestire una pluralità di voci conflittuali che possono moltiplicare gli incentivi alla manipolazione dei dati, ponendo le basi per un incremento nella attività di *earnings management*.

Considerando, inoltre, la natura del denaro impiegato, le partecipate, sono «politically visible» [Watts e Zimmerman 1978] e pertanto un risultato negativo può essere considerato uno *spreco di risorse pubbliche*. Sulla base di tali considerazioni, è lecito quindi ritenere che questa circostanza accentui la naturale tendenza *ad evitare* l'iscrizione di valori negativi [Kahneman e Tversky 1979; Burgstahler e Dichev 1997].

Ampia letteratura ha, inoltre, dimostrato che l'attività di earnings management diminuisce quando aumenta l'indipendenza degli amministratori [Dechow *et al.* 1996; Beasley e Salterio 2001; Klein 2002; Peasnell *et al.* 2005; Marra *et al.* 2011]. Rispetto alla popolazione delle imprese partecipate non è possibile individuare degli amministratori indipendenti. Pertanto soprattutto nelle aziende a totale partecipazione pubblica gli amministratori sono dei semplici «esecutori» della volontà dell'ente socio e quindi in sostanza del funzionario politico. Emblematica è l'osservazione del Presidente dell'ANAC, Raffaele Cantone, che nel descrivere il fenomeno degenerativo delle società pubbliche, individua tra le principali cause la nomina degli amministratori delle stesse affermando testualmente che: la nomina «decisa dai vertici politici dell'ente locale di riferimento (giunte comunali, provinciali e regionali), si è trasformata in un “premio” conferito non sempre a chi avesse titoli e qualità per gestire la società, ma (molto spesso) a chi era risultato “organico” alla medesima area politica di governo dell'ente designante» [Cantone 2017].

Si consideri, inoltre, che le persone fisiche che rappresentano la proprietà delle partecipate pubbliche non hanno il medesimo grado di continuità esistente

di norma nel settore privato e la loro scarsa “stabilità”, connessa al succedersi delle amministrazioni in carica, può favorire il ricorso ad opportunismi contabili. In altri termini, è lecito ipotizzare che in prossimità della fine del mandato degli amministratori si possa, con maggiore probabilità, realizzare una comunanza di interessi di socio e gestore nel miglioramento dei risultati in corso indipendentemente dalla considerazione delle ricadute su esercizi futuri. Questo rende inoltre verosimile la diffusione di un comportamento esattamente opposto a quello descritto in letteratura per le imprese non partecipate secondo cui l’accentramento della proprietà genera una riduzione dell’attività di EM. In questi casi, infatti, dal momento che gli interessi dei soci “formali” (gli amministratori dell’ente proprietario), non coincidono necessariamente con gli interessi dei soci sostanziali (la cittadinanza ed i contribuenti), l’allineamento degli interessi dei primi con quelli degli amministratori non necessariamente riduce la spinta ad attività di EM ma anzi rischia di aumentarla.

Come illustrato nel capitolo precedente il primo comma dell’articolo 21 del testo unico, confermando quanto già disposto dai commi 551 e ss. dell’articolo 1 della legge 147 del 2013, ha imposto alle amministrazioni locali che operano in regime di contabilità finanziaria di accantonare in «apposito fondo vincolato un importo pari al risultato negativo non immediatamente ripianato» delle società da loro partecipate, «in misura proporzionale alla quota di partecipazione». Con questa disposizione, si realizza un meccanismo di «osmosi contabile» tra la contabilità della partecipante e la contabilità della partecipata, in quanto il differenziale tra ricavi e costi di competenza della partecipata, pur avendo natura esclusivamente economica, viene direttamente accolto nella contabilità finanziaria della partecipante e ne genera una immediata, diretta e proporzionale compressione della capacità di spesa, nei termini in cui impone all’ente locale partecipante, la conservazione, all’interno della propria economia, delle risorse finanziarie eventualmente necessarie a coprire quella perdita. L’introduzione di tale disposizione normativa potrebbe

determinare un incremento delle pressioni del socio pubblico sugli amministratori delle società partecipate per “aggiustare” i risultati contabili al fine di rinviare la rilevazione della perdita.

Si consideri, inoltre, che il testo unico delle società partecipate ha introdotto l’obbligo per le società partecipate da un soggetto pubblico per una quota superiore all’80% del valore della produzione di ridurre del 30% del compenso degli amministratori se la società nei tre esercizi precedenti ha conseguito un risultato economico negativo e qualora la società consegua un risultato economico negativo per due anni consecutivi, si configura una giusta causa ai fini della revoca degli amministratori. Pertanto, anche l’amministratore della società a partecipazione pubblica potrebbe essere incentivato a cedere alle pressioni ricevute dall’ente locale controllante.

La maggiore attenzione riconosciuta al bilancio può però, come dimostrato dalla cosiddetta *demand hypothesis*, anche ingenerare una spinta verso il miglioramento della qualità dei bilanci [Ball e Shivakumar 2005]. Dal momento che a tale spinta si accompagna inevitabilmente una contrazione degli spazi per l’esercizio dell’attività di earnings management, ampia letteratura ritiene che la «natura public» della proprietà sia associata a più bassi livelli di earnings management.

## **2.8 Evidenze empiriche della relazione tra natura pubblica della proprietà ed earnings management**

Uno dei primi lavori sul tema dell’earnings management nelle SOE è quello di Aharony *et al.* [2000]. Gli autori, analizzando i risultati di bilancio di 83 aziende cinesi a proprietà statale prima e dopo le offerte pubbliche iniziali (IPO) compiute tra il 1992 e il 1995, trovano evidenze di un incremento del ROA nell’anno dell’IPO tanto più pronunciato quanto meno regolamentato il settore di appartenenza e lo assumono quale indice di una attività di earnings

management. Gli autori, inoltre, hanno dimostrato come l'attività sia meno intensa nei settori più protetti dove le aziende possono essere favorite dallo Stato e hanno quindi meno stimoli a gonfiare la propria redditività in occasione dell'IPO. Il lavoro, in linea con risultati di ricerche successive [Chen e Yuan 2004; Chen *et al.* 2008; Aharony *et al.* 2010], conferma l'esistenza di attività di earnings management tra le aziende a proprietà pubblica cinese ma, tuttavia, non spiega se ed in che misura il comportamento evidenziato dipenda dalla natura pubblica della proprietà. I risultati ottenuti non sono infatti confrontati con il comportamento tenuto nelle medesime circostanze da aziende a proprietà privata di quel paese. Né a tal fine può essere utile un confronto con i risultati di altre ricerche internazionali condotte sull'earnings management in sede di IPO, in quanto, come riconosciuto dagli stessi autori, il comportamento protezionistico tenuto dal Governo cinese e la estrema tipicità delle condizioni che caratterizzano le IPO delle aziende di quel paese, priverebbero quel confronto di ogni significatività. Il lavoro di Aharony *et al.* [2010] è completato dalla più recente ricerca prodotta da Cheng *et al.* [2015], i quali analizzano nuovamente l'earnings management nell'intorno dell'IPO delle aziende cinesi, ma questa volta offrono un confronto diretto tra il comportamento delle aziende a proprietà pubblica ed il comportamento delle aziende a proprietà privata. L'analisi, svolta sui dati dal 2003 al 2009, ha ad oggetto 437 aziende di cui 177 a proprietà pubblica e 260 a proprietà privata, ed utilizza una versione lievemente modificata del modello di Jones per misurare l'earnings management. I risultati indicano maggiori evidenze di discretionary accrual tra le aziende private e portano quindi gli autori a concludere nel senso dell'esistenza di una relazione negativa tra proprietà pubblica ed earnings management.

Concludono nel senso di una relazione negativa anche Ding *et al.* [2007] e Wang e Yung [2011]. Ding *et al.* [2007] confrontano l'attività di earnings management di un gruppo di 142 aziende quotate con proprietà privata con

quella di altrettante aziende con proprietà pubblica, dove la distinzione tra i due gruppi è operata in ragione della natura pubblica o privata del maggiore azionista. L'analisi, che utilizza tuttavia i dati di un solo anno (il 2002), utilizza due proxy per la misurazione dell'earnings management: a) i discretionary accruals secondo il modello di Jones [1991] e b) il rapporto non-operating income/sales usato per misurare l'effetto di non-market-based non-operating related party transactions come ad esempio la vendita di immobilizzazioni. I risultati dimostrano una maggiore tendenza delle aziende a proprietà privata a favorire politiche di bilancio tese a gonfiare i risultati finali più di quanto non accada tra le aziende a proprietà pubblica e portano quindi a concludere per l'esistenza di una relazione negativa tra proprietà pubblica ed earnings management. Gli autori, tuttavia, ritengono che il risultato risenta fortemente delle specificità del mercato cinese dove le aziende a proprietà privata, in quanto ancora più deboli e meno sviluppate, avvertono maggiormente l'urgenza di rappresentare risultati positivi.

Wang e Yung [2011], analizzando il comportamento di 557 aziende quotate cinesi tra il 1998 e il 2006, trovano anch'essi evidenze di una relazione negativa tra la natura pubblica della proprietà statale e l'earnings management. In particolare gli autori dimostrano che i discretionary accrual diminuiscono a mano a mano che la proprietà pubblica aumenta. Tale correlazione svanisce però dopo il 2002 anno nel quale è avvenuta la liberalizzazione del mercato. Secondo gli autori la relazione negativa tra proprietà pubblica ed earnings management non è tuttavia da ricondursi ad una particolare efficienza della governance aziendale ma è piuttosto correlata a due specificità ambientali: a) il ruolo che il governo cinese potrebbe aver esercitato come dissuasore di comportamenti opportunistici da parte delle aziende a proprietà pubblica; b) la particolare protezione di cui godono le aziende statali, che evidentemente riduce la pressione sui risultati di bilancio. Anche in questo caso quindi gli autori evidenziano l'impossibilità di esportare i risultati così ottenuti a contesti

differenti, in quanto fortissimi sono i condizionamenti che derivano dalla assoluta tipicità del mercato cinese e soprattutto delle regole che in questo mercato sono stabilite tanto per il listing quanto per il delisting delle aziende a proprietà pubblica. Gli autori, proprio in ragione delle tipicità del mercato, concludono il lavoro con una specifica call for future research invitando allo sviluppo di simile analisi in paesi differenti.

La relazione negativa tra proprietà pubblica e earnings management è confermata anche da uno studio condotto con riferimento alle aziende quotate vietnamite. Hoang *et al.* [2014] hanno analizzato il comportamento di 150 aziende vietnamite quotate tra il 2005 ed il 2011 ed hanno misurato l'earnings management in termini di qualità degli accrual [Dechow e Dichev 2002]. Anche in questo caso gli autori hanno diviso la popolazione in due panel sulla base della percentuale di proprietà in mano pubblica individuando nel 30% il discrimine tra SOE ed aziende a proprietà privata, individuando, rispettivamente, 71 e 79 entità. I risultati, che evidentemente risentono della contenuta dimensione del campione, indirizzano nel senso di una relazione negativa tra proprietà pubblica ed earnings management.

Meno numerose, ma non per questo meno rilevanti, sono le ricerche che concludono nel senso dell'esistenza di una relazione positiva. Tale è ad esempio la conclusione cui giungono, con riferimento al più volte analizzato contesto cinese Guo e Ma [2015]. Gli autori misurano l'earnings management di un campione di 1176 aziende quotate cinesi tra il 2004 ed il 2010 utilizzando il modello di Dechow e Dichev [2002] che permette di valutare la qualità degli accrual in relazione all'andamento dei flussi di cassa. Secondo gli autori a favorire l'earnings management nel contesto delle SOE sarebbe la numerosità e la varietà degli interessi di cui sono portatori i rappresentanti dei diversi enti pubblici di differente livello che detengono la proprietà e, a supporto di tale interpretazione, essi ritrovano una riduzione dell'earnings management quando la Stato centrale diviene il principale azionista. Analoghi risultati sono raggiunti

da Chen *et al.* [2008] i quali analizzano il comportamento di tutte le aziende quotate cinesi tra il 1994 ed il 2000 e, utilizzando come misura dell'earnings management la frequenza con cui il ROE si pone giusto al di sotto a determinati regulatory borderline, concludono nel senso di una relazione positiva tra presenza di soci pubblici e l'attività di earnings management soprattutto quando si tratta di enti locali. Gli autori evidenziano il diretto interesse che i politici locali possono spesso avere nei risultati delle aziende controllate dall'ente che essi amministrano o rappresentano in quanto il successo di queste aziende, soprattutto se quotate è generalmente in linea con gli interessi personali dei politici locali.

Una relazione positiva è riscontrata anche al di fuori della Cina. Con riferimento alla esperienza di 250 aziende diffuse su diversi paesi, Ben-Nasr *et al.* [2015], analizzando l'esperienza delle aziende recentemente privatizzate, dimostrano come la permanenza di quote di proprietà nelle mani dello Stato genera in un incremento dell'attività di earnings management. Si tratta della c.d. political interference hypothesis secondo cui lo Stato ha maggiori incentivi a ridurre la qualità dei bilanci per nascondere gli effetti di potenziali attività di tunnelling poste in essere per favorire la destinazione di risorse aziendali a finalità politiche, in altri termini quando lo Stato conserva la proprietà di aziende che vengono privatizzate lo fa per secondi fini politici i cui effetti sono più facilmente nascosti in bilanci di più bassa qualità.

In sintesi, dunque, la letteratura sembra offrire indicazioni contrastanti sui rapporti tra proprietà pubblica ed earnings management, anche se, in linea generale, si apprezza una lieve prevalenza di studi che indicano nel senso di una relazione negativa. Tanto, per quanto illustrato in apertura di questo capitolo, significa che la qualità degli earnings esposti nei bilanci delle società a partecipazione pubblica dovrebbe essere lievemente migliore della qualità degli earnings esposti nei bilanci delle società a partecipazione privata. Tuttavia, quasi tutti gli studi presentano delle limitazioni che ostacolano la assunzione a

regola generale dei risultati raggiunti. Molti, come ricordato, sono legati al contesto cinese che per una molteplicità di ragioni presenta tratti di assoluta peculiarità. Molti altri sono legati alla esperienza di singoli contesti nazionali che, sia pur meno peculiari di quello cinese, presentano pur sempre un livello di elevata tipicità. Altri ancora, anche quando riferiti a contesti transnazionali, sono legati però ad eventi straordinari come ad esempio la privatizzazione o la quotazione.

Il primo studio compiuto sulle relazioni tra natura pubblica della proprietà ed earnings management nelle società italiane è quello di Capalbo *et al.* [2014]. Gli autori assumono come riferimento il mercato delle società non quotate italiane operanti nel settore dei servizi pubblici e ritrovano evidenza di una relazione negativa, intesa nel senso che le attività di earnings management sembrano ridursi al crescere della percentuale di proprietà pubblica. L'analisi utilizza un campione composto da 5.349 aziende e ne analizza il bilancio di quattro annualità tra il 2009 ed il 2012. Il campione individuato è distinto tra 1.457 State owned entities (SOE), ovvero aziende in cui la proprietà pubblica è almeno al 30% e 3.892 private owned entities (POE), ovvero aziende in cui la proprietà pubblica è al di sotto del 30%, e si procede a calcolare l'earnings management di tutte le aziende lungo il triennio 2010-2012. L'attività di earnings management è stata misurata grazie ad un modello sviluppato da Stubben [2010] e basato sulla ricerca delle alterazioni addotte ai ricavi. Secondo Stubben, i ricavi sono un componente ideale per misurare l'uso strumentale della discrezionalità, in quanto si tratta di una delle principali voci del conto economico e rilevazioni anticipate o posticipate, o comunque non in linea con i GAAP, possono generare significative alterazioni del reddito nel senso sperato dai redattori del bilancio. Per misurare gli effetti di queste rilevazioni strumentali, Stubben propone un modello che pone in relazione la variazione dei crediti con la variazione dei ricavi e misura l'earnings management sulla base degli unexpected or abnormal receivables, dopo aver controllato il modello

anche per tenere conto di una serie di variabili quali dimensione, età dell'azienda, profittabilità, settore. I risultati provano come l'attività di earnings management sia complessivamente meno intensa nel panel di aziende a proprietà private e sia negativamente correlata alla proprietà pubblica. L'analisi dimostra inoltre che tale attività decresce all'aumentare della dimensione aziendale e aumenta al crescere della redditività. Il lavoro naturalmente risente delle possibili influenze del contesto normativo, essendo limitato ad un'unica realtà nazionale, nonché dei limiti che possono derivare dalla specificità del settore dei pubblici servizi ed in particolare delle intense relazioni, anche commerciali, che le aziende che operano in questo settore possono avere con le amministrazioni pubbliche che detengono la proprietà azionaria. Tuttavia, i risultati sono di particolare rilievo per due ordini di motivi: a) la scelta del settore dei servizi pubblici permette di disporre di una popolazione di aziende relativamente omogenee rispetto alla quale analizzare l'impatto che la proprietà pubblica può avere sulla frequenza e sulla entità delle attività di earnings management, e permette di ottenere un utile metro di paragone nel comportamento delle aziende private con cui queste competono [Tan 2002]; b) si riferisce alle aziende non quotate e permette quindi di isolare l'analisi dagli effetti che, come poco sopra ricordati, possono essere esercitati dalla quotazione sulle attività di earnings management.

I risultati di tale studio porterebbero quindi a concludere, in linea con quanto osservato a livello internazionale, per una qualità degli earnings delle società non quotate partecipate dalle pubbliche amministrazioni italiane lievemente migliore di quella degli earnings esposti nei bilanci delle società non quotate a partecipazione privata.

Tuttavia, a risultati del tutto opposti giunge Poli che, nel 2015, pubblica i risultati di una apprezzabile analisi condotta su un campione di 13.724 aziende non quotate per gli anni 2012-2014 [Poli 2015]. L'autore assume a base della propria analisi un elevato numero di aziende italiane (13.724) nell'intervallo

2012-2013 operanti in differenti settori e, misurando l'earnings management con il metodo della distribuzione dei risultati sviluppato da Burgstahler e Dichev [1997], conclude per l'esistenza di una relazione positiva tra proprietà pubblica e earnings management. Nel commentare le differenze con i risultati della precedente ricerca di Capalbo et al. [2014b], l'autore ritiene che, in ragione della diversa metodologia adottata, i propri risultati sicuramente risentano del più basso livello di efficienza delle aziende pubbliche italiane e del desiderio di evitare le considerazioni che la rappresentazione di risultati troppo positivi o troppo negativi possono sollevare nell'opinione pubblica e nei più alti livelli di governo.

## CAPITOLO TERZO

### IL RISCHIO DI MANIPOLAZIONE DEI BILANCI NEI PERIODI PRE-ELETTORALI. EVIDENZE EMPIRICHE NELLE SOCIETA' A PARTECIPAZIONE COMUNALE

#### 3.1 Introduzione

Studi precedenti hanno dimostrato che la pubblicazione di risultati economici positivi nel bilancio delle società partecipate da enti pubblici viene percepita come un segno di efficienza e di eccellente performance da parte dei politici in carica [Chen *et al.* 2008] ed è in grado di influenzare le opinioni degli elettori [Besley e Case 1995; Brender e Drazen 2008; Repetto 2016]. È quindi ragionevole immaginare che nei periodi elettorali i politici, che come teorizzato dalla *public choice theory* utilizzano tutti i mezzi disponibili per ottenere la propria elezione [Downs 1957; Buchanan e Tullock 1962; Black *et al.* 1998], decidano di esercitare particolari pressioni sui manager delle società partecipate al fine di «accomodare» i risultati di bilancio nel modo che essi ritengono più funzionale alla propria elezione. Tali pressioni possono essere, a seconda dei casi, volte a favorire la rappresentazione di una amministrazione efficiente al fine di supportare i politici in carica ad ottenere il rinnovo [Gaffikin 2005; Stalebrink 2007; Ferreira *et al.* 2013], o volte a favorire l'immagine di una amministrazione inefficiente in modo da offrire alle opposizioni la possibilità di subentrare. In tal senso estremamente significativi i risultati di una ricerca condotta da Luke [2010] che riporta questa esemplare affermazione da parte di un dirigente di una società partecipata neozelandese: «*The political risks as we*

*head into an election, are always there. The propensity for politicians to do something stupid knows no bounds (...). And, so what we'll see is, if we have any kind of business failure or even potential failure, the likelihood that the Opposition will try and seize on it, and try and make mileage from it [is very high], even though they may have initially supported it. Political risk and accountability is always there, but we're into the silly season» [Luke 2010].*

D'altra parte nelle fasi elettorali non aumenta solo l'intensità delle pressioni dei politici, ma anche l'interesse che i manager possono avere nel cedere a quelle pressioni. Come dimostrato dalla «*positive accounting theory*» i manager ricorrono ad attività di *earnings management* per ridurre i *political cost* [Watts e Zimmerman 1978; 1990; Jones 1991; Han e Wang 1998], e senza dubbio nei periodi pre-elettorali quei *political costs* possono essere particolarmente alti. I politici che saranno eletti avranno il potere di confermare o meno i manager delle società partecipate e certamente terranno in considerazione ogni eventuale aiuto avuto o non avuto in quelle elezioni. A tanto si aggiunga che le società partecipate dipendono fortemente da fondi pubblici e sono fortemente esposte all'impatto di nuove regolamentazioni il che, a prescindere dalle aspettative di conferma, rende imminente l'esigenza dei manager di mantenere buoni rapporti con la parte politica [Watts e Zimmerman 1986].

Esistono, tuttavia, anche delle ragioni per ritenere che le elezioni possano generare un effetto negativo sulle attività di *earnings management*. Precedente letteratura ha dimostrato che le attività di *earnings management* tendono a ridursi quando aumentano i *costi reputazionali* connessi alle conseguenze della loro scoperta [Besley *et al.* 2002; Olken 2007; Kido *et al.* 2012; Van Lent 2012] e non v'è dubbio che anche quei costi siano accentuati nelle fasi elettorali. Si tratta, infatti, di fasi dove massima è l'attenzione della stampa sulla performance delle società partecipate e sui legami tra manager pubblici e politici e

sicuramente più elevata è anche la probabilità che le determinanti dei risultati aziendali siano attentamente scrutinate.

### **3.2 Review della letteratura ed obiettivo della ricerca**

La letteratura sul tema delle relazioni tra elezioni e *earnings management* è molto ridotta. Gli unici ad affrontare direttamente il tema sono stati Ramanna e Roychowdhury [2010], i quali hanno provato l'esistenza di una relazione diretta tra i due fenomeni, giustificata proprio dall'urgenza di evitare i costi politici teorizzata dalla *positive accounting theory*. Gli autori hanno studiato il comportamento di aziende *politicamente esposte* in quanto *sponsor* di candidati partecipanti alle elezioni americane del 2004 ed hanno ritrovato prova di attività di *earnings management* tese a nascondere i benefici che avevano ottenuto grazie alla delocalizzazione delle attività lavorative. In quelle elezioni, infatti, il tema della delocalizzazione delle attività produttive era un tema centrale per cui l'evidenza di eccessivi vantaggi ottenuti proprio grazie a quella pratica avrebbero potuto danneggiare tanto il candidato sponsorizzato quanto le aziende stesse. Gli autori, nel concludere la loro analisi, compiono però una specifica *call for research* nei termini in cui sostengono che «use of accounting discretion to manage political costs is potentially more evolved than currently discussed in the literature» [Ramanna e Roychowdhury 2010].

Altri studi hanno dimostrato invece l'impatto che le elezioni possono avere direttamente sui conti degli enti pubblici, ed in particolare sui bilanci redatti secondo il principio dell'*accrual accounting*. Ferreira *et al.* [2013] hanno raccolto evidenza di attività di *earnings management* nei comuni portoghesi, nei periodi preelettorali, tese a portare il risultato in pareggio al fine di dimostrare alti livelli di competenza e di abilità di gestione. Analoghi risultati sono stati raggiunti da Stalebrink [2007] con riguardo ai bilanci a base *accrual*

dei comuni svedesi, dove sono state ritrovate evidenze di attività di *earnings management* tese a favorire la rielezione dei politici in carica.

Esiste infine un terzo, molto ampio, gruppo di studi che utilizza i dati contabili per provare l'impatto che la prospettiva di un'elezione può avere sul comportamento dei politici. Sebbene questi studi non affrontino direttamente il tema dell'uso strumentale della discrezionalità in sede di redazione del bilancio e quindi non possano, a rigore, annoverarsi nella letteratura che analizza il rapporto tra elezioni ed *earnings management*, essi contribuiscono comunque a definire il clima pre-elettorale. Si tratta dei numerosi studi che dimostrano l'esistenza dei *budget cycles* a livello delle amministrazioni locali e che dimostrano come l'altezza delle spese e più in generale le decisioni finanziarie che sono compiute in quei momenti sono influenzate dalle prospettive dell'elezione [Drazen e Eslava 2005; Veiga e Veiga 2007; Sjahrir *et al.* 2013; Repetto 2016].

Sulla base di tali premesse si intende verificare la seguente ipotesi: *l'attività di earnings management delle società partecipate dai Comuni italiani operanti nel settore dei servizi pubblici locali, aumenta nell'ultimo bilancio pubblicato prima della data delle elezioni nel Comune che detiene la maggioranza azionaria.*

### **3.3 Metodologia della Ricerca**

Nel seguente paragrafo saranno presentate le caratteristiche della ricerca svolta, ovvero: le modalità di selezione e di raccolta dei dati utilizzati per verificare l'ipotesi e la metodica con cui è stata verificata l'ipotesi di ricerca proposta.

### **3.3.1 Selezione del campione e raccolta dei dati**

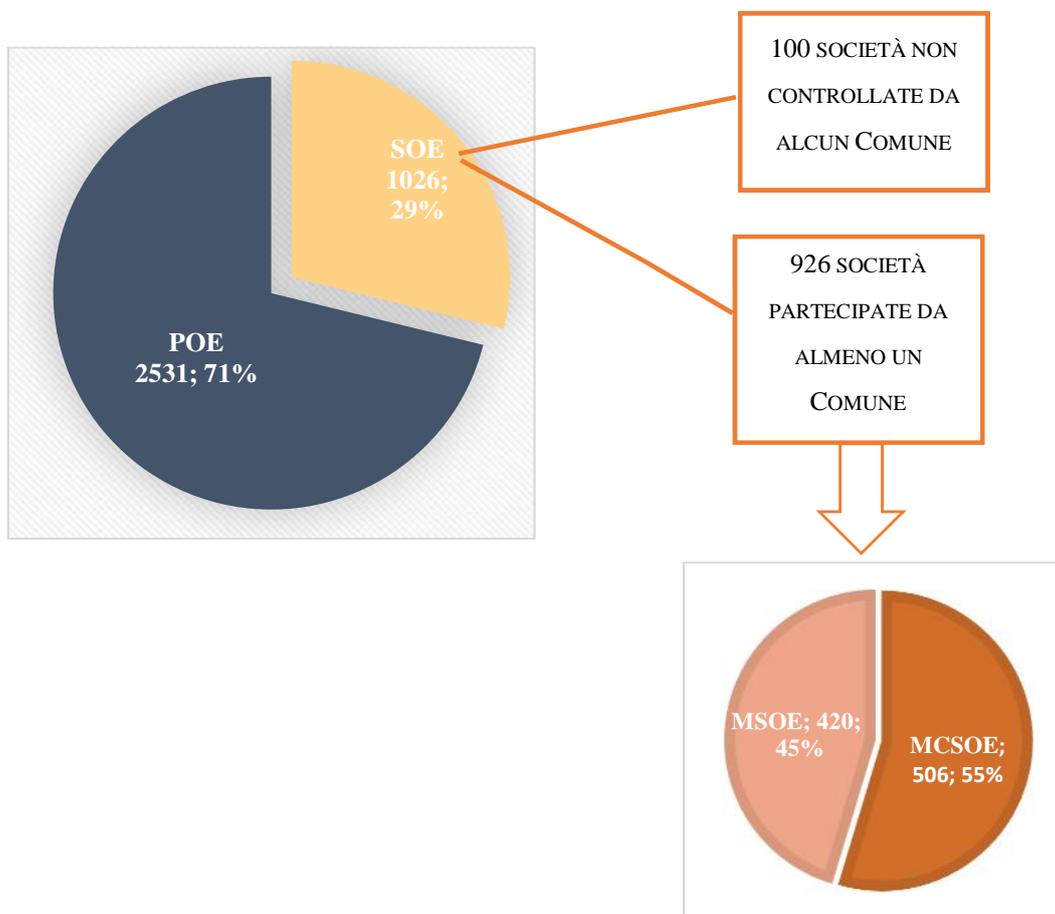
La ricerca è stata compiuta con riferimento alle società partecipate dai comuni italiani ed operanti nel settore dei servizi pubblici locali. Tanto per una molteplicità di motivi: (1) queste società erogano servizi a favore dei medesimi cittadini che saranno chiamati al voto [Bognetti e Robotti 2007; Monteduro 2014; Grossi *et al.* 2015] e questo ne aumenta il grado di visibilità politica; (2) si tratta di società che dipendono in larghissima misura dai fondi pubblici, che operano il più delle volte in regime solo di apparente concorrenza e che, in definitiva, sono viste dai cittadini come dirette propagazioni dell'amministrazione politica il che ovviamente esalta le implicazioni politiche del loro stato di salute; (3) si tratta di società *labour intensive* [ISTAT 2015] il cui equilibrio è letto dai cittadini e dalla politica come garanzia di conservazione di posti di lavoro; (4) precedente letteratura ha dimostrato che le pressioni esterne che possono sfociare in attività di *earnings management* sono maggiori verso le società controllate dai livelli locali di governo [Chen *et al.* 2008].

Il campione è stato selezionato attraverso la banca dati Bureau Van Diik che raccoglie tutti i bilanci depositati presso le camere di commercio e permette di isolare le società operanti nel settore dei pubblici servizi. Estruendo le sole società attive si ottengono 11.220 entità operanti in 17 settori. Da questo elenco sono state eliminate le aziende prive di un set completo di bilanci tra il 2009 e il 2014, quelle con dati mancanti e quelle con fatturato inferiore a 100.000 euro e si è così giunti a 3.557 aziende. Di queste 3.577, 1026 presentavano quote di partecipazione pubblica uguale o superiore al 30% e sono state classificate come SOE, mentre tutte le altre (2.531) sono state definite POE.

All'interno delle 1.026 SOE si sono distinte: a) 420 aziende partecipate, ma non controllate, da almeno un comune che si sono definite MSOE (*Municipality State Owned Entities*); b) 506 aziende controllate da un comune

che disponesse di almeno il 50% della proprietà azionaria, definire MCSOE (*Municipality Controlled State Owned Entities*).

Fig.3 1 - Il Campione



### ***3.3.2 I modelli statistici per la verifica dell'ipotesi***

Come rilevato nel precedente capitolo esistono due principali categorie di metodi utilizzabili per la misurazione della attività di *earnings management*: quelle dirette ad individuare le voci oggetto di *management* e quelle dirette ad osservare le conseguenze che quelle attività hanno sul risultato dell'esercizio. Per verificare l'ipotesi proposta si è deciso di adottare una metodologia per ciascuno di quei due gruppi e si sono scelti: a) il *conditional revenue model* sviluppato da Stubben [2010]; b) l'approccio delle frequenze di distribuzione elaborato da Burgstahler e Dichev [1997].

#### ***Il conditional revenue model***

Il modello di Stubben [2010], come esposto in precedenza, misura l'*earnings management* analizzando la variazione dei crediti in funzione della variazione dei ricavi e controllando per una serie di variabili che sono comunque in grado di condizionare la relazione tra quei due valori. È stato infatti dimostrato che l'entità dei crediti commerciali, oltre che dai ricavi, dipende anche dalla performance operativa dell'azienda, dal suo ciclo di vita e dalla sua dimensione [Petersen e Rajan 1997; Callen *et al.* 2008]. Il modello di regressione proposto da Stubben ingloba anche tali determinanti misurando: la performance operativa con il margine di contribuzione, il ciclo di vita con il numero di anni trascorsi dalla costituzione e la dimensione aziendale con il logaritmo naturale del totale dell'attivo.

Sulla base di quanto evidenziato il modello proposto è il seguente<sup>62</sup>:

$$\begin{aligned}\Delta CR_{it} = & \alpha + \beta_1 \Delta R_{it} + \beta_2 \Delta R_{it} \times Size_{it} + \beta_3 \Delta R_{it} \times Age_{it} \\ & + \beta_4 \Delta R_{it} \times Age_{sq_{it}} + \beta_5 \Delta R_{it} \times GRR_{P_{it}} + \beta_6 \Delta R_{it} \times GRR_{N_{it}} \\ & + \beta_7 \Delta R_{it} \times GRM_{it} + \beta_8 \Delta R_{it} \times GRM_{sq_{it}} + \varepsilon_{it}\end{aligned}$$

Di seguito vengono riportate le informazioni per il calcolo delle variabili indipendenti:

- = variazione annuale
- $CR$ = totale dei crediti (voce C.II. del bilancio)
- $R$ =totale dei ricavi (voce A.1. ed A.5 del conto economico)
- $Size$ = logaritmo del totale attivo
- $Age$ = logaritmo del numero di anni dalla costituzione dell'azienda
- $Age_{sq}$ = quadrato della variabile AGE (in quanto è stata dimostrata l'esistenza di una relazione non lineare tra l'anzianità dell'azienda e la politica aziendale per la gestione dei crediti commerciali)
- $GRR$ = variabile pari alla differenza tra la variazione del totale dei ricavi e la variazione del totale dei ricavi delle aziende presenti nel campione e che operano nello stesso settore (se la differenza è positiva la variabile è denominata  $GRR_P$ ; se negativa  $GRR_N$ )
- $GRM$  = rapporto tra la differenza del totale dei ricavi e il costo del venduto ed il totale dei ricavi
- $GRM_{sq}$ = quadrato della variabile GRM
- = termine d'errore o residuo è pari alla differenza tra valore effettivo osservato e quello previsto dal modello

---

<sup>62</sup> Prima di stimare il modello sia il totale dei ricavi che il totale dei crediti sono stati rapportati al totale dell'attivo.

Al fine di verificare l'ipotesi di eteroschedasticità dei residui è stato utilizzato il test di White [1980] mentre la significatività dei coefficienti è stata verificata utilizzando il test di Fama e MacBeth [1973].

Il valore assoluto dei residui derivanti dall'applicazione del modello di Stubben rappresenta una stima degli *unexpected* o *abnormal receivables* (*discretionary accruals* -  $DA_{it}$ ) e quindi una proxy per *l'earnings management*. Precedente letteratura ha dimostrato che la dimensione, la redditività e il grado di indebitamento aziendale rappresentano tre variabili fondamentali per spiegare *l'earnings management* [Wang e Yung 2011]. In particolare studi precedenti hanno rilevato che nelle aziende di grandi dimensioni esiste una minore tendenza a manipolare i dati contabili mentre nelle aziende con livelli di redditività (ROA) alti è possibile constatare una maggiore propensione ad attuare manovre di *earnings management*.

Per verificare l'ipotesi è stato poi necessario introdurre nel modello la *variabile dummy elezioni*. Pertanto sia rispetto alle 420 MSOE quanto alle 506 MCSOE si sono individuati gli *election year*<sup>63</sup>, ovvero gli anni precedenti le elezioni svolte nel comune con la più larga partecipazione azionaria. Complessivamente si sono individuati 939 *election year* per 926 aziende il che significa che in alcuni casi, tra il 2009 ed il 2014, i comuni con la maggioranza azionaria hanno avuto più di una elezione. Le date delle elezioni, con una sola eccezione, sono sempre in maggio il che significa che, al netto di pubblicazioni tardive, il bilancio della partecipata chiuso al 31.12 precedente dovrebbe essere stato pubblicato o comunque i dati dovrebbero essere disponibili.

---

<sup>63</sup> I dati sulle elezioni sono stati acquisiti dal Ministero degli interni – Settore Elezioni.

Seguendo quindi l'approccio di Wang e Yung [2011] i *discretionary accruals* sono stati calcolati applicando il seguente modello statistico:

$$|DA_{it}| = \lambda + \lambda_1 Muni_{OWN} + \lambda_2 Election + \lambda_3 Interact + \lambda_4 Size_{it} + \lambda_5 Leverage_{it} + \lambda_6 ROA_{it} + \lambda_7 NOI_{it} + \varepsilon_{it}$$

Di seguito vengono riportate le informazioni per il calcolo delle variabili indipendenti:

- *Muni<sub>OWN</sub>*: percentuale di partecipazione detenuta dai comuni oggetto di analisi
- *Election*: variabile dummy che assume valore 1 se l'azienda è partecipata da un comune in periodo elettorale altrimenti 0
- *Interact*:  $election * muni\_dummy$  (*Muni<sub>dummy</sub>*: è una variabile dummy che assume valore 1 se la percentuale di partecipazione del comune al capitale di una società è superiore al 50%, altrimenti 0)<sup>64</sup>
- *Size*: il logaritmo del totale dell'attivo
- *Leverage*: rapporto di indebitamento (totale debiti finanziari/totale patrimonio netto)
- *ROA*: redditività del totale attivo
- *NOI*: calcolato sottraendo al risultato dell'esercizio (utile/perdita) il risultato operativo e rapportando il valore così ottenuto al totale dei ricavi

La tabella seguente (Tab 3.1) illustra le principali statistiche descrittive (media, deviazione standard, primo e terzo quartile, mediana) delle variabili

---

<sup>64</sup> La variabile *interact* è una variabile di interazione che permette di analizzare la relazione di una variabile esplicativa con la variabile dipendente considerando contemporaneamente il livello di relazione con un'altra variabile dipendente.

considerate, per il periodo 2009-2014, sia con riferimento all'intero campione sia con riferimento ai diversi gruppi di aziende individuate in precedenza. In particolare:

- Panel A descrive i risultati di tutte le aziende oggetto di analisi [3557 aziende]
- Panel B descrive i risultati delle aziende la cui partecipazione da parte di un ente pubblico (stato, regioni, province, comuni) è inferiore al 30% [2531 Private Owned Entities (POE)]
- Panel C descrive i risultati delle aziende la cui partecipazione da parte di un ente pubblico (stato, regioni, province, comuni) è superiore al 30% [1026 State Owned Entities entities (SOE)]
- Panel D descrive i risultati delle aziende partecipate da uno o più comuni nessuno dei quali ha però una partecipazione superiore al 49,9% [420 MSOE]
- Panel E descrive i risultati delle aziende controllate da un solo comune ovvero le aziende presenti nel panel C e con una partecipazione comunale superiore al 50% da uno o più comuni nessuno dei quali ha però una partecipazione superiore al 49,9% [506 MCSOE].

Dall'analisi del primo panel è possibile desumere che la variazione media dei crediti e dei ricavi per le aziende oggetto di campionamento è pari rispettivamente a 1,4% e 1,9% rispetto ai valori dell'1% del 9%. Confrontando i Panel B e C, è possibile constatare che in media il tasso percentuale di crescita della voce crediti commerciali è più basso per le SOE rispetto alle POE ed inoltre con riferimento al ROA le POE conseguono delle performance migliori rispetto alle SOE. Tale differenza può essere spiegata dalla fase di recessione che ha interessato i paesi europei nel periodo 2007 e 2009 e che ha influenzato in maniera negativa soprattutto le performance delle aziende a partecipazione

pubblica. Con riferimento ai valori della *proxy* utilizzata per inserire nel modello l'effetto del ciclo di vita aziendale, si rileva che in media le aziende del campione operano da circa 18 anni. Infine, per quanto attiene il tasso di indebitamento si rileva che in media le aziende del campione hanno un tasso di indebitamento di poco maggiore all'1%, che riflette pertanto una bassa propensione all'indebitamento.

TABELLA 3.1 STATISTICHE DESCRITTIVE

	$\Delta AR$ (proportion of total assets)	$\Delta R$ (proportion of total assets)	Size (€ mill.)	Age (year)	Gross margin (per cent)	Debt/ equity ratio	ROA	Non- operating income to sales ratio
<b>Panel A: unlisted utility firms (n=21342)</b>								
Mean	0.014	0.019	92.5	18.2	0.021	0.012	0.032	-0.036
Std	0.138	0.217	1133.7	15.5	0.466	0.026	0.071	0.461
Q1	-0.040	-0.042	1.1	8.7	0.000	0.000	0.000	-0.056
Median	0.005	0.004	5.1	13.4	0.033	0.002	0.024	-0.025
Q3	0.066	0.070	22.3	22.0	0.091	0.011	0.062	-0.006
<b>Panel B: privately owned utility firms(n=15186)</b>								
Mean	0.017	0.022	84.0	18.7	0.023	0.012	0.035	-0.042
Std	0.145	0.237	659.6	15.7	0.534	0.027	0.075	0.111
Q1	-0.045	-0.055	1.1	8.7	0.000	0.000	0.000	-0.059
Median	0.007	0.005	4.4	13.5	0.034	0.001	0.027	-0.025
Q3	0.075	0.087	19.2	23.8	0.099	0.011	0.069	-0.006
<b>Panel C: state owned utility firms(&gt; 30% n=6156)</b>								
Mean	0.008	0.012	113.5	17.0	0.016	0.012	0.026	-0.022
Std	0.118	0.156	1839.1	15.0	0.220	0.024	0.059	0.840
Q1	-0.032	-0.023	1.4	8.7	0.002	0.000	0.001	-0.051
Median	0.001	0.003	7.6	13.0	0.030	0.002	0.018	-0.024
Q3	0.043	0.041	31.7	18.3	0.076	0.012	0.044	-0.006
<b>Panel D: municipality <u>non controlled</u> entities - MSOE (n=2520)</b>								
Mean	0.009	0.010	45.7	17.9	0.014	0.011	0.021	-0.005
Std	0.115	0.151	118.5	14.0	0.264	0.020	0.053	1.309
Q1	-0.028	-0.016	1.8	9.5	-0.001	0.000	0.000	-0.057
Median	0.002	0.003	12.1	14.6	0.032	0.003	0.015	-0.026
Q3	0.041	0.034	36.0	20.0	0.090	0.012	0.038	-0.005
<b>Panel E: municipality <u>controlled</u> entities - MCSOE (n=3036)</b>								
Mean	0.005	0.016	44.4	16.1	0.024	0.013	0.032	-0.034
Std	0.115	0.152	198.1	15.6	0.167	0.027	0.065	0.083
Q1	-0.036	-0.027	1.1	8.1	0.005	0.000	0.003	-0.047
Median	0.001	0.004	5.0	12.1	0.030	0.002	0.021	-0.023
Q3	0.042	0.048	21.5	16.9	0.068	0.012	0.048	-0.007

La tabella seguente illustra i valori dei coefficienti di regressione campionari calcolati applicando il *conditional revenue model* [Stubben 2010]. Il coefficiente della variabile ricavi (R) è in media positivo e significativo al 5% ciò implica che l'andamento dei ricavi influenza l'andamento dei crediti commerciali. In particolare, il coefficiente ha un valore pari al 42% ovvero in media, le imprese oggetto di campionamento, non incassano il 42% dei ricavi di vendita di natura non discrezionale. Tale valore è significativamente più alto rispetto al valore del coefficiente (0.19) calcolato da Stubben [2010] per le aziende statunitensi oggetto della sua analisi. Tale differenza conferma quanto riportato nelle ricerche svolte da Ernst & Young [2013,2015] che evidenzia una percentuale di incasso dei crediti più alta per le aziende statunitensi rispetto alle aziende europee. Si consideri, inoltre, che in Italia i crediti verso le pubbliche amministrazioni sono pagati in media dopo 163 giorni dall'emissione della fattura [Ufficio studi della CGIA di Mestre 2013]<sup>65</sup>. Si rileva, infine, che i coefficienti delle altre variabili esplicative non sono significativi rispetto invece ai coefficienti del modello di Stubben [2010].

---

<sup>65</sup> Dallo studio pubblicato nel 2013 dall'Ufficio studi della CGIA di Mestre emergono i seguenti "tempi di pagamento effettivi" della Pubblica Amministrazione con riferimento al periodo 2008-2011: anno 2008: 135 giorni; anno 2009: 128; anno 2010:186 giorni; anno 2011: 180 giorni.

TABELLA 3.2 RISULTATI DEL MODELLO DI REGRESSIONE

	Average Coefficient	Fama-McBeth t-statistic
	0,0080	3,07**
$\Delta R$	0,4166	2,16**
$\Delta R \times \text{Age}$	-0,2368	-1,45
$\Delta R \times \text{Age}^2$	0,0397	1,17
$\Delta R \times \text{Size}$	0,0120	1,21
$\Delta R \times \text{GRR}_P$	-0,0956	-0,63
$\Delta R \times \text{GRR}_N$	0,2059	1,27
$\Delta R \times \text{GRM}$	0,4567	1,78
$\Delta R \times \text{GRM}^2$	-0,5342	-0,44

\*,\*\*,\*\*\*Significatività al 10%, 5% e all' 1% rispettivamente.

Nella tabella seguente (Tabella 3.3) sono riportati i risultati del test statistico utilizzato per verificare l'ipotesi di *una relazione tra earnings management ed elezioni governative*. In particolare, nella colonna denominata *Parameter* sono indicate le variabili indipendenti del modello: la variabile dummy: percentuale di partecipazione comunale, la variabile dummy *elezioni*, il ROA, la dimensione aziendale (misurata come logaritmo del totale dell'attivo) e la variabile *interact* (elezione x  $\text{muni}_{\text{own}}$ ). Nell'ultima colonna, denominata *Fama-McBeth t-statistic*, è invece indicata la significatività dei coefficienti di regressione e quindi la significatività della relazione tra la variabile dipendente *unexpected o abnormal receivables (discretionary accruals - DAit)* e le variabili indipendenti.

TABELLA 3.3 RELAZIONE TRA ELEZIONI, EARNINGS MANAGEMENT E PERCENTUALE DI PARTECIPAZIONE COMUNALE

Parameter	Mean Coefficient	Fama-McBeth t-statistic
	0,0387	4,68***
b_0	0,1783	7,81***
b_muni <sub>own</sub>	-0,0034	-1,66*
b_election	-0,0114	-2,20
b_interact	0,0116	1,93*
b_leverage	0,0206	0,58
b_noi	0,0539	1,90
b_roa	0,0668	4,77***
b_size	-0,0067	-5,24***

La variabile  $muni_{own}$  conferma i risultati delle precedenti ricerche svolte da [Ding *et al.* 2007; Capalbo *et al.* 2014; Hoang *et al.* 2014; Cheng *et al.* 2015] che hanno rilevato l'esistenza di una relazione negativa tra proprietà pubblica e earnings management, in quanto il coefficiente è negativo e significativo al 10% ( $p < 0,10$ ).

Il  $ROA$  è la variabile che insieme a  $Size$ , impatta con una significatività più elevata ( $p < 0,00$ ) sulla variabile dipendente discretionary accruals ( $DA_{it}$ ) ovvero sull'attività di earnings management. In particolare, il coefficiente della variabile  $Size$  ha un valore negativo mentre il coefficiente della variabile  $roa$  ha un valore positivo. Anche questi risultati sono in linea con le evidenze empiriche della ricerca svolta Wang e Yung [2011] in quanto dimostrano che l'attività di earnings management decresce all'aumentare della dimensione aziendale ( $Size$ ) e aumenta al crescere della redditività ( $ROA$ ).

Tuttavia, il dato più rilevante ai fini della verifica dell'ipotesi è il valore della *variabile interact*, ottenuta dal prodotto tra le due variabili dummy: elezioni e quota di partecipazione comunale superiore al 50%. La variabile *interact* conferma pienamente l'ipotesi in quanto ha un valore positivo e significativo al 10%. Pertanto nei periodi elettorali (variabile *dummy* elezioni) *l'attività di earnings management nei bilanci delle società partecipate, almeno al 50,1% da un comune* (variabile *dummy* Muni<sub>dummy</sub>) *tende ad aumentare*.

### **L'approccio delle frequenze di distribuzione**

L'approccio delle frequenze di distribuzione sviluppato da Burgstahler e Dichev [1997] e Degeorge *et al.* [1999] si basa sull'analisi della distribuzione di frequenza<sup>66</sup> dei risultati delle società attorno a specifiche soglie.

L'assunto principale è che in assenza di *manipolazioni contabili* il numero atteso di osservazioni (*frequenza*) in ogni *classe* di modalità<sup>67</sup> sia uguale alla media del numero di osservazioni delle due classi adiacenti e quindi che la distribuzione di frequenza sia regolare (*smooth*). Pertanto se nella classe di modalità che costituisce il valore soglia, il numero di società è più alto rispetto al numero di società presenti nelle altre classi, è possibile dedurre che i manager effettivamente abbiano utilizzato la discrezionalità per raggiungere il valore soglia.

La variabile di cui si osserverà la distribuzione di frequenza è la *variazione del risultato netto di periodo rispetto all'esercizio precedente*, considerando

---

<sup>66</sup> In statistica, la distribuzione di frequenza è una particolare tipologia di rappresentazione dei dati in forma tabellare o grafica che permette di evidenziare per ciascun valore di una variabile (nel caso in esame la variazione del risultato dell'esercizio) la frequenza con la quale tale valore si manifesta nel campione oggetto di analisi.

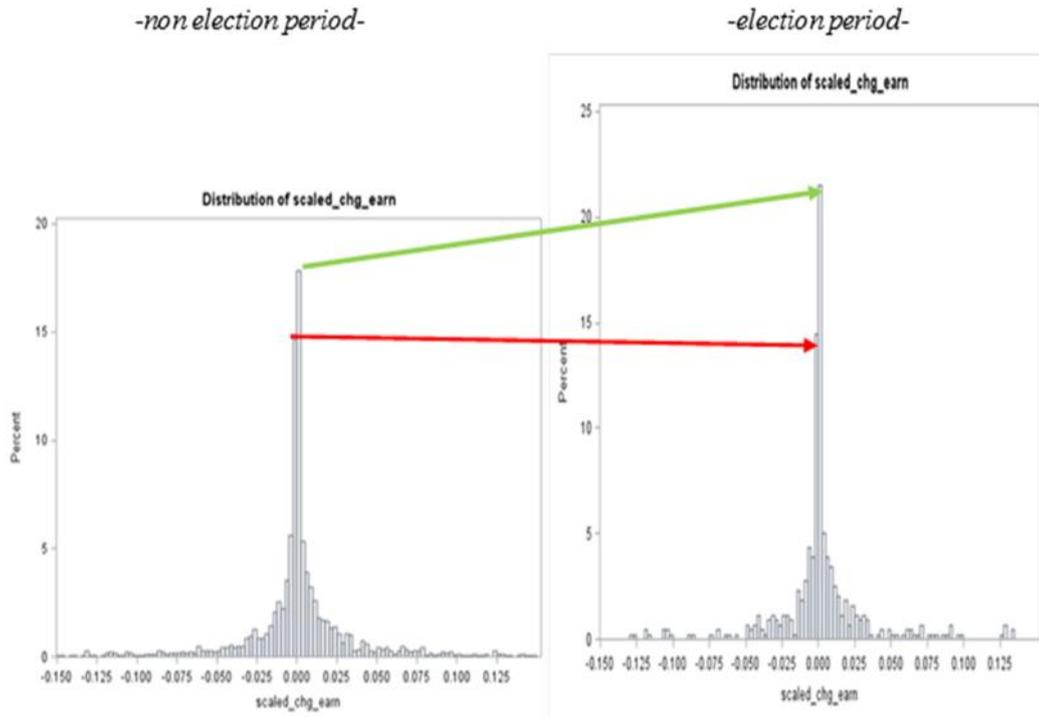
<sup>67</sup> La frequenza è il numero di unità statistiche presenti in un certo intervallo di valori, detto *classe*.

però che le società oggetto di analisi hanno dimensioni significativamente differenti, è opportuno procedere alla normalizzazione dei risultati. In letteratura sono state proposte diverse soluzioni per normalizzare i risultati economici rispetto alla dimensione. In questo studio, il risultato dell'esercizio sarà diviso per il totale attivo.

Analogamente a quanto svolto da Burgstahler e Dichev [1997] è stata utilizzata l'analisi grafica della distribuzione di frequenza intorno al valore soglia. Al fine di creare il grafico e quindi verificare eventuali anomalie della distribuzione, i risultati delle aziende oggetto di analisi sono stati raggruppati in classi di modalità di ampiezza pari a 0,0025.

Nella Figura seguente è riportata la distribuzione di frequenza della variazione annua dei risultati dell'esercizio delle società partecipate dai Comuni Italiani con una percentuale superiore al 50%, sia per il periodo non elettorale che per il periodo elettorale.

FIGURA 3.3 DISTRIBUZIONE DELLA VARIAZIONE ANNUA DEL RAPPORTO RISULTATO NETTO DELL'ESERCIZIO (T - T-1)/TOTALE ATTIVO



Come si può notare entrambi gli istogrammi presentano una distribuzione a campana con un unico picco nell'area vicina allo zero. In particolare, le due classi di modalità adiacenti allo zero  $[(-0,0025 - 0) \text{ e } (0 - 0,0025)]$  presentano una numerosità estremamente elevata rispetto alle classi più esterne. Confrontando però i due grafici (periodo non elettorale/periodo elettorale) emerge che nel periodo elettorale il numero di osservazioni nella classe a destra dello zero (0 - 0,0025) aumenta rispetto al numero di osservazioni presenti nella stessa classe ma nel periodo non elettorale.

Tale risultato suggerisce che nel periodo elettorale vi sia stato un incremento delle politiche di manipolazione degli utili volte a fare apparire degli incrementi,

anche se minimi, dei risultati dell'esercizio e conferma i risultati empirici ottenuti applicando il *conditional revenue model* [Stubben 2010].

## CONCLUSIONI

Nelle società partecipate dalle pubbliche amministrazioni, ed in particolare in quelle partecipate dagli enti locali e territoriali, indipendentemente dal fattore dimensionale o dalla forma di finanziamento prescelta, esiste sempre una endemica separazione tra proprietà e governo e quindi esiste sempre un numero significativo di soggetti (*users*) legittimamente interessati alla performance ed allo stato di salute aziendale nonché alla valutazione della performance degli amministratori, che non hanno altro strumento conoscitivo al di fuori del bilancio. Tanto rende queste società sempre e comunque, indipendentemente dalla dimensione e dalla forma di finanziamento, delle «*reporting entities*», ovvero delle entità rispetto alle quali esistono «*dependent users*», il che vale a dire soggetti esterni interessati alle sorti dell'azienda ma che dispongono solo del bilancio per essere informati. Come dimostrato dalla precedente letteratura, la rappresentazione di buoni risultati da parte delle SOE può essere interpretata come segno di efficienza e di eccellente performance da parte dei politici in carica [Chen *et al.* 2008] e può influenzare le opinioni degli elettori [Besley e Case 1995; Brender e Drazen 2008] che, in periodi pre-elettorali, cercano attivamente sul web evidenza di tali risultati [Drago *et al.* 2014; Repetto 2016]. Tutto questo non può di certo essere indifferente per i politici i quali, in linea con quanto dimostrato dalla *public choice theory* [Arrow 1951; Downs 1957; Buchanan e Tullock 1962; Mueller 1976; Black *et al.* 1998] utilizzano tutti i mezzi disponibili per ottenere la propria elezione e tra questi mezzi vi è senza dubbio la possibilità di esercitare pressione sui manager delle società partecipate.

L'indagine empirica svolta utilizzando il conditional revenue model di Stubben [2010] e l'approccio delle frequenze di distribuzione di Burgstahler e Dichev [1997] ha confermato quanto teorizzato dalla *public choice theory* nei termini in cui ha rilevato che nei periodi elettorali l'attività di earnings

management nei bilanci delle società partecipate almeno al 50,1% da un Comune Italiano tende ad aumentare. Tali risultati dimostrano l'esigenza di una maggiore attenzione sulla *attendibilità dei bilanci pubblicati in periodi pre-elettorali* ed assumono notevole importanza nei termini in cui il testo unico delle società a partecipazione pubblica (d.lgs 175/2016) ha imposto alle amministrazioni locali che operano in regime di contabilità finanziaria di accantonare in «apposito fondo vincolato un importo pari al risultato negativo non immediatamente ripianato» delle società da loro partecipate, «in misura proporzionale alla quota di partecipazione». Con questa disposizione, si realizza un meccanismo di «osmosi contabile» tra la contabilità della partecipante e la contabilità della partecipata, in quanto il differenziale tra ricavi e costi di competenza della partecipata, pur avendo natura esclusivamente economica, viene direttamente accolto nella contabilità finanziaria della partecipante e ne genera una immediata, diretta e proporzionale compressione della capacità di spesa, nei termini in cui impone all'ente locale partecipante, la conservazione, all'interno della propria economia, delle risorse finanziarie eventualmente necessarie a coprire quella perdita. L'introduzione di tale disposizione normativa potrebbe determinare un incremento delle pressioni del socio pubblico sugli amministratori delle società partecipate per “aggiustare” i risultati contabili al fine di rinviare la rilevazione della perdita.

Si consideri, inoltre, che il testo unico delle società partecipate ha introdotto l'obbligo per le società partecipate da un soggetto pubblico per una quota superiore all'80% del valore della produzione di ridurre del 30% del compenso degli amministratori se la società nei tre esercizi precedenti ha conseguito un risultato economico negativo e qualora la società consegua un risultato economico negativo per due anni consecutivi, si configura una giusta causa ai fini della revoca degli amministratori. Pertanto, anche l'amministratore della società a partecipazione pubblica potrebbe essere incentivato a cedere alle pressioni ricevute dall'ente locale controllante.

Le considerazioni esposte possano rappresentare la base per future ricerche volte ad ampliare la letteratura di accounting in materia di “gestione degli utili” nelle società a partecipazione pubblica

## BIBLIOGRAFIA

- Aharony J.; Lee C.-W. J. e Wong T. J. [2000]. *Financial packaging of IPO firms in China*, in «Journal of Accounting Research», 38, 1, pp. 103-126.
- Aharony J.; Wang J. e Yuan H. [2010]. *Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China*, in «Journal of Accounting and Public Policy», 29, 1, pp. 1-26.
- Ahmed A. S.; Takeda C. e Thomas S. [1999]. *Bank loan loss provisions: a reexamination of capital management, earnings management and signaling effects*, in «Journal of Accounting and Economics», 28, 1, pp. 1-25.
- Akerlof G. A. [1970]. *The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism*, in «The quarterly journal of economics», pp. 488-500.
- Alciatore M.; Dee C. C.; Easton P. e Spear N. [1998]. *Asset write-downs: A decade of research*, in «Journal of Accounting Literature», 17, 1, pp. 1-39.
- Altamuro J.; Beatty A. L. e Weber J. [2005]. *The effects of accelerated revenue recognition on earnings management and earnings informativeness: Evidence from SEC staff accounting bulletin No. 101*, in «Accounting Review», pp. 373-401.
- Amatucci F. [1998]. *Vincoli e opportunità delle società miste per la gestione dei servizi pubblici locali*, in «Azienda pubblica», 4, pp. 419-432.
- Amodeo D. [1962]. *Scritti di Ragioneria*. Napoli, Giannini.
- Amodeo D. [1989]. *Ragioneria Generale delle Imprese*. Napoli, Giannini.
- ANAC [2016]. *Linee guida - Istituzione dell'elenco delle amministrazioni aggiudicatrici e degli enti aggiudicatori che operano mediante affidamenti diretti nei confronti di proprie società in house, previsto dall'art. 192 del d.lgs. 50/2016*. Roma.
- Anselmi L. [1997]. *I servizi pubblici di interesse nazionale in un contesto competitivo*, in «Azienda Pubblica», 3-4.
- Arrow K. J. [1951]. *Social choice and individual values*. New York, Wiley.
- Astegiano G. [2015]. *Società pubbliche. Insolvenza e Responsabilità*, IPSOA.
- Ball I. [1988]. *Definition of the reporting entity*, Australian Accounting Research Foundation.
- Ball R. e Shivakumar L. [2005]. *Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness*, in «Journal of accounting and economics», 39, 1, pp. 83-128.

- Beasley M. S. e Salterio S. E. [2001]. *The Relationship between Board Characteristics and Voluntary Improvements in Audit Committee Composition and Experience\**, in «Contemporary Accounting Research», 18, 4, pp. 539-570.
- Beatty A. L.; Ke B. e Petroni K. R. [2002]. *Earnings management to avoid earnings declines across publicly and privately held banks*, in «The Accounting Review», 77, 3, pp. 547-570.
- Ben-Nasr H.; Boubakri N. e Cosset J.-C. [2015]. *Earnings quality in privatized firms: The role of state and foreign owners*, in «Journal of Accounting and Public Policy», 34, 4, pp. 392-416.
- Bergstresser D. e Philippon T. [2006]. *CEO incentives and earnings management*, in «Journal of Financial Economics», 80, 3, pp. 511-529.
- Besley T.; Burgess R. e Prat A. [2002]. *Mass media and political accountability*. Washington DC, World Bank.
- Besley T. e Case A. [1995]. *Does electoral accountability affect economic policy choices? Evidence from gubernatorial term limits*, in «The Quarterly Journal of Economics», 110, 3, pp. 769-798.
- Black E. L.; Sellers K. F. e Manly T. S. [1998]. *Earnings management using asset sales: An international study of countries allowing noncurrent asset revaluation*, in «Journal of Business Finance & Accounting», 25, 9 10, pp. 1287-1317.
- Bognetti G. e Robotti L. [2007]. *The provision of local public services through mixed enterprises: The Italian case*, in «Annals of Public and Cooperative Economics», 78, 3, pp. 415-437.
- Bovens M. [2005]. *The Concept of Public Accountability*, Oxford Handbook in Business and Management.
- Brender A. e Drazen A. [2008]. *How do budget deficits and economic growth affect reelection prospects? Evidence from a large panel of countries*, in «The American Economic Review», 98, 5, pp. 2203-2220.
- Bruton G. D.; Peng M. W.; Ahlstrom D.; Stan C. e Xu K. [2015]. *State-owned enterprises around the world as hybrid organizations*, in «The Academy of Management Perspectives», 29, 1, pp. 92-114.
- Buchanan J. M. e Tullock G. [1962]. *The calculus of consent*, University of Michigan Press Ann Arbor.
- Burgstahler D. e Dichev I. [1997]. *Earnings management to avoid earnings decreases and losses*, in «Journal of Accounting and Economics», 24, 1, pp. 99-126.

- Calabrò A.; Torchia M. e Ranalli F. [2013]. *Ownership and control in local public utilities: the Italian case*, in «Journal of Management & Governance», 17, 4, pp. 835-862.
- Callen J. L.; Robb S. W. e Segal D. [2008]. *Revenue manipulation and restatements by loss firms*, in «Auditing: A Journal of Practice & Theory», 27, 2, pp. 1-29.
- Cantone R. [2017]. *Prevenzione della corruzione nel sistema delle società pubbliche: dalle linee guida dell'A.N.A.C. alle norme del d.lgs. 175/2016*, in F. Auletta (a cura di), *I controlli nelle società pubbliche*, Zanichelli.
- Capalbo F. [2012]. *L'equilibrio Instabile delle società partecipate pubbliche tra insolvenza genetica e ricapitalizzazioni per perdite: le responsabilità dei sistemi contabili* in «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», 112, 7-8, pp. 694-704.
- Capalbo F. [2016]. *Earnings management, politiche di bilancio e falso in bilancio. Il difficile confine tra uso ed abuso della discrezionalità degli amministratori in sede di valutazione*, in «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», 5-6-7-8, pp. 255-274.
- Capalbo F.; Carosi A. e Sorrentino M. [2016]. *Le norme finanziarie sulle società partecipate dalle amministrazioni locali*, in F. Fimmanò (a cura di), *Le società pubbliche*.
- Capalbo F.; Frino A.; Mollica V. e Palumbo R. [2014]. *Accrual-based earnings management in state owned companies: Implications for transnational accounting regulation*, in «Accounting, Auditing & Accountability Journal», 27, 6, pp. 1026-1040.
- Caringella F. [2007]. *Il problema dell' "in house providing, un nodo non risolto dal Codice*, in R. D. Nictolis (a cura di), *I contratti pubblici di lavori, servizi e forniture. Ambito oggettivo e soggettivo, procedure di affidamento*, Milano, Giuffrè.
- Cassandro P. E. [1946]. *Le riserve occulte*. Bari, Andriola.
- Cassazione C. d. (2009). Corte di Cassazione.
- CERVED (2014). *Le partecipate dei comuni italiani*.
- Chen K. C. e Yuan H. [2004]. *Earnings management and capital resource allocation: Evidence from China's accounting-based regulation of rights issues*, in «The Accounting Review», 79, 3, pp. 645-665.
- Chen X.; Lee C.-W. J. e Li J. [2008]. *Government assisted earnings management in China*, in «Journal of Accounting and Public Policy», 27, 3, pp. 262-274.

- Cheng C. A.; Wang J. e Wei S. X. [2015]. *State ownership and earnings management around initial public offerings: Evidence from China*, in «Journal of International Accounting Research», 14, 2, pp. 89-116.
- Christiansen H. (2011). *The size and composition of the SOE sector in OECD countries*, OECD Publishing.
- Coase R. H. [1937]. *The nature of the firm*, in «Economica», 4, 16, pp. 386-405.
- Conti C. d. [2015]. *Deliberazione n. 24: Gli Organismi partecipati degli enti territoriali. Osservatorio sugli Organismi partecipati/controllati dai Comuni, Province e Regioni e relative analisi*. Roma, Sezione delle Autonomie.
- Conti C. d. [2016]. *Deliberazione n. 2: Questione di massima sulla corretta interpretazione dell'art. 11,co.6, lett.j, del d.lgs. 23/06/2011 n. 118 concernente la disciplina della nota informativa attestante i rapporti creditori-debitori tra enti e società partecipate*. Roma, Sezione delle Autonomie.
- Cottarelli C. [2014]. *Programma di razionalizzazione delle partecipate locali. Commissario straordinario per la revisione della Spesa, Roma*. Commissario straordinario per la revisione della Spesa, Roma.
- DeAngelo L. E. [1986]. *Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders*, in «Accounting Review», pp. 400-420.
- Dechow P. M. e Dichev I. D. [2002]. *The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors*, in «The accounting review», 77, s-1, pp. 35-59.
- Dechow P. M.; Sloan R. G. e Sweeney A. P. [1995]. *Detecting earnings management*, in «Accounting Review», pp. 193-225.
- Dechow P. M.; Sloan R. G. e Sweeney A. P. [1996]. *Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the sec\**, in «Contemporary Accounting Research», 13, 1, pp. 1-36.
- Degeorge F.; Patel J. e Zeckhauser R. [1999]. *Earnings management to exceed thresholds*, in «Journal of business», pp. 1-33.
- Ding Y.; Zhang H. e Zhang J. [2007]. *Private vs State Ownership and Earnings Management: evidence from Chinese listed companies*, in «Corporate Governance: An International Review», 15, 2, pp. 223-238.
- Downs A. [1957]. *An economic theory of political action in a democracy*, in «The journal of political economy», 65, 2, pp. 135-150.

- Drago F.; Nannicini T. e Sobbrivo F. [2014]. *Meet the press: How voters and politicians respond to newspaper entry and exit*, in «American Economic Journal: Applied Economics», 6, 3, pp. 159-188.
- Drazen A. e Eslava M. [2005]. *Electoral Manipulation via Expenditure Composition: Theory and Evidence*, NBER Working Paper n.11085.
- Economico M. d. S. [2013]. *Rassegna normativa–Servizi pubblici locali*. Roma.
- Edwards E. O. e Bell P. W. [1964]. *The theory and measurement of business income*, University of California Press.
- Elliott J. A. e Hanna J. D. [1996]. *Repeated accounting write-offs and the information content of earnings*, in «Journal of accounting research», 34, Supplement, pp. 135-155.
- Europea C. [2016]. *Economic Brief 010 - Local State-Owned Enterprises in Italy: Inefficiencies and Ways Forward*. Aprile 2016.
- Fama E. F. e French K. R. [1997]. *Industry costs of equity*, in «Journal of Financial Economics», 43, 2, pp. 153-193.
- Fama E. F. e MacBeth J. D. [1973]. *Risk, return, and equilibrium: Empirical tests*, in «The Journal of Political Economy», pp. 607-636.
- Ferreira A.; Carvalho J. e Pinho F. [2013]. *Earnings Management Around Zero: A motivation to local politician signalling competence*, in «Public Management Review», 15, 5, pp. 657-686.
- Ferrero G. [1988]. *La valutazione del capitale di bilancio: logica economico-quantitativa della valutazione legislazione vigente e direttive comunitarie principi contabili*. Milano, Giuffrè Editore.
- Fimmano F. [2014]. *Le società in house: tra giurisdizione, responsabilità ed insolvenza*, in «Gazzetta Forense», 1.
- Fimmanò F. e Catricalà A. [2016]. *Introduzione. Profili generali della Riforma*, in G. Editore (a cura di), *Le società pubbliche*.
- Fudenberg D. e Tirole J. [1995]. *A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents*, in «Journal of Political economy», 103, 1, pp. 75-93.
- Fuller D. e Roffey B. [1993]. *Improving public sector accountability and strategic decision-making*, in «Australian journal of public administration», 52, pp. 149-149.
- Gaffikin M. (2005). *Regulation as accounting theory*.
- Ghosh M. e Whalley J. [2008]. *State owned enterprises, shirking and trade liberalization*, in «Economic Modelling», 25, 6, pp. 1206-1215.

- Grossi G.; Papenfuß U. e Tremblay M.-S. [2015]. *Corporate governance and accountability of state-owned enterprises: relevance for science and society and interdisciplinary research perspectives*, in «International Journal of Public Sector Management», 28, 4/5, pp. 274-285.
- Guo F. e Ma S. [2015]. *Ownership characteristics and earnings management in China*, in «The Chinese Economy», 48, 5, pp. 372-395.
- Han J. C. e Wang S.-w. [1998]. *Political costs and earnings management of oil companies during the 1990 Persian Gulf crisis*, in «Accounting Review», pp. 103-117.
- Harman E. [1992]. *The Impact of Public Sector Reforms on Australian Government*. Griffith University, Queensland.
- Healy P. e Wahlen J. [1999]. *A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting*, in «Accounting Horizons», 13, 4, pp. 365–383.
- Healy P. M. [1985]. *The effect of bonus schemes on accounting decisions*, in «Journal of Accounting and Economics», 7, 1-3, pp. 85-107.
- Hoang T.; Abeysekera I. e Ma S. [2014]. *State ownership and earnings management: empirical evidence from Vietnamese listed firms*, in.
- ISTAT [2015]. *Le partecipate pubbliche in Italia*. Roma.
- Jensen M. C. e Meckling W. H. [1976]. *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in «Journal of Financial Economics», 3, 4, October pp. 305-360.
- Jones G. W. [1992]. *The search for local accountability*, in S. Leach (a cura di), *Strengthening Local Government in the 1990s*, London, Longman: 49-78.
- Jones J. J. [1991]. *Earnings management during import relief investigations*, in «Journal of accounting research», 29, 2, pp. 193-228.
- Kahneman D. e Tversky A. [1979]. *Prospect theory: An analysis of decision under risk*, in «Econometrica: Journal of the Econometric Society», pp. 263-291.
- Kido N.; Petacchi R. e Weber J. [2012]. *The influence of elections on the accounting choices of governmental entities*, in «Journal of Accounting Research», 50, 2, pp. 443-476.
- Klein A. [2002]. *Audit committee, board of director characteristics, and earnings management*, in «Journal of Accounting and Economics», 33, 3, pp. 375-400.

- Kothari S.; Leone A. J. e Wasley C. E. [2005]. *Performance matched discretionary accrual measures*, in «Journal of Accounting and Economics», 39, 1, pp. 163-197.
- Levitt A. [1998]. *The numbers game*. New York, Discorso tenuto al NYU Center for Law and Business.
- Lucarelli A. e Longhi L. [2016]. *Il governo e la gestione dei servizi pubblici locali nella giurisprudenza costituzionale*, in F. Fimmanò (a cura di), *Le società pubbliche*, Universitas Mercatorum Press.
- Luke B. [2010]. *Examining accountability dimension in State owned enterprises* in «Financial Accountability & Management», 26, 2, pp. 134-162.
- Markarian G.; Pozza L. e Prencipe A. [2008]. *Capitalization of R&D costs and earnings management: Evidence from Italian listed companies*, in «The International Journal of Accounting», 43, 3, pp. 246-267.
- Marquardt C. A. e Wiedman C. I. [2004]. *How are earnings managed? An examination of specific accruals*, in «Contemporary Accounting Research», 21, 2, pp. 461-491.
- Marra A.; Mazzola P. e Prencipe A. [2011]. *Board Monitoring and Earnings Management Pre-and Post-IFRS*, in «The International Journal of Accounting».
- Massera A. [2004]. *L'“in house providing”: una questione da definire*, in «Giornale di diritto amministrativo», pp. 849.
- Masters-Stout B.; Costigan M. L. e Lovata L. M. [2008]. *Goodwill impairments and chief executive officer tenure*, in «Critical Perspectives on Accounting», 19, 8, pp. 1370-1383.
- Mattei M. M. [2006]. *Dalle politiche di bilancio all'earnings management*. Bologna, d.u.press.
- McCahey J. E. e Ramsay A. L. (1989). *Differential Reporting: Nature of the Accounting Standards Overload Problem and a Proposal for its Resolution*, Australian Accounting Research Foundation.
- McNichols M. e Wilson G. P. [1988]. *Evidence of earnings management from the provision for bad debts*, in «Journal of accounting research», 26, pp. 1-31.
- Mestre U. s. d. C. d. [2013]. *Tempi e ritardi medi di pagamento: un confronto europeo*.
- Monteduro F. [2014]. *Public-private versus public ownership and economic performance: evidence from Italian local utilities*, in «Journal of Management & Governance», 18, 1, pp. 29-49.

- Mueller D. C. [1976]. *Public choice: A survey*, in «Journal of Economic Literature», 14, 2, pp. 395-433.
- Nico M. [2015]. *Le società partecipate dagli enti locali dopo la legge di stabilità 2015*, Maggioli Editore.
- OECD (2014). *The size and sectoral distribution of SOEs in OECD and Partner Countries* OECD publishing.
- Olken B. A. [2007]. *Monitoring corruption: evidence from a field experiment in Indonesia*, in «Journal of political Economy», 115, 2, pp. 200-249.
- Osma B. G. [2008]. *Board independence and real earnings management: the case of R&D expenditure*, in «Corporate Governance: An International Review», 16, 2, pp. 116-131.
- Padovani E. [2004]. *Il governo dei servizi pubblici locali in outsourcing*, FrancoAngeli.
- Palliggiano G. [2009]. *L'evoluzione legislativa della gestione dei servizi pubblici locali dalla legge Giolitti al Testo unico degli enti locali*. Vallo della Lucania, Atti del convegno: La Riforma dei Servizi Pubblici locali di rilevanza economica.
- Peasnell K. V.; Pope P. F. e Young S. [2000]. *Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accrual models*, in «Accounting and Business Research», 30, 4, pp. 313-326.
- Peasnell K. V.; Pope P. F. e Young S. [2005]. *Board monitoring and earnings management: do outside directors influence abnormal accruals?*, in «Journal of Business Finance & Accounting», 32, 7 8, pp. 1311-1346.
- Perulli G. e Mingarelli A. [2008]. *Servizi pubblici e società partecipate*, HALLEY Editrice.
- Petersen M. A. e Rajan R. G. [1997]. *Trade credit: theories and evidence*, in «Review of financial studies», 10, 3, pp. 661-691.
- Poli S. [2015]. *Do Ownership Structure Characteristics Affect Italian Private Companies' Propensity to Engage in the Practices of "Earnings Minimization" and "Earnings Change Minimization"?*, in «International Journal of Economics and Finance», 7, 6, pp. 193.
- Pollitt C. [2003]. *Public management reform: reliable knowledge and international experience*, in «OECD Journal on Budgeting», 3, 3, pp. 121-136.
- Pozzoli S. [1992]. *La privatizzazione dei servizi pubblici locali*, in «Rivista italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», 1.

- Prencipe A. [2006]. *Earnings quality: principi e metodi di analisi della qualità degli earnings in una prospettiva internazionale*, Pearson Education Italia.
- pubblica D. d. f. [2012]. *Studio sulle partecipate dei Comuni Italiani*. Roma, Ufficio per l'informazione statistica e le banche dati istituzionali.
- Quagli A. [2011]. *Le politiche di bilancio e l'adozione degli ifrs: profili di studio e rassegna delle prime evidenze empiriche* in «Rivista dei Dottori Commercialisti», 1, pp. 1-36.
- Ramanna K. e Roychowdhury S. [2010]. *Elections and Discretionary Accruals: Evidence from 2004*, in «Journal of Accounting Research», 48, 2, pp. 445-475.
- Repetto L. [2016]. *Political budget cycles with informed voters: evidence from Italy*, in «Working Paper Series - Uppsala University ».
- Roberts J. e Scapens R. [1985]. *Accounting systems and systems of accountability: understanding accounting practices in their organisational contexts*, in «Accounting, Organizations and Society», 10, 4, pp. 443-456.
- Ronen J. e Sadan S. [1981]. *Smoothing income numbers: Objectives, means, and implications*, Addison-Wesley Publishing Company.
- Ronen J. e Yaari V. [2008]. *Earnings management*. New York, Springer.
- Rong-Ruey D.; Wen-Chih L. e Ching-Chieh L. [2009]. *Reversing an impairment loss and earnings management: The role of corporate governance*, in «The International Journal of Accounting», 44, 2, pp. 113-137.
- Schipper K. [1989]. *Commentary on earnings management*, in «Accounting Horizons», 3, 4, pp. 91-102.
- Scott W. R. [2003]. *Financial accounting theory*, Prentice Hall Upper Saddle River, NJ.
- Sevin S. e Schroeder R. [2005]. *Earnings management: evidence from SFAS No. 142 reporting*, in «Managerial auditing journal», 20, 1, pp. 47-54.
- Sinclair A. [1995]. *The chameleon of accountability: Forms and discourses*, in «Accounting, organizations and Society», 20, 2, pp. 219-237.
- Sjahrir B. S.; Kis-Katos K. e Schulze G. G. [2013]. *Political budget cycles in Indonesia at the district level*, in «Economics Letters», 120, 2, pp. 342-345.
- Stalebrink O. J. [2007]. *An investigation of discretionary accruals and surplus deficit management: evidence from Swedish Municipalities*, in «Financial accountability & management», 23, 4, pp. 441-458.
- Steccolini I. [2012]. *L'esperienza della contabilità economico-patrimoniale negli enti locali italiani: dal fallimento ad una proposta alternativa*, in F.

- Capalbo (a cura di), *L'applicazione della contabilità economico-patrimoniale nel settore pubblico: aspettative, risultati e criticità*, Torino, Giappichelli.
- Sterling R. R. [1975]. *Toward a science of accounting*, in «Financial Analysts Journal», pp. 28-36.
- Stubben S. R. [2010]. *Discretionary Revenues as a Measure of Earnings Management*, in «The Accounting Review», 85, 2, pp. 695-717.
- Subramanian S. [2016]. *A Comparison of Corporate Governance Practices in State-owned Enterprises and Their Private Sector Peers in India*, in «IIM Kozhikode Society & Management Review», pp. 2277975215617268.
- Thomas A. L. [1974]. *The allocation problem in financial accounting theory*, American Accounting Association.
- Thynne I. e Goldring J. [1987]. *Accountability and Control: Government Officials and the Exercise of Power* (Sydney: Law Book Company), in.
- Trueman B. e Titman S. [1988]. *An explanation for accounting income smoothing*, in «Journal of accounting research», 26, pp. 127-139.
- Van Lent L. [2012]. *Discussion of the influence of elections on the accounting choices of governmental entities*, in «Journal of Accounting Research», 50, 2, pp. 477-494.
- Veiga L. G. e Veiga F. J. [2007]. *Political business cycles at the municipal level*, in «Public choice», 131, 1-2, pp. 45-64.
- Vernon R. e Aharoni Y. [2014]. *State-Owned Enterprise in the Western Economies* (Routledge Revivals). London, Routledge.
- Wang L. e Yung K. [2011]. *Do State Enterprises Manage Earnings More than Privately Owned Firms? The Case of China*, in «Journal of Business Finance & Accounting», 38, 7-8, pp. 794-812.
- Wang S. e D'Souza J. [2006]. *Earnings management: the effect of accounting flexibility on R&D investment choices*, in «Johnson School Research Paper Series».
- Warfield T. D.; Wild J. J. e Wild K. L. [1995]. *Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings*, in «Journal of Accounting and Economics», 20, 1, pp. 61-91.
- Watts R. L. e Zimmerman J. L. [1978]. *Towards a positive theory of the determination of accounting standards*, in «Accounting review», 53, 1, pp. 112-134.
- Watts R. L. e Zimmerman J. L. [1986]. *Positive accounting theory*. NJ, Prentice Hall International.

- Watts R. L. e Zimmerman J. L. [1990]. *Positive accounting theory: a ten year perspective*, in «Accounting review», pp. 131-156.
- White H. [1980]. *A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity*, in «Econometrica: Journal of the Econometric Society», 48, 4, pp. 817-838.
- Young E. [2013,2015]. *All tied up. Working capital management report 2013*, Ernst & Young
- Zappa G. [1927]. *Tendenze nuove negli studi di ragioneria. Prolusione all'anno accademico 1926-1927 nel Regio Istituto Superiore di Scienze Economiche e Commerciali di Venezia*. Milano, Ist. Ed. Scientifico.
- Zappa G. [1950]. *Il reddito di impresa*. Milano, Giuffrè editore.
- Zappa G. [1957]. *Le produzioni nell'economia delle imprese*. Milano, Giuffrè editore.