



Università degli Studi di Cagliari

**DOTTORATO DI RICERCA IN ECONOMIA E
GESTIONE AZIENDALE**

Ciclo XXVII

TITOLO TESI:

**L'UTILIZZO DELLE RIVALUTAZIONI
DA LEGGI SPECIALI E L'IMPATTO SUI
BILANCI DELLE IMPRESE ITALIANE**

Settore scientifico disciplinare di afferenza
SECS – P/07

Presentata da: Fabrizio Piras

Coordinatore Dottorato: Prof. Andrea Melis

Tutor/Relatore: Prof. Alessandro Mura

Esame finale anno accademico 2013 – 2014

A Stefania e Tommaso

INDICE

Introduzione.....	7
1. Le rivalutazioni delle attività immobilizzate: evoluzione normativa e dottrinale...	13
1.1. L'evoluzione normativa.....	13
1.2. L'evoluzione storica del pensiero italiano.....	17
1.3. La letteratura internazionale	23
2. La disciplina delle rivalutazioni in Italia.....	29
2.1 Le rivalutazioni previste dalla legge 350/2003.....	29
2.2 Le rivalutazioni previste dalla legge 266/2005.....	31
2.3 Le rivalutazioni previste dal decreto legge 185/2008	33
3. L'analisi empirica.....	36
3.1 Il periodo di riferimento e la selezione del campione.....	36
3.2 La scelta di rivalutare	41
3.2.1 Sviluppo delle ipotesi	41
3.2.2 Analisi e metodologia statistica.....	45
3.2.3 Analisi dei risultati	49
3.2.4 Analisi addizionali.....	52
3.3 Le conseguenze reddituali.....	58
3.3.1 Sviluppo delle ipotesi	58
3.3.2 Analisi e metodologia statistica.....	59
3.3.3 Analisi dei risultati	63
3.3.4 Analisi addizionali.....	65
Conclusioni.....	71
Bibliografia	73

INTRODUZIONE

In un sistema contabile improntato sull'applicazione del criterio del costo storico, le leggi speciali di rivalutazione, originariamente emanate per alleviare gli effetti distorsivi del fenomeno inflattivo, offrono ai redattori di bilancio, a intervalli temporali più o meno ravvicinati, l'opportunità di riesprimere al valore corrente gli elementi destinati a permanere nel patrimonio aziendale per lunghi periodi. Ciò consente di aggiornare i valori netti contabili considerati poco significativi e potenzialmente inadatti al raggiungimento della rappresentazione veritiera e corretta cui la redazione del bilancio di esercizio deve tendere.

Contabilmente l'operazione, oltre che comportare un incremento del valore netto contabile cui sono evidenziati i cespiti in bilancio e del valore del patrimonio netto, ha l'effetto secondario di rafforzare, in alcuni casi in modo rilevante, la percezione della solidità della struttura patrimoniale. Non solo, la rivalutazione genera, quando fiscalmente riconosciuta, un futuro vantaggio tributario. Diventa rilevante comprendere se questi effetti secondari possano in realtà rappresentare l'obiettivo prioritario perseguito dagli amministratori.

Data la sua "specialità", il legislatore nazionale prevede che la rivalutazione delle immobilizzazioni, non interferisca con l'individuazione del risultato dell'esercizio in cui la rivalutazione viene effettuata e, per tale ragione, la stessa debba essere contabilizzata a immediato e diretto incremento del patrimonio netto attraverso l'imputazione al capitale o, in alternativa, attraverso la costituzione di una apposita riserva opportunamente denominata¹. In un contesto istituzionale in cui la normativa civilistica è fortemente orientata alla salvaguardia del patrimonio

¹ Al netto dell'imposta sostitutiva se dovuta.

netto aziendale il quale è visto come principale strumento di garanzia di soddisfazione dei creditori sociali (Melis 2006), il legislatore permette quindi di iscrivere nel patrimonio netto importi non rappresentati da valori positivi generati dalla gestione aziendale né tantomeno da apporti diretti, in danaro o in natura, effettuati dai soci, permettendone addirittura la possibile distribuzione.

Andando oltre la semplice rilevazione contabile, la rivalutazione delle immobilizzazioni può avere ripercussioni significative sul bilancio. Questa infatti genera un immediato miglioramento di importanti indici di struttura come ad esempio il rapporto di indebitamento, l'indice di rigidità degli impieghi e l'indice di autocopertura delle immobilizzazioni. Per contro, l'aumento di valore del totale degli impieghi e del capitale proprio comporta un peggioramento di indici di redditività come ROE e ROI.

Inoltre, le leggi speciali di rivalutazione oggetto di questo studio subordinano il riconoscimento fiscale dei maggiori valori al pagamento di una imposta sostitutiva delle imposte sui redditi. L'entità di tale imposta è generalmente inferiore alla diminuzione del futuro carico tributario generato dalla deduzione di maggiori quote di ammortamento e alla riduzione delle plusvalenze da cessione in caso di alienazione del cespite rivalutato. Ne consegue che le non influenti implicazioni fiscali successive alla rivalutazione possono rendere particolarmente attraenti le leggi speciali. Queste infatti, in presenza di condizioni reddituali favorevoli, garantiscono un importate risparmio di imposta senza ridurre il risultato d'esercizio e di conseguenza il patrimonio netto. Emerge il rischio che le rivalutazioni da leggi speciali vengano sfruttate per porre in atto strategie contabili mirate alla minimizzazione del carico fiscale, obiettivo spesso prioritario nell'orientare le politiche di bilancio delle imprese non quotate (Cloyd *et al.* 1996, Mura *et al.* 2013).

Come evidenziato dal Global Competitiveness Report (World Economic Forum 2014) l'Italia si trova nella 134^a posizione su 144 della graduatoria relativa alla tassazione complessiva sui profitti e nella 143^a posizione nelle graduatorie relative all'effetto negativo della tassazione sulle scelte di investimento e sul lavoro. In un contesto istituzionale di questo tipo in cui la pressione fiscale ha un fortissimo impatto sulle attività economiche, ci si potrebbe attendere che ogni iniziativa governativa e legislativa che possa garantire un alleggerimento del futuro carico tributario possa risultare particolarmente allettante agli occhi degli amministratori e della proprietà aziendale.

Alla luce di queste considerazioni, la rivalutazione delle immobilizzazioni sembra essere una pratica contabile estremamente snella e vantaggiosa ed appa-

rentemente priva di conseguenze negative nell'ottica di chi redige il bilancio. Con questi presupposti può emergere la tentazione per i redattori di bilancio, attratti dall'ottenimento dei molteplici effetti positivi, di mettere in atto comportamenti opportunistici effettuando rivalutazioni di beni prive di fondamento economico il cui valore netto contabile non differisce in modo significativo dal loro valore corrente. Quanto affermato fa emergere dubbi sull'utilizzo virtuoso delle leggi speciali di rivalutazione evidenziando, al contrario, la possibilità che emergano utilizzi opportunistici, soprattutto da parte di imprese caratterizzate da una situazione patrimoniale debole, che mirano primariamente all'ottenimento dei benefici illustrati anziché rispondere all'esigenza di riesprimere valori di immobilizzazioni che risultano sottovalutate. Le conseguenze di comportamenti di questo tipo potrebbero essere particolarmente gravi in termini di rappresentazione veritiera e corretta e di attendibilità dei valori di bilancio comportando una sopravvalutazione dell'attivo patrimoniale, del patrimonio netto e, mediante un incremento delle quote di ammortamento, un artificioso deperimento dei futuri risultati reddituali.

Nella cornice appena delineata, questo lavoro si propone un duplice obiettivo. Nella prima fase dell'analisi, lo studio mira a comprendere il reale utilizzo che le imprese fanno della possibilità di rivalutare periodicamente le immobilizzazioni ed i riflessi di questa pratica contabile sulla qualità dell'informativa di bilancio. Più specificatamente, in questa fase dell'analisi, si è cercato di individuare empiricamente, attraverso l'utilizzo di modelli *probit* e modelli di regressione lineare, le caratteristiche comuni delle imprese che scelgono di rivalutare in modo da poter risalire alle motivazioni e agli obiettivi perseguiti dal management attraverso la rivalutazione.

Partendo poi dal presupposto che il valore di un capitale sia funzione dei futuri flussi reddituali che è in grado di generare (Zanda, Lacchini e Onesti 2001), nella seconda fase dell'analisi si è indagato su come si modificano i risultati reddituali delle imprese a seguito della scelta di rivalutare. Nel periodo successivo alla rivalutazione l'impresa non dovrebbe semplicemente limitarsi a coprire senza eccessive difficoltà le maggiori quote di ammortamento bensì dovrà riuscire a remunerare adeguatamente il patrimonio investito. Infatti, la rivalutazione ha come effetto naturale quello di abbassare gli indici di remunerazione del patrimonio impiegato e del patrimonio investito. Una rivalutazione fondata su un reale incremento di valore di una immobilizzazione dovrebbe generare anche un miglioramento delle performance reddituali dell'impresa in grado di garantire il soddisfacimento delle aspettative di remunerazione dei portatori di capitale. In questa fase, quindi, si è cercato di individuare se effettivamente le imprese rivalutatrici riescono a raggiungere i risultati appena esplicitati. A questo scopo sono stati

utilizzati diversi modelli di regressione lineare utili ad individuare in che modo la rivalutazione delle immobilizzazioni sia in grado di influenzare le variazioni della redditività futura.

Data la specialità delle leggi di rivalutazione, ci si potrebbe attendere un contesto contabile relativamente stabile e ancorato alla valutazione al costo storico. Lo scenario reale appare però sostanzialmente differente in quanto negli ultimi anni le leggi di rivalutazione, seppur con alcune differenze le une dalle altre, si sono susseguite con una notevole intensità; dal 2003 a oggi se ne sono susseguite addirittura quattro facendo perdere il carattere di occasionalità e di specialità che dovrebbe invece contraddistinguerle². Lo studio è stato svolto utilizzando un campione di oltre 19.000 imprese italiane non quotate osservate nel periodo 2002-2012; l'alta frequenza con cui le leggi speciali di rivalutazione sono state emanate rende il periodo selezionato particolarmente adatto allo svolgimento delle analisi illustrate.

L'evoluzione delle leggi speciali di rivalutazione, la mancanza del carattere di occasionalità e l'ormai trascurabile problema dell'adeguamento monetario dei valori delle immobilizzazioni, aprono le porte a nuovi incentivi per l'utilizzo delle stesse da parte dei redattori di bilancio. La particolarità del contesto italiano introduce interessanti spunti di indagine; la casuale periodicità con cui le leggi di rivalutazione vengono emanate, le variabili condizioni di onerosità fiscale e dei conseguenti benefici tributari possono generare diverse motivazioni delle scelte gestionali e diverse conseguenze sui bilanci delle imprese italiane. Tali peculiarità e la quasi assenza di contributi empirici nel contesto italiano rendono di particolare interesse l'estensione dell'indagine a questo Paese.

Dall'analisi empirica emergono forti segnali che suggeriscono un discostamento degli interessi degli amministratori dal semplice adeguamento dei valori delle immobilizzazioni per spostarsi verso un utilizzo meno virtuoso, e addirittura opportunistico, delle rivalutazioni da leggi speciali. Le analisi econometriche evidenziano che le imprese con maggiori debolezze nella struttura finanziaria e nella situazione di liquidità, di minori dimensioni e con una più marcata esposizione verso il sistema bancario, tipicamente ricorrono all'istituto delle rivalutazioni delle immobilizzazioni consentite da leggi speciali. La relazione tra redditività e scelta di rivalutare appare variabile in base alle specifiche condizioni fiscali poste da ciascuna legge.

² Si consideri che tali leggi, oltre che avere le importanti finalità descritte, sostanzialmente insite al contesto proprio dell'azienda, avevano anche la finalità, peraltro non marginale, di garantire allo Stato un immediato flusso di entrate tributarie straordinarie.

Le parti successive del lavoro sono articolate nel seguente modo: nel capitolo 1 viene riportata un'analisi dell'evoluzione storica delle leggi di rivalutazione in Italia e dei principali contributi dottrinali, teorici ed empirici, che hanno trattato il tema delle rivalutazioni dei beni aziendali. Nel capitolo 2 vengono evidenziate le principali caratteristiche delle leggi speciali di rivalutazione che sono state emanate nell'arco temporale analizzato. Nel capitolo 3 vengono illustrate, le modalità di selezione del campione di riferimento e la relativa composizione, lo sviluppo delle ipotesi di ricerca e le metodologie di indagine utilizzate per verificare la loro validità; vengono poi riportati, esaminati e interpretati i risultati ottenuti nelle analisi. Nell'ultima sezione si discutono le principali implicazioni teoriche e pratiche dei risultati ottenuti.

1. LE RIVALUTAZIONI DELLE ATTIVITÀ IMMOBILIZZATE: EVOLUZIONE NORMATIVA E DOTTRINALE

1.1. L'evoluzione normativa

Storicamente il sistema contabile italiano, sia dal punto di vista normativo³ sia da quello dottrinale, è stato fortemente incentrato sul principio della prudenza. Proprio in questa ottica, il criterio del costo storico ha tradizionalmente rappresentato la soluzione più ricorrente e congeniale per la valutazione di numerose voci di bilancio. Tale tecnica valutativa ha quindi un forte impatto nell'intero processo di redazione del bilancio d'esercizio e soprattutto, visto il peso che solitamente assumono, sulla valutazione delle immobilizzazioni siano esse immateriali, materiali o finanziarie.

Il criterio del costo, al fine di rispettare il più pressante principio della prudenza sancito dall'art. 2423 bis Cod. Civ., prevede che la valutazione delle poste di bilancio debba essere commisurata al complesso di oneri effettivamente sostenuti dall'impresa in funzionamento per procurarsi un dato bene. Questa metodologia valutativa è concettualmente giustificabile poiché il costo rappresenta il valore delle qualità funzionali dei componenti del capitale che partecipano alla formazione del reddito, ossia il loro valore di funzionamento. Nondimeno il criterio del costo ha il duplice pregio di essere facilmente ed economicamente applicabile e di ridurre in modo significativo la discrezionalità della stima che risulta così quasi scevra da valutazioni di carattere soggettivo (Poddighe e Coronella 2007). Non solo, il criterio del costo è anche quello considerato più adeguato al perseguimento della funzione interna, attribuita al bilancio, di rendicontazione del risultato d'esercizio e della misurazione dell'utile distribuibile (Fortunato 2005).

³ Il criterio del costo storico è stato introdotto nel codice civile italiano nel 1942.

Per contro il criterio del costo storico ha il difetto di non tenere conto delle variazioni di valore della moneta con il conseguente rischio che alcuni beni, soprattutto quelli destinati a permanere nel complesso patrimoniale per lunghi periodi, come terreni e fabbricati, vengano indicati in bilancio con valori commisurati a un metro monetario significativamente diverso da quello del periodo di riferimento del bilancio, specialmente in periodi di alta inflazione. Questo comporta non solo un'indicazione dei cespiti aziendali a un valore non attendibile ma anche un calcolo di quote di ammortamento troppo tenui (Onida 1951) e quindi una identificazione non corretta del risultato di esercizio.

Nelle circostanze esposte i valori espressi in bilancio potrebbero non essere considerati significativi e tale significatività, lesa tanto nei valori patrimoniali quanto in quelli di conto economico, potrebbe diminuire all'allargarsi dell'intervallo temporale intercorrente tra i valori più remoti e quelli più attuali, al crescere dell'intensità del fenomeno inflazionistico e dell'impatto sul risultato economico delle quote di ammortamento rispetto alla generalità degli alti costi di esercizio (Mella 1988).

In presenza di beni ammortizzabili sono sottovalutati, perché entrati in funzione in tempi remoti o perché caratterizzati da un incremento del loro valore economico, per poter procedere ad una veritiera e corretta individuazione del risultato di esercizio sarebbe necessario procedere alla contabilizzazione di maggiori quote di ammortamento che siano commisurate al reale valore del bene. Così procedendo però non si farebbe altro che deprimere ulteriormente il già basso valore netto contabile del cespite; per poter ripristinare tale valore sarebbe infatti necessario rallentare il processo di ammortamento (Coda e Frattini 1981).

I problemi legati ai bilanci a costi storici hanno assunto dimensioni rilevanti negli anni Settanta a causa della fortissima perdita di valore della moneta che ha caratterizzato quegli anni⁴. Come visto l'applicazione del criterio del costo storico comporta una disomogeneità dei valori in base al momento di acquisizione dei beni durevoli. In periodi altamente inflazionistici questo si traduce in una forte sottovalutazione del capitale investito e una sopravvalutazione del risultato d'esercizio e dell'utile distribuibile. In estrema sintesi quindi la combinazione tra criterio del costo storico e alta inflazione fa emergere come distribuibili degli utili solo fittizi che in realtà sarebbero necessari a ricostruire il capitale a valori attuali.

Le problematiche conseguenti all'applicazione del costo storico in periodi di forte inflazione sono emerse anche in ambito internazionale. In Gran Bretagna ad esempio, nel 1975, il "Sandilands Committee on the Inflation Accounting" pub-

⁴ L'inflazione nel decennio è stata di circa il 12% annuo con punte del 19,2% nel 1974.

blicò un report che auspicava la sostituzione del criterio del costo storico con il criterio del costo corrente o del costo di sostituzione del bene durevole al momento della redazione del bilancio. Le stesse considerazioni furono peraltro inserite anche nella IV direttiva comunitaria del 1978 la quale, all'art. 33, attribuiva agli stati membri la possibilità di utilizzare metodi di valutazione alternativi in deroga al criterio del costo storico (Fortunato 2005).

Per far fronte a questa esigenza senza al contempo concedere ai redattori di bilancio eccessiva discrezionalità permettendo di valutare le immobilizzazioni in deroga al principio del costo storico, il legislatore italiano ha previsto la possibilità di rivalutare le immobilizzazioni solo occasionalmente e successivamente all'emanazione di specifiche leggi; le cosiddette leggi speciali di rivalutazione.

A partire dagli anni '50 si sono susseguite diverse leggi speciali di rivalutazione e proprio in quegli anni i grandi maestri della dottrina contabile italiana si sono interessati a questa tecnica contabile. In dottrina si è spesso utilizzata una classificazione dei diversi tipi di rivalutazioni distinguendo tra "rivalutazioni monetarie" e "rivalutazioni economiche" (Onida 1951). Le prime hanno l'obiettivo di riesprimere valori di beni patrimoniali sviliti dal fenomeno inflazionistico; sul piano teorico non rappresentano un reale incremento di ricchezza ma un semplice adeguamento nominale del valore del bene oggetto di rivalutazione. Per contro, sono considerate economiche le rivalutazioni effettuate in conseguenza di importanti cambiamenti legati alla funzionalità e alla destinazione economica di determinati beni che, diversamente dalle prime, evidenziano un effettivo incremento di ricchezza dovuto a un aumento reale del valore del bene oggetto di rivalutazione e, conseguentemente, del capitale di rischio dell'azienda (Roberto 2004, Poddighe e Coronella 2007).

Tale classificazione può però apparire fuorviante (De Sarno 1997, Sostero 1999); questa infatti trova fondamento sulla disciplina delle più remote leggi di rivalutazione le quali venivano espressamente emanate al fine di permettere l'adeguamento di valori di beni patrimoniali a uno stesso metro monetario e per tale ragione assunsero il nome di rivalutazioni monetarie. Queste leggi prevedevano specifici e inderogabili coefficienti di rivalutazione commisurati alla data di iscrizione in bilancio del bene oggetto di rivalutazione, alla data di acquisizione del bene stesso e all'entità dell'effetto dell'inflazione; il risultato dell'applicazione di questi coefficienti rappresentava il limite massimo della rivalutazione. Esse vennero emanate soprattutto per ragioni fiscali; lo scopo era quello di evitare che le imposte sui redditi colpissero i maggiori valori di natura monetaria che chiaramente non costituivano componenti di reddito reale (De Dominicis 1955). Procedere ad una individuazione del risultato d'esercizio confrontando ricavi, solita-

mente espressi a valori della moneta più prossimi, e costi, spesso espressi invece a valori della moneta più remoti, può infatti comportare delle forti inesattezze perché potrebbe essere considerato reddito un semplice adeguamento di valori al nuovo metro monetario (Capodaglio 2001).

Un allontanamento da questa tipologia di leggi di rivalutazione è avvenuto con le leggi speciali del 1975 e del 1983 le quali lasciavano ai redattori di bilancio la facoltà di scegliere tra due metodi alternativi per il calcolo della rivalutazione; con il metodo diretto l'entità della rivalutazione era data dal risultato dell'applicazione meccanica di specifici coefficienti di rivalutazione monetaria così come previsto nelle precedenti leggi speciali. L'elemento di novità introdotto da queste leggi era infatti il metodo di calcolo indiretto. Attraverso l'applicazione di questo procedimento l'entità della rivalutazione non veniva calcolata tramite coefficienti di adeguamento monetario, ma prevedeva semplicemente che i beni iscritti in bilancio a seguito della rivalutazione non potessero in nessun caso eccedere il valore recuperabile o il loro valore corrente. Si dava quindi l'opportunità di superare i limiti oggettivi fissati dai coefficienti di rivalutazione e di stimare in modo puntuale il valore effettivo del singolo cespite. In seguito all'applicazione del metodo indiretto l'entità della rivalutazione era quindi giustificata in parte dall'adeguamento di valori al nuovo metro monetario e in parte da reali incrementi di valore dei beni con la conseguente emersione dei presupposti per l'assoggettamento fiscale dei maggiori valori.

Le successive leggi di rivalutazione si sono evolute seguendo questa strada e le più recenti leggi speciali addirittura non prevedevano alcun coefficiente di adeguamento monetario ponendo come unico limite massimo il valore effettivamente realizzabile⁵. Non solo, queste leggi prevedevano anche il pagamento di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi calcolata sull'intero importo della rivalutazione al fine dell'ottenimento del riconoscimento fiscale dei maggiori valori fatti emergere attraverso la rivalutazione. Il totale assoggettamento della rivalutazione all'imposta sostitutiva è giustificabile dall'ormai poco rilevante e trascurabile effetto dell'inflazione e dalle reali difficoltà nel suddividere correttamente quale parte della rivalutazione sia generata dal fenomeno inflattivo e quale sia invece attribuibile a fenomeni economici reali (Zanda e Lacchini 1993).

⁵ Al riguardo art. 11, comma 2, della L. 342/2000 prevedeva che "I valori iscritti in bilancio e in inventario a seguito della rivalutazione non possono in nessun caso superare i valori effettivamente attribuibili ai beni con riguardo alla loro consistenza, alla loro capacità produttiva, all'effettiva possibilità di economica utilizzazione nell'impresa, nonché ai valori correnti e alle quotazioni rilevate in mercati regolamentati italiani e esteri".

In virtù delle problematiche esposte e dell'evoluzione normativa, Zanda e Lachini (1993) individuano una classificazione delle leggi speciali più articolata e meno ingannevole basata sulla reale funzione delle specifiche leggi:

- rivalutazioni facoltative a titolo gratuito per conguaglio monetario hanno esclusivamente lo scopo di adeguare i valori espressi in bilancio al nuovo valore della moneta senza l'emersione di maggiori valori reali e quindi senza la nascita di alcun presupposto impositivo;
- rivalutazioni facoltative a titolo oneroso con finalità economiche e di conguaglio monetario oltre all'adeguamento monetario hanno anche la finalità di evidenziare la reale capacità produttiva e il valore corrente dei cespiti con la conseguente nascita di un'obbligazione tributaria;
- rivalutazioni obbligatorie a titolo oneroso le finalità sono le stesse viste al punto precedente ma non viene data agli amministratori la facoltà di scegliere se procedere o meno alla rivalutazione.

Nel presente studio verranno analizzate le leggi di rivalutazione del decennio 2003-2012 le quali, come approfonditamente spiegato in seguito, sono classificabili come rivalutazioni facoltative a titolo oneroso con finalità economiche e di conguaglio monetario⁶.

1.2. L'evoluzione storica del pensiero italiano

La rivalutazione delle attività patrimoniali è una tecnica contabile che ha attirato l'attenzione degli studiosi sin dagli anni '50 del secolo scorso. Tuttavia, specialmente nel contesto italiano, l'attenzione su questo argomento è calata proprio nel momento in cui a livello internazionale, in seguito all'emanazione e all'applicazione dei principi contabili internazionali IFRS, si è fatto sempre più vivo il dibattito relativo alla scelta dei vari standard board nazionali di consentire o meno la rivalutazione delle attività immobilizzate.

Lo Zappa (1950) riteneva che in periodi di forti oscillazioni monetarie fosse auspicabile inserire in bilancio dei valori che rettificassero, in base alla variazione di valore della moneta, i valori di bilancio in modo da renderli tra loro omogenei e comparabili e che tali valori correttivi costituissero, finché la moneta è instabile,

⁶ Nello specifico verranno analizzate le leggi di rivalutazione riguardanti i bilanci 2003, 2005 e 2008. Peraltro, come si vedrà più avanti, la legge di rivalutazione relativa al bilancio 2008 è unica nel suo genere; questa infatti prevedeva anche la possibilità di procedere a rivalutazioni aventi rilevanza esclusivamente civilistica con la conseguente assenza di onerosità in termini di imposta sostitutiva delle imposte sui redditi.

un fondo rischi per le presunte variazioni monetarie future. Nella sua visione la rivalutazione delle immobilizzazioni doveva essere necessaria solo dopo l'avvenuta stabilizzazione della moneta.

Non erano dello stesso avviso alcuni autori internazionali i quali erano convinti che il rischio legato alla variazione di prezzi dei beni d'uso non riguardasse l'economia della azienda quanto piuttosto quella dei possessori del capitale di rischio (Geldmacher 1923); pertanto gli aumenti di valore delle immobilizzazioni non dovevano essere evidenziati in bilancio (Schmalenbach 1926).

L'Onida (1951) teorizzava che iscrivendo in bilancio beni strumentali a valori sensibilmente inferiori al loro valore di realizzo, sia esso diretto o indiretto, si costituiva nella sostanza una riserva occulta generata attraverso ammortamenti troppo alti negli esercizi precedenti. Riteneva quindi corretto far emergere questa riserva occulta attraverso una rivalutazione calcolata sulla base della vita economica residua del bene e sulla capacità dell'impresa di sopportare le future quote di ammortamento. Lo stesso autore già teorizzava l'utilizzo della rivalutazione con scopi di livellamento del reddito nel tempo ritenendo che potesse essere utilizzata artificiosamente per non mostrare utili troppo elevati tramite l'accrescimento delle quote di ammortamento o per incrementare il valore delle immobilizzazioni in vista di future operazioni straordinarie. Acutamente riteneva che la rivalutazione effettuata in ragione di prospere condizioni economiche aziendali altro non fosse che la contabilizzazione di futuri utili fondata sulla previsione di avere risultati reddituali futuri capaci di sostenere senza difficoltà le maggiori quote di ammortamento. Non si dimentichi però che a quell'epoca la stabilizzazione dei dividendi rappresentava uno degli obiettivi principali del bilancio d'esercizio e che le quote di ammortamento rappresentavano un componente reddituale estremamente funzionale a tale scopo (Onida 1971).

Per contro, il Vivarelli (1986), riteneva che la semplice maggiore capacità di ammortamento garantita da elevate prospettive reddituali non potesse considerarsi come unica condizione sufficiente a giustificare la contabilizzazione di una rivalutazione e che questa non dovesse in nessun caso comportare l'iscrizione delle immobilizzazioni a valori maggiori di quelli correnti o del presunto costo attuale di sostituzione.

La futura capacità di ammortamento costituisce comunque un importante indicatore ai fini della contabilizzazione di una rivalutazione. Il De Dominicis (1955) riteneva, al riguardo, che prima di decidere se procedere o meno alla rivalutazione doveva essere verificata con attenzione la redditività futura dell'impresa per accertare la capacità dell'impresa stessa di sopportare i maggiori ammortamenti

futuri; in mancanza di tale requisito, non si dovrebbe procedere alla rivalutazione. Peraltro, anche secondo il De Dominicis, la sola elevata redditività non poteva consentire una rivalutazione se non fosse giustificata anche da maggiori valori attuali delle immobilizzazioni. Non solo, l'Autore profeticamente ipotizzava un maggior utilizzo delle rivalutazioni nel caso in cui l'impresa volesse far ricorso a nuovi finanziamenti a lungo termine o in vista di emissione di prestiti obbligazionari o di aumenti di capitale sociale a pagamento; lo scopo sarebbe quello di allettare finanziatori e sottoscrittori innalzando il valore del capitale netto.

Anche l'Amaduzzi (1957) riteneva che la capacità di ammortamento rappresentasse un indicatore chiave per verificare la possibilità di procedere o meno alla rivalutazione; teorizzava che la perdita di potere di acquisto della moneta non era una condizione sufficiente a legittimare la rivalutazione. Secondo l'Autore infatti è necessario che esista una concreta ed effettiva capacità di copertura dei maggiori ammortamenti; nel caso in cui la futura capacità di ammortamento non fosse sufficiente, non solo non ci sarebbero i presupposti per la rivalutazione ma si dovrebbe addirittura valutare attentamente l'eliminazione del cespite poiché non redditualmente compatibile con le nuove situazioni monetarie e con la reintegrazione del capitale investito.

In dottrina sono state elaborate diverse metodologie per eliminare l'effetto distorsivo generato dalla perdita di valore della moneta e per la corretta identificazione dei redditi "apparenti" e dei redditi "reali". A tal proposito De Dominicis (1980, p. 219) sosteneva infatti che «solo il confronto tra costi e ricavi omogenei consente di stabilire se l'impresa ha guadagnato o perso in una o più operazioni compiute».

Una prima metodologia consisteva nell'eliminare l'effetto dell'inflazione sui singoli costi al fine di renderli monetariamente omogenei al relativo ricavo rilevando, alla fine dell'esercizio, un distinto componente di reddito nel conto economico e costituendo uno specifico "Fondo oscillazione valuta" (Zappa 1950). L'accantonamento al fondo aveva il compito di sottrarre dal risultato d'esercizio la componente nominale generata dall'oscillazione del valore della moneta permettendo quindi di evidenziare esclusivamente il reddito reale. Tale metodologia era però difficilmente utilizzabile vista la non rara mancanza di correlazione diretta per ciascun costo con un determinato ricavo.

A risultati simili si giunge seguendo una seconda metodologia che consiste nel rettificare tutti i costi e tutti i ricavi in base al loro momento di formazione per omogeneizzarli alla data di chiusura dell'esercizio. Con l'applicazione di questo metodo però non sarebbe sufficiente costituire il "Fondo oscillazione valuta"

poiché una corretta determinazione del reddito non può prescindere da una omogeneizzazione che interessi anche i costi e i ricavi in formazione e gli elementi costituenti il capitale di funzionamento (Zappa 1950).

Alcuni autori ritenevano che fosse necessario convertire tutti i valori iscritti in ciascun conto dell'attivo e del passivo aperti all'inizio dell'esercizio (Schmalenbach 1926, Brundler 1954) in modo da ottenere un risultato più razionale poiché rende omogenei non solo gli elementi di conto economico ma anche quelli dello stato patrimoniale. Questa metodologia non ha però avuto riscontri univoci in dottrina: alcuni autori (tra gli altri, De Dominicis 1959) sostenevano che dovesse essere rettificati anche i valori dei debiti e dei crediti mentre altri erano di tutt'altra opinione (come Amodeo 1965).

Relativamente alla eliminazione degli effetti del fenomeno inflattivo De Dominicis (1959) era fortemente convinto che i procedimenti di rettifica parziali, i quali prevedono la riespressione solamente di alcuni componenti di reddito in base al nuovo metro monetario, fossero uno strumento non idoneo a superare il problema. Teorizzava infatti l'utilizzo di procedimenti di rettifica integrali che comportassero l'omogeneizzazione di tutti i valori di bilancio. La metodologia suggerita permetteva inoltre di verificare il permanere dell'integrità economica del capitale in periodi caratterizzati da diverso potere di acquisto della moneta (De Dominicis 1960).

Una terza metodologia prevede invece di rettificare ogni singolo valore dello stato patrimoniale iniziale in modo da renderlo omogeneo ai valori dello stato patrimoniale finale; è chiaro che per poter applicare la metodologia in esame è necessario che tutti i valori dello stato patrimoniale iniziale siano già omogenei tra loro (Ceriani 1991).

Una più semplice metodologia fu teorizzata da Capodaglio (1987) mosso dal convincimento che i correttivi per l'inflazione basati sull'utilizzo di indici di rivalutazione individuati in base ai costi correnti siano funzionali alla valutazione del capitale corrente di cessione ma non alla corretta identificazione del risultato d'esercizio. L'autore suggeriva una soluzione che consisteva nell'imputazione di un costo figurativo nel conto economico di ogni esercizio ottenuto attraverso la semplice applicazione di un tasso di svalutazione della moneta al solo capitale netto.

Anche relativamente alla natura contabile della rivalutazione la posizione dottrinale non è uniforme. L'Onida (1951) era dell'idea che le rivalutazioni, vista l'incertezza del loro ammontare, non dovevano essere considerate come un componente positivo di reddito di competenza dell'esercizio in cui la rivalutazione

avviene in modo da evitare che la stessa potesse occultare eventuali perdite di bilancio. Per ovviare al problema la rivalutazione doveva essere imputata direttamente al patrimonio netto, attraverso la costituzione di una riserva, auspicandone inoltre la non distribuzione almeno fino al completamento dell'ammortamento del relativo cespite.

In ragione di quanto appena detto, parte della dottrina riteneva necessario procedere periodicamente a una revisione dei valori degli elementi patrimoniali che sia estranea alla determinazione del risultato d'esercizio, ma abbia bensì l'obiettivo di riesprimere il valore del capitale di funzionamento. Si riteneva che queste rivalutazioni, che vennero definite appunto rivalutazioni fuori esercizio, non dovessero in alcun modo influenzare il risultato dell'esercizio in chiusura e fossero da imputare direttamente al patrimonio netto senza transitare per il conto economico (Zappa 1950, Onida 1951, Masini 1955, Coda e Frattini 1981). Questo incremento di patrimonio non derivante dalla gestione reddituale è conosciuto nel linguaggio anglosassone come *dirty surplus* (Pope 1993).

A tal proposito Vivarelli (1986) era invece dell'idea che la rivalutazione delle immobilizzazioni sia da considerare come un componente straordinario di reddito ritenendo addirittura inammissibile il procedimento che prevede il diretto accreditamento della rivalutazione ad apposita voce del patrimonio netto, seppur concorde con la dottrina prevalente nel considerare non distribuibili gli utili risultanti dalla rivalutazione. Secondo l'Autore il più corretto procedimento consiste nell'imputare il maggior valore nel conto economico e procedere poi alla costituzione della riserva solo in sede di destinazione dell'utile.

Nonostante la vivacità e genuinità del dibattito, le diverse modalità proposte in dottrina per superare i limiti e le problematiche legate all'applicazione del criterio del costo storico in periodi di forti oscillazioni del valore della moneta non sono mai state accolte dal legislatore nazionale, né gli statutori dei principi contabili a livello internazionale hanno mai trovato una soluzione efficace e condivisa per affrontare sistematicamente la questione.

Il variabile ricorso all'emanazione di leggi speciali che consentano la rivalutazione delle immobilizzazioni rappresenta la soluzione prescelta dal legislatore nazionale. Si tratta di "correttivi parziali" che, pure nel nostro Paese, come afferma il Ferrero, «male interpretano, nel presente come nel passato, l'operante processo inflazionistico» (Ferrero 1988, p. 188). In tempi relativamente più recenti, vista la forte influenza del criterio del costo storico e le stringenti regole sulla possibilità di rivalutare le immobilizzazioni, alcuni autori si sono interrogati sui casi in cui possa essere applicata la deroga sancita dal comma 4 dell'articolo 2423

Cod. Civ. il quale prevede l'obbligo, e non la semplice possibilità, di non applicare le disposizioni del Codice Civile nel caso in cui la corretta applicazione sia incompatibile con la rappresentazione veritiera e corretta.

Per quanto riguarda il fenomeno inflattivo, già nel 1991, con l'emanazione del D. Lgs 127 che aveva recepito la IV Direttiva CEE venne stabilito che l'inflazione non costituisce "caso eccezionale" e quindi non sia una condizione sufficiente a legittimare la contabilizzazione di una rivalutazione delle immobilizzazioni escludendo quindi in via definitiva la possibilità di effettuare rivalutazione per adeguamento monetario se non espressamente previste da apposite leggi speciali⁷, posizione poi confermata anche nel 2005 dall'OIC 16. Il fenomeno dell'inflazione viene considerato come un fatto fisiologico e comune ai bilanci di tutte le imprese (Mechelli 1999, Roberto 2004).

Giunta e Pisani (2005) ritengono che l'art. 2423 conceda la possibilità di procedere a rivalutazioni "*economiche*" ossia collegate a effettivi incrementi di ricchezza slegati dalla perdita di valore della moneta e dall'applicazione di leggi speciali. Queste rivalutazioni dovrebbero essere effettuate quando gli incrementi di valore delle immobilizzazioni siano caratterizzati da un notevole grado di certezza e siano di un importo sufficientemente rilevante per cui la mancata esplicitazione possa costituire un impedimento al raggiungimento della rappresentazione veritiera e corretta (Roberto 2004). Questa interpretazione pareva essere condivisibile anche in osservanza delle precedenti versioni dei principi contabili OIC 16 e OIC 24 i quali, seppur prevedendo la non ammissibilità di rivalutazioni effettuate al di fuori dell'applicazione di leggi speciali, lasciavano spazio all'applicazione dell'art. 2423 e derogare al divieto di rivalutare in caso di assoluta straordinarietà pur non fornendo alcuna esplicitazione né esemplificazione di tali casi eccezionali.

Quanto affermato finora, unitamente alla forte diminuzione dell'impatto del fenomeno inflattivo, alla forse ancor più forte riduzione della discrezionalità delle scelte degli amministratori in tema di rivalutazioni in seguito al recepimento della IV Direttiva CEE e all'emanazione dei nuovi principi contabili OIC, o semplicemente perché le leggi speciali di rivalutazione sono riconosciute come una efficiente soluzione alla controversia tra costo storico e «*fair value*», possono essere le cause che hanno generato il calo di attenzione della dottrina sul tema segnalato all'inizio della trattazione al punto che, salvo limitati casi di contributi di ragioneria generale comparata, non esistono studi empirici che analizzano quali sono gli

⁷ Per approfondimenti si veda A. Mechelli, *Sulla rivalutazione delle immobilizzazioni materiali: un'interpretazione economico-aziendale del passaggio dalle «speciali ragioni» ai «casi eccezionali»* in Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, 6/1999.

effetti reali delle rivalutazioni delle immobilizzazioni in un contesto istituzionale che le tratta in modo particolare e peculiare rispetto agli altri Paesi.

1.3. La letteratura internazionale

In campo internazionale numerosi studi empirici si sono occupati delle rivalutazioni concentrandosi su contesti istituzionali in cui le rivalutazioni delle immobilizzazioni sono sempre ammesse come, ad esempio, Australia e Regno Unito (Whittered e Chan 1992, Barth e Clinch 1998, Aboody, Barth e Kasznik 1999, Barlev *et al.* 2007); paesi maggiormente orientati all'applicazione del *revaluation model* nei quali quindi, a differenza del contesto italiano, gli amministratori hanno la possibilità di riesprimere i valori dei cespiti senza attendere l'emanazione di specifiche leggi. Esistono comunque anche contributi che hanno analizzato contesti istituzionali notevolmente diversi come Hong Kong (Jaggi e Tsui, 2001), Croazia (Aljinović Barać e Šodan 2011) e Brasile (Lopes e Walker 2012).

Questi studi possono essere classificati in tre diversi gruppi in base al campo di indagine di interesse. Un primo gruppo di contributi mira a individuare le principali motivazioni e caratteristiche delle imprese nel momento in cui viene rilevata la rivalutazione delle immobilizzazioni attraverso l'utilizzo di modelli econometrici adatti a stimare la probabilità di rivalutare al variare di alcune caratteristiche aziendali, adeguatamente selezionate, che siano in grado di fornire idonee indicazioni sulle ragioni che spingono le imprese a rivalutare (Brown, Izan e Loh 1992, Whittered e Chan 1992, Cotter e Zimmer 1995, Gaeremynck e Vaugelers 1999, Lin e Peasnell 2000, Barlev *et al.* 2007, Missonier-Piera 2007); anche se più rari, alcuni studi indagano sugli stessi temi attraverso metodi qualitativi, come interviste e questionari, aventi lo scopo di individuare quali obiettivi i redattori di bilancio vogliono raggiungere attraverso la rivalutazione (Easton, Eddey, Harris 1993) o di reperire informazioni sull'ammontare della rivalutazione e l'eventuale *disclosure* fornita prima e dopo la rivalutazione stessa (Standish e Ung 1982).

I contributi internazionali in esame sono concordi nell'affermare che una spiegazione determinante ai fini della scelta di rivalutare le immobilizzazioni sia rappresentata dalle condizioni della propria struttura patrimoniale; è stato spesso evidenziato che la propensione alla rivalutazione cresce in presenza di un alto rapporto di indebitamento (Brown, Izan e Loh 1992, Easton, Eddey, Harris 1993, Black, Sellers e Manly 1998, Iatridis, Kilirgiotis 2012, Lopes e Walker 2102) e, in maniera del tutto speculare, quando il patrimonio netto risulta indebolito (Lin e Peasnell 2000). Come visto in precedenza la rivalutazione ha come naturale con-

seguenza l'aumento del totale dell'attivo e del patrimonio netto; questo comporta un immediato miglioramento della struttura patrimoniale e un rafforzamento del patrimonio netto senza dover ricorrere a nuovi apporti di capitale.

Una seconda caratteristica che sembra rivestire un ruolo centrale ai fini della scelta di rivalutare è la situazione della liquidità. Infatti, in diversi studi è emersa una maggiore propensione alla rivalutazione per le imprese caratterizzate da scarsa liquidità. Visti gli effetti benefici della rivalutazione sugli indici di struttura patrimoniale, il management delle imprese con poca liquidità potrebbe sfruttare le rivalutazioni nella speranza che questi miglioramenti patrimoniali si traducano in una maggiore capacità di indebitamento in modo da agevolare nuove richieste di capitale di terzi. Questi risultati peraltro sono emersi in Paesi caratterizzati da *framework* contabili e contesti economici e sociali profondamente differenti come Regno Unito (Lin e Peasnell 2000), Australia e Nuova Zelanda (Black, Sellers, e Manly 1998), Brasile (Lopes e Walker 2012) e Croazia (Aljinović Barać e Šodan 2011).

Gli aspetti evidenziati legittimano forti dubbi sull'utilizzo non disinteressato delle rivalutazioni oggetto di studio da parte dei redattori di bilancio. Gli stessi sembrano servirsi opportunisticamente delle rivalutazione delle immobilizzazioni non al fine di mostrare nel modo più veritiero possibile l'intero complesso patrimoniale, ma piuttosto per portare avanti strategie contabili e politiche di bilancio volte a mostrare strutture patrimoniali maggiormente floride. Si concretizza quindi il rischio che vengano effettuate delle rivalutazioni basandosi su maggiori valori distorti o addirittura privi di significato economico.

Nonostante gli utilizzi opportunistici individuati nei contributi analizzati in precedenza, alcuni studi sono giunti alla conclusione che le politiche di bilancio attuate attraverso l'utilizzo delle rivalutazioni non siano uno strumento efficace al perseguimento dei fini sopra illustrati. Uno studio del contesto australiano (Cotter 1999) ha dimostrato che il miglioramento della struttura patrimoniale generato dalle rivalutazioni non si traduce in un incremento della capacità di indebitamento né incide sulla riduzione dei costi dell'indebitamento stesso. I risultati ottenuti sarebbero giustificati dal fatto che le banche, soprattutto in contesti istituzionali in cui il rapporto tra banca e impresa è particolarmente stretto, valutino con scetticismo le rivalutazioni proprio in ragione dei potenziali utilizzi opportunistici della stessa rendendone quindi difficile un loro utilizzo esclusivamente discrezionale; non solo, comportamenti di questo tipo potrebbero comportare una considerevole perdita di credibilità del management con conseguenze negative o perfino opposte a quelle perseguite. Inoltre in uno studio che ha analizzato un campione di imprese belghe (Gaeremynck e Vaugelers 1999) è stato dimostrato che, partendo

dall'assunto per cui le imprese con livelli di performance negativi sono quelle che traggono maggiori benefici dalla rivalutazione, la stessa dia ai finanziatori una percezione negativa rendendoli meno propensi a concedere nuovi finanziamenti e che addirittura la scelta di non rivalutare sia un indicatore di maggior successo futuro.

Un secondo campo di indagine riguarda l'individuazione degli effetti della rivalutazione sui prezzi di mercato delle azioni (Shape e Walker 1975, Easton, Eddey e Harris 1993, Barth e Clinch 1998, Rodrigues *et al.* 2012) e sulle future conseguenze economiche e finanziarie in termini di risultati reddituali e di flussi di cassa (Aboody, Barth, Kasznik 1999, Jaggi e Tsui 2001, Lopes e Walker 2012).

Questi studi si basano sull'assunto che il valore di un capitale dipenda dai frutti che è in grado di generare (Zanda, Lacchini, Onesti 2001); il valore economico di un bene a fecondità multipla è quindi funzione dei flussi reddituali e finanziari che sarà in grado di generare attraverso l'uso. In base a tale asserzione ci si potrebbe quindi aspettare che alla base della contabilizzazione di una rivalutazione ci siano dei reali incrementi di valore economico dei beni strumentali e che tale incremento di ricchezza sia riscontrabile in un miglioramento dei futuri risultati reddituali dell'impresa e dei relativi flussi di cassa. Inoltre, i migliori risultati attesi dovrebbero anche comportare un tempestivo aumento del valore di mercato delle azioni; ci si attende in sostanza che possa essere riscontrata una relazione positiva tra rivalutazione e futuri risultati reddituali e/o finanziari (Aboody, Barth, Kasznik 1999, Jaggi e Tsui 2001, Lopes e Walker 2012). Nei contributi che effettivamente riscontrano un miglioramento delle performance successive alla rivalutazione (Shape e Walker 1975, Barlev *et al.* 2007), viene anche evidenziato che questo miglioramento si riduce quando l'impresa rivalutatrice è fortemente indebitata (Aboody, Barth, Kasznik 1999); analogamente gli studi che hanno riscontrato un peggioramento dei risultati reddituali post rivalutazione hanno anche evidenziato che maggiore è il rapporto di indebitamento più evidente sarà la riduzione della performance (Lopes e Walker 2012). I risultati ottenuti in questi studi evidenziano la diversa percezione delle rivalutazioni da parte degli utilizzatori del bilancio in conseguenza del diverso livello di indebitamento dell'impresa rivalutatrice; per le imprese con minor livello di indebitamento infatti si riducono gli incentivi opportunistici relativi alla rivalutazione. In questi casi la rivalutazione avrebbe come unico scopo quello di riallineare valori di bilancio e valori correnti e verrebbe vista dagli *stakeholder* come una condivisione di informazioni interne utili a ridurre l'asimmetria informativa. Per contro, in caso di alto livello di indebitamento, aumentano considerevolmente gli incentivi opportunistici post-rivalutazione e

la rivalutazione stessa viene vista dal mercato con maggiore scetticismo (Courtenay e Cahan 2004).

Gli elementi emersi legittimano nuovamente i dubbi relativi alla possibilità di utilizzi di comodo delle rivalutazioni a discapito dell'evidenziazione di maggiori valori effettivamente osservabili.

Un terzo campo di indagine infine riguarda contributi che hanno esplorato aspetti residuali ma comunque strettamente connessi alla rivalutazione delle immobilizzazioni aziendali.

Nichols e Buerger (2002) esaminano gli effetti dell'utilizzo del criterio del costo storico e del *fair value* sulle decisioni delle banche al momento della decisione sull'erogazione di nuovi prestiti svolgendo un'analisi sul comportamento delle banche tedesche e statunitensi. Dallo studio è emerso che le banche tedesche concedono prestiti significativamente più alti alle imprese che valutano le immobilizzazioni al *fair value*, mentre le banche statunitensi concedono prestiti maggiori alle imprese che valutano le immobilizzazioni al costo storico. Secondo gli autori questa differenza sarebbe spiegata dal fatto che gli utilizzatori dei bilanci statunitensi sono più orientati al risultato reddituale nel breve periodo mentre in Germania, essendo un paese con tradizione più conservativa, si dà maggiormente importanza all'entità di attività e passività. Gli stessi studiosi argomentano che le banche statunitensi potrebbero penalizzare le imprese che utilizzano il *fair value* semplicemente perché non sono abituate a vedere tali valori esplicitati in bilancio; le stesse avrebbero forti perplessità sull'attendibilità di valori correnti e questo comporterebbe un incremento del rischio di credito con una conseguente riduzione dei finanziamenti.

Cotter e Richardson (2002) indagano invece sull'eventuale esistenza di differenze di attendibilità tra le rivalutazioni che si basano su stime effettuate dagli amministratori e le stime elaborate da periti esterni. I risultati evidenziati dimostrano che le stime del valore di impianti e macchinari effettuate da periti esterni sono più attendibili di quelle effettuate dagli amministratori mentre per le altre classi di immobilizzazioni non emergono differenze significative. Gli autori sostengono che concedere agli amministratori l'opportunità di effettuare internamente le stime piuttosto che affidarle a soggetti esterni non comprometterebbe l'attendibilità dei valori espressi in bilancio a eccezione di quelle classi di immobilizzazioni per cui non è prontamente disponibile il valore di mercato.

Le analisi empiriche che hanno analizzato il contesto italiano riguardano esclusivamente contributi di ragioneria internazionale comparata basati su bilanci di imprese quotate anche nei mercati statunitensi. In questi studi emerge che gli

effetti delle rivalutazioni da leggi speciali generano effetti permanenti e statisticamente significativi quando i valori patrimoniali e reddituali vengono riespressi in applicazione dei principi contabili statunitensi in cui le rivalutazioni sono vietate in modo rigoroso (Zambon 1997, Branciarri e Matteucci 1999, Zambon 2002). Analizzando nello specifico tali effetti, Mura e Roberto (2014) sottolineano che le conseguenze meccaniche della rivalutazioni, un immediato incremento del patrimonio netto controbilanciato da minori redditi futuri generati dai maggiori ammortamenti, rendono apprezzabilmente più complesse le valutazioni sul grado di prudenza di un determinato sistema contabile.

Tuttavia, anche in campo internazionale non mancano contributi in disaccordo con la rivalutazione delle immobilizzazioni. In particolare, Henderson e Goodwin (1992) hanno sostenuto che le rivalutazioni delle immobilizzazioni non sono giustificabili in un sistema contabile improntato sull'utilizzo del costo storico. Secondo gli autori rivalutare significherebbe distruggere la logica del sistema contabile con il risultato che i valori di bilancio risulterebbero basati su un concetto ibrido di mantenimento del capitale. Per raggiungere una rappresentazione fedele si dovrebbero indicare i valori di mercato delle immobilizzazioni nelle note al bilancio. Se si ritiene che il valore corrente dei cespiti debba essere indicato esplicitamente in bilancio, si dovrebbe abbandonare completamente il criterio del costo storico e adottare un nuovo sistema contabile interamente basato sull'utilizzo dei valori correnti.

Infine, risulta particolarmente interessante lo studio condotto da Barlev *et al.* (2007) avente l'obiettivo di verificare se i risultati ottenuti attraverso l'analisi di un determinato contesto possano essere utilizzati per poter generalizzare una regola applicabile anche al resto del mondo. Il contributo ha però rilevato che questo è possibile solo per paesi accomunati da un contesto economico, legale e culturale simile; a parziale conferma di questi risultati è stato anche dimostrato il diverso impatto delle rivalutazioni sul valore dell'impresa nei paesi di *common law* rispetto ai paesi *code law* (Paik 2009).

2. LA DISCIPLINA DELLE RIVALUTAZIONI IN ITALIA

In Italia la rivalutazione delle immobilizzazioni è prevista solo in osservanza di specifici provvedimenti normativi che aprono finestre temporali in cui le imprese possono derogare all'applicazione del criterio del costo storico e iscrivere le immobilizzazioni aziendali al valore corrente.

Le leggi speciali di rivalutazione fissano in maniera puntuale e inderogabile tutti gli aspetti tecnici e formali del processo di rivalutazione. Al fine di rendere maggiormente chiara la successiva analisi empirica, in questa sezione del lavoro verranno esaminati i principali aspetti specifici di ciascuna legge di rivalutazione emanata nel periodo oggetto di studio.

L'analisi empirica è stata svolta analizzando i bilanci di imprese italiane nel periodo 2002- 2012; in questo arco temporale sono state emanate tre leggi speciali di rivalutazione che hanno interessato i bilancio 2003, 2005 e 2008 e proprio per tale ragione risulta particolarmente adatto alle indagini da svolgere.

2.1 Le rivalutazioni previste dalla legge 350/2003

La legge 350/2003 ha riaperto i termini per la rivalutazione delle immobilizzazioni aziendali prevista dalla precedente legge 342/2000 a cui gran parte della normativa veniva rimandata. La L.350/2003 prevedeva che la disciplina delle rivalutazioni fosse applicata ai soggetti titolari di reddito d'impresa, più precisamente:

- società per azioni, in accomandita per azioni, e a responsabilità limitata;
- società cooperative;
- società di mutua assicurazione;
- aziende speciali e municipalizzate;
- enti commerciali e non commerciali;
- persone fisiche esercenti attività di impresa (limitatamente ai beni relativi all'attività commerciale realizzata);
- società in nome collettivo e in accomandita semplice ed equiparate.

La rivalutazione doveva interessare tutti i cespiti appartenenti alla stessa categoria omogenea e potevano essere rivalutati solo se già iscritti nell'attivo di stato patrimoniale del bilancio dell'anno precedente; nella sostanza, non erano rivalutabili i beni acquisiti nel corso dell'esercizio in chiusura. Erano quindi rivalutabili i beni posseduti alla data di chiusura del bilancio 2003 solo se acquisiti prima della chiusura del bilancio 2002. I cespiti rivalutabili erano i seguenti:

- immobilizzazioni materiali;
- immobilizzazioni immateriali costituite da beni consistenti in diritti giuridicamente tutelati;
- partecipazioni in società controllate e collegate che costituiscono immobilizzazioni.

Erano invece esclusi:

- beni materiali e immateriali alla cui produzione o al cui scambio è diretta l'attività di impresa;
- avviamento e costi pluriennali;
- i beni monetari;
- le partecipazioni non di controllo o di collegamento e le partecipazioni di controllo e di collegamento che non costituiscono immobilizzazioni.

Le imprese che hanno deciso di rivalutare le proprie immobilizzazioni erano obbligatoriamente tenute al versamento di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi ai fini del riconoscimento fiscale dei plusvalori evidenziati attraverso la

rivalutazione. La L. 350/2003 prevedeva due aliquote di imposta differenti in ragione della tipologia del cespite:

- il 19% per le rivalutazioni relative a beni ammortizzabili;
- il 15% per le rivalutazioni relative a beni non ammortizzabili.

Il versamento dell'imposta doveva obbligatoriamente essere effettuato in tre rate con scadenza annuale. La prima rata, pari al 50% dell'importo dovuto, doveva essere versata entro il termine previsto per il versamento del saldo delle imposte sui redditi relative al periodo di imposta in cui è avvenuta la rivalutazione. La seconda e la terza rata, ognuna pari al 25% dell'importo complessivo, aventi scadenza coincidente con termine previsto per il versamento del saldo delle imposte sui redditi relative ai periodi di imposta successivi. Il riconoscimento fiscale dei maggiori valori aveva effetto a decorrere dall'esercizio successivo a quello in cui era stata eseguita la rivalutazione ossia a partire dal bilancio relativo all'esercizio 2004.

2.2 Le rivalutazioni previste dalla legge 266/2005

Il legislatore, con la legge 266/2005, ha previsto la possibilità di rivalutare le immobilizzazioni risultanti dal bilancio relativo all'anno 2004 ancora detenute alla data di chiusura del bilancio 2005. Così come visto per la legge 350/2003, i soggetti interessati alla rivalutazione erano i seguente:

- società per azioni, in accomandita per azioni, e a responsabilità limitata;
- società cooperative;
- società di mutua assicurazione;
- aziende speciali e municipalizzate;
- enti commerciali e non commerciali;
- persone fisiche esercenti attività di impresa (limitatamente ai beni relativi all'attività commerciale realizzata);
- società in nome collettivo e in accomandita semplice ed equiparate.

Non potevano avvalersi della disciplina delle rivalutazioni le società che adottavano i principi contabili internazionali. La normativa relativa alle rivalutazioni era infatti costruita sulla base delle previsioni del codice civile sulla redazione del bilancio di esercizio. I principi contabili internazionali prescindono dalle previsio-

ni del codice civile e prevedono, per la valutazione delle immobilizzazioni aziendali, l'applicazione del modello del costo o quello della rideterminazione del valore, o *revaluation model*.

Un elemento di differenziazione rispetto alla legge di rivalutazione precedente è rappresentato dalla tipologia di beni rivalutabili. La legge 266/2005 prevedeva, infatti, la possibilità di effettuare due tipi di rivalutazione: le rivalutazioni relative ai beni di impresa e le partecipazioni e quelle relative alle aree fabbricabili.

Relativamente alla prima tipologia, era possibile rivalutare i seguenti beni:

- immobilizzazioni materiali (escluse le aree fabbricabili per cui era prevista una specifica disciplina);
- immobilizzazioni immateriali costituite da beni consistenti in diritti giuridicamente tutelati;
- partecipazioni in società controllate e collegate che costituiscono immobilizzazioni.

Per contro, erano escluse:

- beni materiali e immateriali alla cui produzione o al cui scambio è diretta l'attività di impresa;
- avviamento e costi pluriennali;
- beni monetari;
- partecipazioni non di controllo o di collegamento e le partecipazioni di controllo e di collegamento che non costituiscono immobilizzazioni.

Anche in questa occasione, la legge di rivalutazione prevedeva l'obbligo al versamento di una imposta sostitutiva delle imposte sui redditi. Le aliquote previste erano le seguenti:

- il 12% per le rivalutazioni relative a beni ammortizzabili;
- il 6% per le rivalutazioni relative a beni non ammortizzabili.

Al contrario della legge 350/2003, la legge 266/2005 non prevedeva la possibilità di effettuare il versamento in forma rateale; l'imposta sostitutiva doveva essere necessariamente versata in un'unica soluzione entro il termine previsto per il versamento del saldo per le imposte sui redditi dello stesso periodo di imposta.

Nonostante il versamento in un'unica soluzione, il riconoscimento fiscale dei maggiori valori non era immediato; era infatti previsto che gli stessi fossero fi-

scalmente riconosciuti a decorrere dal terzo anno successivo a quello di rivalutazione.

La rivalutazione delle aree fabbricabili seguiva invece regole differenti. I beni oggetto di rivalutazione erano le aree fabbricabili non ancora edificate, o risultanti tali a seguito della demolizione degli edifici esistenti, incluse quelle alla cui produzione o al cui scambio era diretta l'attività aziendale. Anche gli effetti fiscali erano differenti. L'aliquota di imposta sostitutiva era fissata al 19% e il riconoscimento fiscale era immediato. Il versamento poteva avvenire sia in un'unica soluzione oppure in tre rate annuali con scadenza coincidente con il termine previsto per il versamento del saldo delle imposte sui redditi. Era inoltre previsto che la rivalutazione avesse effetto fiscale a condizione che l'utilizzazione edificatoria avvenisse entro il quinto anno successivo a quello della rivalutazione.

2.3 Le rivalutazioni previste dal decreto legge 185/2008

Con il D.L. 185/2008 è stata riproposta la possibilità di rivalutazione con due importanti novità rispetto al passato, mentre i soggetti interessati restano gli stessi già identificati nei paragrafi precedenti.

La prima novità riguarda l'identificazione dei beni rivalutabili. La possibilità di rivalutare, infatti, non era estesa alla generalità delle immobilizzazioni⁸, ma era limitata ai soli beni immobili risultanti dal bilancio dell'esercizio in corso al 31/12/2007 e ancora detenuti alla data di chiusura del bilancio relativo all'esercizio 2008. Non solo, la norma prevedeva anche delle tipologie di immobili escluse dalla rivalutazione: gli immobili alla cui produzione o al cui scambio è diretta l'attività di impresa e le aree fabbricabili.

La seconda importante novità introdotta dalla norma esaminata riguarda, invece, la rilevanza fiscale della rivalutazione. La formulazione della norma permetteva di procedere a rivalutazioni aventi efficacia esclusivamente civilistica. In tale circostanza la rivalutazione poteva essere effettuata senza oneri tributari da parte dell'impresa la quale aveva comunque la facoltà di decidere di versare l'imposta sostitutiva sui plusvalori evidenziati al fine di ottenerne il riconoscimento fiscale. L'aliquota dell'imposta sostitutiva eventualmente da versare dipendeva dalla tipologia di immobile rivalutato⁹:

⁸ Seppur con le esclusioni indicate nei paragrafi 2.1 e 2.2.

⁹ Le aliquote inizialmente previste dal D.L. 185 erano pari al 10% per gli immobili ammortizzabili e al 7% per gli immobili non ammortizzabili successivamente ridotte al 7% e 4% dal Ddl. di

- 3% per le rivalutazioni relative a beni immobili ammortizzabili;
- 1,5% per le rivalutazioni relative a beni immobili non ammortizzabili.

Le imprese che avessero optato per il riconoscimento fiscale dei plusvalori avevano la possibilità di procedere al versamento dell'imposta sostitutiva in due modalità alternative:

- in un'unica soluzione entro il termine previsto per il versamento del saldo delle imposte sui redditi relative al periodo di imposta in cui la rivalutazione viene eseguita;
- in tre rate annuali, la prima da versare entro il termine visto al punto precedente e le altre da versare entro il termine previsto per il versamento delle imposte sui redditi dei due periodi di imposta successivi.

Anche questa legge speciale di rivalutazione non prevedeva l'immediato riconoscimento fiscale dei plusvalori il quale era posticipato al terzo anno successivo a quello in cui la rivalutazione veniva eseguita; le rivalutazioni eseguite nel bilancio relativo all'esercizio 2008 avranno quindi valenza fiscale a partire dal periodo di imposta 2011.

In figura 1 vengono riepilogate le principali caratteristiche di ogni provvedimento normativo.

conversione del decreto approvato dalla Camera dei Deputati in data 15/01/2009 poi definitivamente fissate al 3% e al 1,5% dal D.L. 5/2009.

Figura 1: Riepilogo delle principali caratteristiche delle leggi di rivalutazione

	L. 350/2003	L. 266/2005*	D.L. 185/2008
Beni rivalutabili	<ul style="list-style-type: none"> • immobilizzazioni materiali; • immobilizzazioni immateriali costituite da beni consistenti in diritti giuridicamente tutelati; • partecipazioni in società controllate e collegate che costituiscono immobilizzazioni. 	<ul style="list-style-type: none"> • immobilizzazioni materiali; • immobilizzazioni immateriali costituite da beni consistenti in diritti giuridicamente tutelati; • partecipazioni in società controllate e collegate che costituiscono immobilizzazioni. 	<ul style="list-style-type: none"> • beni immobili
Riconoscimento fiscale	Obbligatorio con effetto a decorrere dall'esercizio successivo alla rivalutazione.	Obbligatorio con effetto a decorrere dal terzo anno successivo alla rivalutazione	Facoltativa con effetto a decorrere dal terzo anno successivo alla rivalutazione.
Aliquote di imposta sostitutiva	<ul style="list-style-type: none"> • il 19% per le rivalutazioni di beni ammortizzabili; • il 15% per le rivalutazioni di beni non ammortizzabili. 	<ul style="list-style-type: none"> • il 12% per le rivalutazioni di beni ammortizzabili; • il 6% per le rivalutazioni di beni non ammortizzabili. 	<ul style="list-style-type: none"> • 3% per le rivalutazioni di beni immobili ammortizzabili; • 1,5% per le rivalutazioni di beni immobili non ammortizzabili.
Metodologie di versamento	Obbligatoriamente in tre rate annuali con scadenza coincidente con il termine previsto per il versamento del saldo delle imposte sui redditi.	Obbligatoriamente in unica soluzione per rivalutazioni di beni diversi dalle aree fabbricabili.	Facoltativamente in un'unica soluzione oppure in tre rate annuali con scadenza coincidente con il termine previsto per il versamento del saldo delle imposte sui redditi.

* La legge 266/2005 prevedeva differenti regole per le rivalutazioni relative alle aree fabbricabili. Queste specificità sono state trattate nel paragrafo 2.2.

3. L'ANALISI EMPIRICA

3.1 Il periodo di riferimento e la selezione del campione

Allo scopo di dare una risposta empirica ai quesiti di ricerca precedentemente evidenziati è stato utilizzato il database AIDA per estrarre un campione di imprese rappresentativo dell'ambiente imprenditoriale italiano. Sono state reperite tutte le informazioni relative alla situazione patrimoniale, finanziaria ed economia delle imprese comprese nel campione e alcune informazioni di carattere qualitativo come ad esempio l'area geografica, il settore economico di attività e la dimensione dell'assetto proprietario.

Nel campione analizzato sono state escluse tutte le imprese finanziarie, a causa delle loro particolarità gestionali, e tutte le imprese che redigono il bilancio in base ai principi contabili internazionali IAS/IFRS poiché esplicitamente escluse dall'applicazione delle leggi speciali. Queste infatti hanno la possibilità di evidenziare le immobilizzazioni utilizzando la logica del "fair value" applicando le regole del *revaluation model* previsto dal principio IAS 16; possono quindi procedere alla rivalutazione delle attività immobilizzate senza limiti di tempo e senza necessariamente attendere l'emanazione di specifici e più o meno saltuari provvedimenti normativi.

Inoltre, sono state ricomprese nel campione solo imprese di non piccole dimensioni che siano obbligate alla redazione del bilancio di esercizio in base alle regole ordinarie; le piccole imprese infatti hanno la possibilità, rispettando determinati limiti dimensionali, di redigere il bilancio in forma abbreviata in applicazione dell'art. 2435-*bis* Cod. Civ. Questa scelta è stata fatta perché i bilanci in forma abbreviata prevedono per loro natura un elevato grado di sintesi, soprattutto relativamente all'esposizione dell'attivo immobilizzato, che però rende eccessivamente difficoltoso reperire le corrette informazioni necessarie a esplorare in modo esaustivo la pratica contabile oggetto di studio.

Il campione definitivo su cui è stato condotto lo studio è composto da 19.097 imprese italiane non finanziarie osservate nel periodo 2002-2012. Come già spiegato la scelta di questo intervallo temporale è stata guidata dal rapido susseguirsi di tre leggi speciali di rivalutazione che hanno interessato i bilanci 2003, 2005 e 2008. La successione di queste leggi rende il periodo analizzato particolarmente idoneo alle analisi da svolgere.

Al fine di evidenziare l'importanza del fenomeno analizzato nella tabella 1 viene riportata la percentuale di imprese comprese nel campione che hanno ricorso alle leggi speciali di rivalutazione ogniqualvolta sono state emanate. Le percentuali di imprese rivalutatrici sono in linea con quelle osservate in altri studi e, relativamente alla rivalutazione del 2008, addirittura superiori alle percentuali registrate in Paesi generalmente più inclini alla valutazione delle immobilizzazioni con il metodo del *revaluation model* come ad esempio Australia (17%), Regno Unito (12%) e Belgio (6%) (Barlev *et al.* 2007). Inoltre appare evidente che la legge di rivalutazione che è stata maggiormente sfruttata dalle imprese italiane è stata quella prevista dal D.L. 185 del 2008. Come evidenziato nel capitolo 2 questa legge di rivalutazione differiva da quelle precedenti soprattutto in due aspetti. In primo luogo era ammessa la possibilità di eseguire rivalutazioni aventi effetto esclusivamente civilistico; se da un lato questo comporta un mancato riconoscimento fiscale dei maggiori valori emersi grazie alla rivalutazione e una conseguente perdita dei successivi vantaggi fiscali, dall'altro permette di effettuare la rivalutazione senza sopportare alcun obbligo di versamento di imposta. In secondo luogo prevedeva delle aliquote di imposta sostitutiva sensibilmente più basse rispetto a quelle previste dalle leggi speciali precedenti; in quest'ottica la rivalutazione del 2008 permetteva un più consistente risparmio di imposta che probabilmente ha attirato l'attenzione di un numero maggiore di imprese.

Tabella 1: Imprese che hanno optato per la rivalutazione

Anno	Non Rivalutatrici	Rivalutatrici	Totale	Percentuale Rivalutatori
2003	16.955	1.529	18.484	8,27%
2005	17.612	1.320	18.932	6,97%
2008	13.690	5.278	18.968	27,83%
Totale		8.127		

Al fine di ottenere un campione il più possibile rappresentativo del tessuto economico sono state selezionate imprese operanti in molteplici settori economici. Nella tabella 2 viene evidenziata la suddivisione delle imprese comprese nel campione in base al settore economico identificato utilizzando le lettere maiuscole secondo il codice ATE-

CO 2007. Per ogni settore economico è stata inoltre calcolata la percentuale di imprese rivalutatrici rispetto al singolo settore e rispetto all'intero campione. Per rendere maggiormente leggibile e comprensibile la tabella è bene precisare che ai fini del presente studio sono state considerate imprese rivalutatrici solo ed esclusivamente quelle imprese che hanno deciso di optare per la rivalutazione delle immobilizzazioni almeno una volta nell'arco temporale analizzato. Tale suddivisione è stata effettuata analizzando i saldi contabili delle riserve di rivalutazione (voce A III del Passivo dello schema di Stato Patrimoniale ex art. 2424 c.c.) di ogni singola impresa del campione; tutte le imprese che pur avendo una riserva di rivalutazione positiva ma che non hanno sfruttato nessuna delle tre leggi speciali emanate nel periodo sono state considerate imprese non rivalutatrici. Questa scelta è stata dettata dal fatto che per queste imprese non essendo possibile conoscere con precisione l'anno di formazione della riserva risulta impossibile identificare le loro caratteristiche al momento della scelta né tantomeno analizzare la loro performance reddituale prima e dopo la rivalutazione.

Tabella 2: Suddivisione del campione per settore di attività

Sezione ATECO	Frequenza	Percentuale	Percentuale Rivalutatori di settore	Percentuale Rivalutatori
A - Agricoltura, silvicoltura e pesca	95	0,50%	28,42%	0,39%
B - Estrazione di minerali da cave e miniere	47	0,25%	40,43%	0,28%
C - Attività manifatturiere	9.181	48,07%	43,99%	58,92%
D - Fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata	94	0,49%	14,89%	0,20%
E - Forniture di acqua; reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento	298	1,56%	29,53%	1,28%
F - Costruzioni	1.071	5,61%	35,39%	5,53%
G - Commercio all'ingrosso e al dettaglio; riparazione di autoveicoli e motocicli	5.531	28,96%	28,24%	22,79%
H - Trasporto e magazzinaggio	778	4,07%	31,62%	3,59%
I - Attività dei servizi di alloggio e di ristorazione	132	0,69%	30,30%	0,58%
J - Servizi di informazione e comunicazione	411	2,15%	14,11%	0,85%
L - Attività immobiliari	208	1,09%	40,87%	1,24%
M - Attività professionali, scientifiche e tecniche	557	2,92%	19,39%	1,58%
N - Noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese	368	1,93%	18,21%	0,98%
P - Istruzione	18	0,09%	0,00%	0,00%
Q - Sanità e assistenza sociale	223	1,17%	42,60%	1,39%
R - Attività artistiche, sportive, di intrattenimento e divertimento	45	0,24%	28,89%	0,19%
S - Altre attività e servizi	40	0,21%	35,00%	0,20%
Totale	19.097			
Media rivalutatori	35,89%			

La colonna Frequenza esprime il numero di imprese operanti in ciascun settore. La colonna Percentuale indica il peso relativo, espresso in misura percentuale, di ciascun settore all'interno del campione di riferimento. La colonna Percentuale Rivalutatori di settore evidenzia la percentuale di imprese, per ogni settore, che hanno optato per la rivalutazione. La colonna Percentuale Rivalutatori evidenzia infine la quota percentuale delle imprese rivalutatrici per ciascun settore rispetto all'intero campione.

Analizzando le percentuali delle imprese rivalutatrici si ha un'ulteriore conferma dell'importanza e della popolarità delle rivalutazioni da leggi speciali. In 13 dei 17 macro-settori analizzati la percentuale di rivalutatori è compresa tra il 28% e il 44% e in 4 dei 5 macro-settori residui la percentuale dei rivalutatori rientra in un intervallo tra il

14% e il 20%; questi ultimi peraltro rappresentano una parte residuale del campione pari a poco più del 5% del totale delle imprese osservate.

Emerge poi, in modo altrettanto netto che il settore manifatturiero (Sezione C) registra quasi il 60% del totale delle rivalutazioni osservate nel periodo mentre il settore del commercio al dettaglio e all'ingrosso supera il 20%. Questi due settori rivestono un ruolo primario nel tessuto imprenditoriale italiano attirando la maggior parte delle attività economiche; inoltre la maggiore rigidità degli impieghi che contraddistingue le imprese che operano nel settore manifatturiero, e quindi anche la maggiore disponibilità di attività immobilizzate (Melis 2013), potrebbero motivare il maggior ricorso alle rivalutazioni in questi due settori.

Nella tabella 3 sono riportate alcune informazioni di statistica descrittiva relative agli aspetti di maggiore interesse ai fini dello studio, per l'intero campione e separatamente tra imprese che rivalutano e per imprese che non rivalutano. I dati presentati evidenziano che davanti alla scelta di procedere o meno alla rivalutazione delle immobilizzazioni, le imprese che decidono di rivalutare sono caratterizzate da un maggiore rapporto di indebitamento (indicato con RI) e una maggiore esposizione bancaria (indicata con EB) oltre che da un più basso livello di liquidità (indicato con QR) rispetto alle imprese che non optano per la rivalutazione. Per le imprese che optano per la rivalutazione emerge inoltre una maggiore redditività.

Tabella 3: Statistica descrittiva

Variabile	Media	Mediana	Errore Standard	1° Percentile	2° Percentile
Intero campione					
EB	0,2070	0,1799	0,1865	0	0,6677
RI	6,7724	3,2655	11,4263	-2,0200	79,8404
QR	41,4971	0,9497	229,7693	0,1421	1923,7490
ROA	0,0528	0,0595	0,3569	-2,1648	1,0160
DIM	16,4180	16,5627	1,5831	10,6080	19,8600
RP	0,5282	0	0,7391	0	3
CS	0,1846	0	0,3879	0	1
Rivalutatori					
EB	0,2560	0,2490	0,1938	0	0,6677
RI	7,0903	3,9390	10,3969	-2,0200	63,3950
QR	1,0832	0,8438	3,0303	0,1421	4,4013
ROA	0,0665	0,0666	0,2687	-1,0467	0,7127
DIM	16,9391	16,7900	0,9756	14,4402	19,8600
RP	1,6106	2	0,6563	1	3
CS	0,1423	0	0,3494	0	1

Variabile	Media	Mediana	Errore Standard	1° Percentile	2° Percentile
Non Rivalutatori					
EB	0,2046	0,1765	0,1858	0	0,6662
RI	6,7577	3,2349	11,4716	-1,7145	79,8404
QR	47,3910	0,9656	245,4060	0,1448	1923,7490
ROA	0,0527	-2,1554	0,3572	0,05927	1,0019
DIM	16,3864	10,6080	1,6352	16,5610	19,8600
RP	0,5041	0	0,7253	0	3
CS	0,1881	0	0,3908	0	1

EB esprime l'esposizione bancaria calcolata come rapporto tra il totale dei debiti bancari e il totale delle fonti. RI esprime il rapporto di indebitamento dato dal rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. QR rappresenta il *quick ratio* ossia l'indice di liquidità determinato dal rapporto tra attivo corrente (escluse le rimanenze) e passivo corrente. ROA indica il rapporto tra risultato d'esercizio, al lordo dei componenti straordinari, e totale dell'attivo dell'anno precedente. DIM variabile di controllo dimensionale misurata come logaritmo naturale delle vendite. RP indica il numero di rivalutazioni effettuate. CS variabile *dummy* che assume valore 1 in caso di socio unico e valore 0 negli altri casi. Tutte le variabili sono state calcolate sottraendo, dove necessario, l'incremento della riserva di rivalutazione al fine di depurarle dagli effetti meccanici dell'operazione.

Al fine di verificare che le informazioni evidenziate nell'analisi descrittiva fossero rilevanti e che quindi riflettano reali differenze tra imprese rivalutatrici e imprese non rivalutatrici, si è provveduto, per ogni variabile, a testare statisticamente che le differenze tra le medie dei due gruppi siano significativamente diverse da zero attraverso il test *t* il quale è anche utile a identificare il segno delle eventuali differenze. Il test statistico, i cui risultati sono esposti in tabella 4, oltre a confermare la significatività statistica delle differenze tra le medie, evidenzia un maggiore rapporto di indebitamento, una maggiore esposizione bancaria e una maggiore redditività per le imprese rivalutatrici; al contrario, così come evidenziato anche nell'analisi di statistica descrittiva, emerge un maggior grado di liquidità per le imprese che decidono di non optare per la rivalutazione¹⁰.

Tabella 4: Test di differenza tra le medie

Variabile	Media	H _a : Differenza<0	H _a : Differenza≠0	H _a : Differenza>0
EB				
Non Rivalutatrici	0,2046			
Rivalutatrici	0,2560	Pr (T < t)	Pr (T > t)	Pr (T > t)
Differenza	-0,0514	0,000***	0,000***	1,000
RI				
Non Rivalutatrici	6,7577			
Rivalutatrici	7,0903	Pr (T < t)	Pr (T > t)	Pr (T > t)
Differenza	-0,3326	0,005*	0,010 [#]	0,995
QR				
Non Rivalutatrici	47,3910			
Rivalutatrici	1,0832	Pr (T < t)	Pr (T > t)	Pr (T > t)
Differenza	46,3078	1,000	0,000***	0,000***

¹⁰ Risultati in linea con quelli evidenziati sono stati ottenuti attraverso il *Wilcoxon rank-sum test*, il quale, essendo un test non parametrico è meno influenzato dalla presenza di valori anomali nelle distribuzioni e verifica l'ipotesi di uguaglianza dei valori delle mediane delle variabili.

Variabile	Media	H _a : Differenza<0	H _a : Differenza≠0	H _a : Differenza>0
ROA				
Non Rivalutatrici	0,0527			
Rivalutatrici	0,0665	Pr (T < t)	Pr (T > t)	Pr (T > t)
Differenza	-0,0138	0,000***	0,001**	1,000

[#] significatività al 10%; * significatività al 5%; ** significatività al 1%; *** significatività al 0,1%.

EB esprime l'esposizione bancaria calcolata come rapporto tra il totale dei debiti bancari e il totale delle fonti. RI esprime il rapporto di indebitamento dato dal rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. QR rappresenta il *quick ratio* ossia l'indice di liquidità determinato dal rapporto tra attivo corrente (escluse le rimanenze) e passivo corrente. ROA indica il rapporto tra risultato d'esercizio, al lordo dei componenti straordinari, e totale dell'attivo dell'anno precedente. Tutte le variabili sono state calcolate sottraendo, dove necessario, l'incremento della riserva di rivalutazione al fine di depurarle dagli effetti meccanici dell'operazione.

3.2 La scelta di rivalutare

3.2.1 Sviluppo delle ipotesi

Il codice civile italiano e i principi contabili nazionali OIC delineano un sistema contabile e di bilancio in cui il criterio del costo storico rappresenta il principale criterio di valutazione di numero poste patrimoniale poiché considerato maggiormente idoneo al rispetto del più influente principio della prudenza. Come visto questo criterio di valutazione viene applicato anche alle immobilizzazioni le quali devono essere iscritte al loro costo di produzione o di acquisto e successivamente sottoposte a processo di ammortamento sulla base della vita utile residua (art. 2426 Cod. Civ.) con evidenti conseguenze nei valori sia di stato patrimoniale sia di conto economico.

La disciplina fiscale impone che la deducibilità dei componenti negativi dal reddito imponibile è necessario che gli stessi siano iscritti nel conto economico (art. 109, comma 4 TUIR). Tale disposizione normativa genera uno stretto legame di interdipendenza tra la formazione del conto economico di esercizio e l'individuazione dell'imponibile per il calcolo delle imposte sui redditi. La forte influenza delle norme tributarie nella formazione del risultato di esercizio civilistico può generare un importante incentivo all'iscrizione in conto economico di costi di esercizio che rispettano i limiti e i requisiti di deducibilità previsti dalla normativa fiscale anche se dal punto di vista economico-aziendale non hanno fondamento.

La tentazione di manovrare la formazione del conto economico con l'obiettivo di minimizzare l'imponibile fiscale e il conseguente carico tributario naturalmente si amplifica considerando l'alto livello di tassazione che grava sulle attività economiche italiane. Tali strategie di pianificazione tributaria mirano chiaramente a limitare il valore dei ricavi tassabili e accrescere i costi deducibili in modo da deprimere il reddito impo-

nibile. Se da un lato però si ottiene un sicuro beneficio dal punto di vista fiscale, dall'altro lato, ossia in un'ottica di informativa di bilancio, si genera un infondato deprezzamento del risultato di esercizio del patrimonio netto con conseguenze dannose sulla situazione economico-patrimoniale mostrata ai diversi portatori di interessi.

Le imprese non quotate, specialmente quelle di dimensioni più ridotte, vengono a contatto con un numero limitato di stakeholders. Infatti, in queste imprese la separazione tra organo amministrativo e proprietà aziendale è spesso ridotto se non addirittura assente; inoltre sono spesso caratterizzate da una compagine societaria relativamente ristretta comportando una sicura agevolazione dei rapporti tra soci di maggioranza e soci di minoranza. Non solo, la preclusione al ricorso ai mercati regolamentati per il reperimento del capitale di rischio implica un'ulteriore riduzione dello spettro dei soggetti interessati all'andamento aziendale. Le attenzioni di analisti finanziari, organi di sorveglianza di borsa e investitori istituzionali si affievoliscono o addirittura scompaiono. Ciononostante, in una situazione come quella appena descritta, assumono notevole importanza i rapporti con i finanziatori di capitale di credito fino quasi a divenire indispensabili per la sopravvivenza aziendale¹¹. Banche e istituti di credito esaminano in modo analitico i bilanci alla ricerca di segnali positivi sulla solidità patrimoniale e sulla capacità delle imprese di operare in condizioni economico finanziarie che permetta loro di rimborsare i finanziamenti ottenuti.

D'altro canto gli aspetti di maggiore rilevanza per gli istituti di credito, solidità patrimoniale e performance reddituale, sono quelli maggiormente lesi dal perseguimento di politiche di minimizzazione del redditi imponibile estremamente aggressive; le imprese hanno quindi l'esigenza di bilanciare adeguatamente questi due aspetti fondamentali. In quest'ottica, per le imprese caratterizzate da una situazione patrimoniale impoverita, le rivalutazioni da leggi speciali possono rappresentare un'opportunità particolarmente allettante per migliorare i propri indicatori patrimoniali. In effetti, la rivalutazione delle immobilizzazioni comporta un immediato e meccanico rafforzamento della solidità patrimoniale, grazie all'incremento del valore del patrimonio netto, senza alcuna ripercussione sul conto economico¹². In considerazione di tali circostanze si formula la seguente ipotesi:

H1: le imprese non quotate italiane ricorrono maggiormente alla rivalutazione delle immobilizzazioni all'indebolirsi della propria struttura finanziaria

¹¹ Le banche svolgono un ruolo vitale e indispensabile nell'economia italiana rappresentando la principale fonte di finanziamento per le imprese di piccole e medie dimensioni (Visco 2014).

¹² Il principale effetto della rivalutazione sul conto economico è rappresentato dalle maggiori quote di ammortamento sui beni rivalutati. Cionondimeno, tali maggiori quote di ammortamento saranno calcolate a partire dall'esercizio successivo a quello di rivalutazione. Anche secondo la circolare Assonime n. 23 del 12 giugno 2006, dal punto di vista contabile la rivalutazione rappresenta l'ultima scrittura dell'esercizio e che *“ai fini civilistici la rivalutazione espliciti effetti con riguardo alle vicende patrimoniali, economiche e gestionali che si verificano a partire dall'esercizio successivo a quello in cui essa risulta attuata”*.

Inoltre, le argomentazioni esposte finora, fanno emergere il dubbio che esistano forti stimoli alla rivalutazione per le imprese in carenza di liquidità, ossia la capacità di fare fronte tempestivamente ed economicamente alle obbligazioni sociali (Ferrero e Dezzani 1979). Sebbene la nascita dell'obbligazione tributaria prevista dalla legge speciale di rivalutazione possa in qualche modo dissuaderne l'utilizzo per evitare di aggravare una situazione di liquidità già complicata, gli incentivi alla rivalutazione per le imprese che versano in simili situazioni, seppur controintuitive, paiono comunque rilevanti. D'altro canto, due delle tre leggi di rivalutazione emanate nel periodo analizzato prevedevano la possibilità di dilazionare il versamento dell'imposta sostitutiva alleviando apprezzabilmente l'immediato impegno finanziario; inoltre, per le rivalutazioni effettuate nei bilanci del 2008 l'imposta sostitutiva, sensibilmente minore rispetto alle precedenti leggi, era peraltro solo opzionale.

Non solo, in considerazione della variabilità temporale dell'emanazione delle leggi speciali e delle loro diverse specificità, le imprese devono effettuare la scelta senza avere alcuna certezza sui tempi e le modalità con cui si ripresenterà la possibilità di rivalutare le immobilizzazioni aziendali. Difatti, a differenza dei contesti istituzionali analizzati negli studi esistenti, in Italia il ritmo, le modalità e le condizioni delle rivalutazioni future dipendono esclusivamente dalle decisioni del legislatore nazionale.

In tali condizioni e visti gli importanti effetti positivi sugli indicatori della struttura patrimoniale e finanziaria generati dalla rivalutazioni, ci si può attendere che le imprese in crisi di liquidità optino comunque per la rivalutazione allo scopo di mostrare una migliore solidità patrimoniale ai finanziatori in vista di nuove richieste di finanziamento; si consideri, inoltre, che la rivalutazione dei cespiti comporterebbe anche l'evidenziazione di maggiori valori dei beni utilizzabili come garanzia per l'ottenimento di nuovi prestiti. La speranza di alleggerire le difficoltà finanziarie, o addirittura garantire la sopravvivenza e la continuità operativa grazie all'ottenimento di nuovi finanziamenti, controbilancerebbe il sorgere dell'obbligazione tributaria se dovuta. La rinuncia o l'incerto rinvio della rivalutazione potrebbe tradursi nella perdita di una preziosa opportunità e risulterebbe particolarmente rischioso. Sulla base di quanto esposto, è possibile formulare la seguente ipotesi:

H2: le imprese italiane non quotate ricorrono maggiormente alla rivalutazione delle immobilizzazioni al deteriorarsi della situazione di liquidità

In aggiunta, le caratteristiche istituzionali in cui operano le imprese italiane fanno sorgere l'idea che l'entità del ricorso al sistema bancario rispetto alla disponibilità complessiva delle fonti di finanziamento, possa condizionare la scelta di rivalutare le immobilizzazioni in rapporto al totale delle fonti di finanziamento. Szczesny e Valentincic (2013), analizzando un sistema economico equiparabile a quello italiano (un ampio campione di imprese non quotate tedesche), evidenziano che il rispetto dei limiti di tale

rapporto pattuiti negli accordi contrattuali sia in grado di influenzare la decisione degli istituti di credito di concedere e/o rinnovare i propri prestiti. Alla luce di tali argomentazioni, si formula la seguente ipotesi:

H3: le imprese italiane non quotate ricorrono maggiormente alla rivalutazione delle immobilizzazioni all'aumentare dell'esposizione con il sistema creditizio

Infine, è da indagare un'eventuale relazione tra la propensione a rivalutare e le redditività delle imprese. A tale scopo è necessario concentrarsi maggiormente sugli oneri e sui benefici fiscali della rivalutazione. Come chiarito in precedenza, le leggi speciali di rivalutazione prevedono, ai fini del riconoscimento fiscale dei maggiori valori, il pagamento di un'imposta sostitutiva. Ciononostante, all'onere tributario richiesto si contrappone, nei futuri esercizi, il diritto a dedurre maggiori quote di ammortamento, perché calcolate sulla base di nuovi valori rivalutati e da una riduzione di eventuali plusvalenze imponibili. Lo *spread* tra l'aliquota dell'imposta sostitutiva e la somma delle aliquote di IRES e IRAP, esprime il quantum della potenziale attrattività tributaria dell'operazione. Difatti, in tutte le leggi speciali di rivalutazione emanate nell'arco temporale oggetto di studio, le pur mutevoli aliquote di imposta sostitutiva sono sempre state inferiori alle aliquote previste, nello stesso periodo, per IRES e IRAP rendendo costantemente allettante il ricorso alla rivalutazione ottenendo un beneficio fiscale netto. Tuttavia, per sfruttare a pieno il beneficio fiscale, le imprese devono necessariamente possedere redditi imponibili sufficienti per poter dedurre i futuri maggiori costi. Alla luce di quanto detto appare ragionevole ipotizzare che le imprese caratterizzate da un'adeguata redditività al momento della scelta di rivalutare sia le più propense a rivalutare.

Nondimeno, anche allontanandosi dall'interesse fiscale e da eventuali utilizzi opportunistici, si potrebbe comunque dedurre che le imprese che optano per la rivalutazione siano comunque caratterizzate da una maggiore redditività al momento in cui vi fanno ricorso. Esse infatti dovrebbero presentare una sottovalutazione delle quote di ammortamento che gravano sul conto economico poiché calcolate sulla base di costi storici non adeguatamente rappresentativi del reale valore dei cespiti. Non solo, le stesse imprese potrebbero comunque essere più inclini alla rivalutazione perché dotate di una maggiore capacità di ammortamento (Onida 1951) ossia una maggiore capacità di recuperare il maggior valore netto contabile attraverso l'uso.

Le ragioni economico-aziendali congiuntamente alle motivazioni tributarie illustrate potrebbero influenzare positivamente la scelta di rivalutare, di conseguenza è possibile formulare la seguente ipotesi:

H4: le imprese italiane non quotate ricorrono maggiormente alla rivalutazione delle immobilizzazioni in presenza di una redditività favorevole

Infine, risulta interessante indagare sulla validità di quest'ultima ipotesi anche in base alle condizioni previste dalla legge di rivalutazione 2008. Questa, come spiegato, presentava un'aliquota di imposta sostitutiva estremamente vantaggiosa e prevedeva persino la possibilità di procedere a rivalutazioni aventi solamente implicazioni civili. In queste circostanze, il forte alleggerimento, o addirittura la totale scomparsa, dell'obbligazione tributaria fa sorgere il dubbio che l'obiettivo principale dei redattori di bilancio possa non essere quello di migliorare l'attendibilità dei valori di bilancio attraverso l'esplicitazione dei plusvalori esistenti sulle immobilizzazioni.

3.2.2 Analisi e metodologia statistica

Al fine appurare la veridicità delle ipotesi esposte nel paragrafo precedente, le caratteristiche di maggior importanza sono state individuate empiricamente attraverso la specificazione di un modello *probit*, ossia un modello di regressione binaria grazie al quale è possibile chiarire se, e in che modo, una serie di variabili esplicative siano in grado di influenzare la probabilità che si verifichi un determinato evento. Nello specifico, permette di verificare in che modo si modifica la probabilità di osservare una rivalutazione al mutare delle variabili esplicative opportunamente identificate.

La variabile di interesse rappresenta la decisione o meno di avvalersi della possibilità di rivalutare le immobilizzazioni successivamente all'emanazione delle leggi speciali. Al fine di modellizzare la scelta è stato necessario procedere alla dicotomizzazione delle osservazioni attraverso la costruzione di una variabile *dummy* che assume valore 1 se l'impresa osservata opta per la rivalutazione in un determinato anno e valore 0 negli altri casi. Il modello è stato specificato nel seguente modo:

$$RIVAL_{it} = \beta_0 + \beta_1 EB_{it-1} + \beta_2 RI_{it} + \beta_3 QR_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 RP_{it} + \beta_6 CS_{it} + \beta_7 DIM_{it} + \beta_8 REG + \beta_9 ANNO + \beta_{10} SETT + \varepsilon_{it}$$

dove:

$RIVAL_{it}$ è la variabile dipendente rappresentata da una *dummy* che assume valore 1 se l'impresa rivaluta nel periodo osservato e 0 negli altri casi;

EB_{it} è l'esposizione bancaria dell'impresa i al tempo t calcolata come rapporto tra il totale dei debiti verso banche (sia a breve sia a lungo termine) e il totale delle fonti;

RI_{it} è il rapporto di indebitamento dell'impresa i al tempo t calcolato come rapporto tra il capitale di terzi e il capitale proprio;

QR_{it} è il *quick ratio*, o indice di liquidità dell'impresa i al tempo t dato dal rapporto tra attivo corrente, escluse le rimanenze, e passivo a breve termine;

ROA_{it} è il rapporto tra risultato netto d'esercizio, al lordo dei componenti straordinari, e totale attivo osservati nell'anno precedente;

RP_{it} esprime il numero di rivalutazioni effettuate in passato dall'impresa i al tempo t ;

CS_{it} è una variabile *dummy* che assume valore 1 nel caso di impresa con socio unico e valore 0 negli altri casi;

DIM_{it} è la variabile di controllo dimensionale pari al logaritmo naturale delle vendite dell'impresa i al tempo t ;

REG è un vettore di *dummy* relative alla localizzazione geografica;

$ANNO$ è un vettore di *dummy* temporali;

$SETT$ è un vettore di *dummy* relative al settore di attività.

Al fine di rendere i risultati dell'analisi immuni dagli effetti meccanici generati dalla semplice rilevazione contabile e per evitare i problemi di endogeneità dei regressori, le variabili EB e RI sono state calcolate sottraendo, rispettivamente, dal totale delle fonti e dal totale del patrimonio netto, un importo pari all'incremento delle riserve generato dalla rivalutazione stessa.

La scelta delle variabili di interesse (ossia EB, RI, QR e ROA) è stata effettuata in coerenza con le ipotesi di ricerca esplicitate nel paragrafo precedente. Conseguentemente, ci si attende che la decisione di rivalutare sia correlata positivamente con il rapporto di indebitamento rappresentato dalla variabile RI (calcolata come in Lopes e Walker 2012, Barlev *et al.* 2007, Missonier-Piera 2007) e, visto il forte ricorso al finanziamento bancario, in misura ancora più forte con l'esposizione bancaria ossia alla variabile EB (utilizzata anche da Szczesny e Valentincic 2013). Si stima che l'esposizione bancaria possa avere una maggiore forza esplicativa delle ragioni che orientano la scelta di rivalutare perché non influenzata, a differenza del classico rapporto di indebitamento, da fondi, accantonamenti e debiti di altra natura, come ad esempio i debiti verso i fornitori ed erario, e sia quindi maggiormente valida per evidenziare l'esposizione debitoria delle imprese e adatta a identificare gli eventuali comportamenti opportunistici ipotizzati. Si consideri che il rapporto di indebitamento è stato calcolato come quoziente tra capitale di terzi e capitale proprio; questa soluzione permette di mantenere autonome le variabili EB e RI. Con la tradizionale espressione del rapporto di indebitamento nella forma indiretta, ossia come rapporto tra totale delle fonti di finanziamento e totale del capitale proprio (Melis 2013), le due variabili avrebbero avuto lo stesso denominatore comportando, nella sostanza, una violazione della clausola *ceteris paribus* alla base della stima del modello econometrico e conseguenti difficoltà tanto in fase di stima quanto in fase di interpretazione dei risultati.

Ci si aspetta inoltre, per le ragioni esposte con la formulazione dell'ipotesi 2, di individuare una relazione negativa tra la situazione di liquidità, ossia la variabile QR (così

come espressa in Lopes e Walker 2012, Barlev et. al. 2007, Aljinović Barać e Šodan 2011), e la scelta di rivalutare; ci si attende che per le imprese caratterizzate da un basso indice di liquidità sia più probabile osservare una rivalutazione; le imprese in tali situazioni, infatti, potrebbero essere quelle maggiormente interessate al rafforzamento della struttura patrimoniale generato dalla rivalutazione.

Con l'obiettivo di verificare l'esistenza di una relazione positiva tra la probabilità di rivalutare e la presenza di una redditività favorevole, in armonia con quanto evidenziato nello sviluppo dell'ipotesi 4, nel modello è stata inserita la variabile ROA che esprime il rapporto tra il risultato d'esercizio, con esclusione dei componenti straordinari di reddito, e il totale dell'attivo risultanti dal bilancio dell'anno precedente (calcolata così come in Barlev *et al.* 2007 e Iatridis, Kilirgiotis 2012). Tale variabile è stata inserita con il duplice compito di esprimere sia il livello di performance reddituale sia l'esistenza dei redditi imponibili fondamentali per il pieno sfruttamento dei benefici fiscali generati dal riconoscimento fiscale dei maggiori valori derivanti dalla rivalutazione.

Tra i regressori è stata poi inserita la variabile RP, che indica il numero di rivalutazioni già effettuate in passato da ogni singola impresa; si attende, infatti, una maggiore propensione alla rivalutazione per le imprese che già in passato hanno effettuato la stessa operazione. Dato il rapido e frequente avvicinarsi di leggi speciali potrebbe accadere che la rivalutazione delle immobilizzazioni possa diventare una pratica contabile piuttosto consolidata. La variabile RP è una variabile discreta costruita attraverso l'osservazione diretta dei movimenti della riserva di rivalutazione nel periodo di tempo analizzato. Al riguardo è giusto precisare che, non avendo la possibilità di individuare i movimenti della riserva nel periodo precedente a quello oggetto di studio, la costruzione di tale variabile si basa sull'ipotesi che nel caso in cui, nel primo anno osservato, esistesse una riserva di rivalutazione maggiore di zero, la stessa sia frutto di un'unica rivalutazione precedente.

Inoltre è stata inserita anche la variabile CS per verificare l'eventuale esistenza di qualche relazione tra la scelta di rivalutare e la complessità e frammentazione della compagine sociale (come in Szczesny e Valentincic 2013). Sebbene ci si possa attendere che le imprese con socio unico, avendo maggiore libertà decisionale, possano attuare comportamenti opportunistici con maggiore semplicità; d'altra parte è anche possibile che le imprese con una compagine sociale più articolata abbiano una maggiore organizzazione interna e siano più abili a porre in essere comportamenti orientati al semplice miglioramento dell'immagine aziendale.

Per verificare l'esistenza di una relazione attribuibile alla dimensione aziendale, nel modello è stata inserita la variabile di controllo DIM equivalente al logaritmo naturale delle vendite (utilizzato anche da Gaeremynck e Veugelers 1999, Lin e Peasnell 2000, Kosi e Valentincic 2013). Questa misura dimensionale è stata scelta a discapito del

logaritmo naturale del totale dell'attivo (come in Brown, Izan e Loh 1992, Aboody, Barth e Kasznik 1999 e Jaggi e Tsui 2001) e al rapporto tra fatturato e totale dell'attivo (come in Iatridis, Kilirgiotis 2012) per evitare eventuali distorsioni delle stime generate da multicollinearità tra variabili. Al fine di dimostrare l'assenza di multicollinearità tra i regressori, in tabella 5 vengono riportati i coefficienti di correlazione di Pearson.

Tabella 5: Coefficienti di correlazione di Pearson.

	EB	RI	QR	ROA	RP	CS	DIM
EB	1.0000						
RI	0.1517*	1.0000					
QR	-0.0191*	-0.0293*	1.0000				
ROA	-0.1000*	-0.1557*	0.0097*	1.0000			
RP	0.0277*	-0.1713*	0.0457*	-0.0283*	1.0000		
CS	-0.1170*	0.0118*	-0.0045*	-0.0324*	-0.0421*	1.0000	
DIM	-0.0370*	-0.0108*	-0.4646*	0.0166*	0.0512*	0.0718*	1.0000

* significatività al 5%

EB esprime l'esposizione bancaria calcolata come rapporto tra il totale dei debiti bancari e il totale delle fonti. RI esprime il rapporto di indebitamento dato dal rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. QR rappresenta il *quick ratio* ossia l'indice di liquidità determinato dal rapporto tra attivo corrente (escluse le rimanenze) e passivo corrente. ROA indica il rapporto tra risultato d'esercizio, al lordo dei componenti straordinari, e totale dell'attivo osservati nell'anno precedente. RP indica il numero di rivalutazioni effettuate. CS variabile *dummy* che assume valore 1 in caso di socio unico e valore 0 negli altri casi. DIM variabile di controllo dimensionale misurata come logaritmo naturale delle vendite. Le variabili REG, ANNO e SETT sono le variabili di controllo relative rispettivamente alla localizzazione geografica, al periodo e al settore di appartenenza. Tutte le variabili sono state calcolate sottraendo, dove necessario, l'incremento della riserva di rivalutazione al fine di depurarle dagli effetti meccanici dell'operazione.

Tutte le variabili continue inserite nel modello sono state sottoposte al processo di "winsorizzazione" al fine di eliminare i valori estremi delle variabili stesse che si discostano in modo anomalo dalla media e dalla mediana delle distribuzioni e rendere in questo modo la stima dei parametri maggiormente stabile e meno influenzata da valori estremi. Operativamente il processo di winsorizzazione è consistito nella sostituzione dei valori del 1° e del 99° percentile rispettivamente con il primo valore del 2° percentile e con l'ultimo del 98°; questo permette di eliminare l'effetto distorsivo dei valori estremi senza però perdere le osservazioni (Tokey 1962).

Infine, le variabili REG, ANNO e SETT sono state inserite come variabili di controllo al fine di eliminare l'eventuale influenza esercitata sulla scelta di rivalutare, rispettivamente, dalle potenziali diversità culturali relative alla posizione geografica, dall'andamento economico congiunturale, e dal settore produttivo di appartenenza delle imprese. Operativamente è stato inserito un vettore di 19 variabili *dummy* relative alle 20 regioni italiane, un vettore di 9 *dummy* temporali relative ai 10 anni analizzati e un vettore di 16 *dummy* relative alle 17 sezioni dei macro-settori produttivi contraddistinti con la lettera maiuscola della codifica della classificazione delle attività ATECO 2007.

3.2.3 Analisi dei risultati

I risultati dell'analisi empirica svolta confermano le quattro ipotesi di ricerca argomentate nel paragrafo 3.3.1. Nella tabella 6 vengono riportati i risultati della regressione binaria, esaminata nel paragrafo precedente, i quali confermano l'importanza assunta dal rapporto di indebitamento nella scelta di rivalutare le immobilizzazioni. Emerge infatti una forte relazione positiva, con un livello di significatività dello 0,1% tra la probabilità che l'impresa osservata effettui una rivalutazione e la variabile RI; questo dimostra una maggiore propensione alla rivalutazione quando il rapporto di indebitamento tende ad aumentare. Quanto detto conferma quindi l'ipotesi 1 dando evidenza che il miglioramento della struttura patrimoniale generata in bilancio della rilevazione rappresenta un aspetto fortemente stimolante e attraente ai fini della decisione.

In aggiunta, come atteso, i risultati ottenuti confermano anche la ancor più forte influenza dell'esposizione bancaria. A convalida dell'ipotesi 3, la variabile EB assume una forte relazione positiva, anche in questo caso con un livello di significatività dello 0,1%, con la probabilità di osservare una rivalutazione; la maggiore forza esplicativa di questa variabile rispetto al rapporto di indebitamento è confermato dai coefficienti assunti dalle stesse.

In definitiva, l'interpretazione complessiva delle due variabili suggerisce in modo chiaro la necessità delle imprese rivalutatrici di correggere e migliorare una rappresentazione della composizione patrimoniale delle stesse giudicata non ottimale sia per le richieste di rinnovo dei finanziamenti già ottenuti sia per mostrare una situazione patrimoniale più solida in modo da migliorare la propria capacità di indebitamento preliminarmente a eventuali nuove domande di accesso al finanziamento di terzi.

Questa chiave di lettura risulta avvalorata anche dalla relazione emersa con le disponibilità liquide. La variabile QR, che rappresenta l'indice di liquidità (Melis 2013), evidenzia, come ipotizzato, una forte relazione negativa con la probabilità di rivalutare, anche essa con un livello di significatività dello 0,1%. Quanto evidenziato, a convalida dell'ipotesi 2, mette in evidenza una maggiore probabilità, a parità di altre condizioni, di osservare una rivalutazione delle immobilizzazioni per le imprese che si trovano in condizioni di liquidità avverse. Gli amministratori di queste imprese, infatti, trovandosi in una condizione di potenziale difficoltà o impossibilità di rispettare le obbligazioni finanziarie scadenti nel breve periodo, potrebbero sfruttare l'opportunità delle leggi di rivalutazione nella speranza che questo possa agevolare nuove richieste di finanziamento in un'ottica sia di miglioramento delle opportunità di ottenimento sia di miglioramento delle condizioni contrattuali concordabili (tali risultati sono peraltro concordi con Whittered e Chan 1992, Brown, Izan e Log 1992, Cotter e Zimmer 1995).

Tabella 6: Risultati della regressione binaria

Variabile	Segno Atteso	Coefficiente	Errore Standard	z	P> z
EB	+	0,9561	0,0568	16,84	0,000***
RI	+	0,0121	0,0009	13,55	0,000***
QR	-	-0,0917	0,0117	-7,85	0,000***
ROA	+	0,1331	0,0347	3,83	0,000***
RP	+	1,6197	0,0169	96,01	0,000***
CS	+/-	-0,1202	0,0275	-4,37	0,000***
DIM		-0,0641	0,0105	-6,09	0,000***
REG			SI		
ANNO			SI		
SETT			SI		
Dimensione del campione:					
Numero di osservazioni					159954
Numero di gruppi					18570
Classificazioni corrette					90,49%
χ^2					10818,61***

* significatività al 5%; ** significatività al 1%; *** significatività al 0,1%.

EB esprime l'esposizione bancaria calcolata come rapporto tra il totale dei debiti bancari e il totale delle fonti. RI esprime il rapporto di indebitamento dato dal rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. QR rappresenta il *quick ratio* ossia l'indice di liquidità determinato dal rapporto tra attivo corrente (escluse le rimanenze) e passivo corrente. ROA indica il rapporto tra risultato d'esercizio, al lordo dei componenti straordinari, e totale dell'attivo osservati nell'anno precedente. RP indica il numero di rivalutazioni effettuate. CS variabile *dummy* che assume valore 1 in caso di socio unico e valore 0 negli altri casi. DIM variabile di controllo dimensionale misurata come logaritmo naturale delle vendite. Le variabili REG, ANNO e SETT sono le variabili di controllo relative rispettivamente alla localizzazione geografica, al periodo e al settore di appartenenza. Tutte le variabili sono state calcolate sottraendo, dove necessario, l'incremento della riserva di rivalutazione al fine di depurarle dagli effetti meccanici dell'operazione.

Alla luce di quanto detto nella formulazione dell'ipotesi 2, i risultati del modello econometrico sembrano evidenziare che l'entità dell'impegno finanziario richiesto per il pagamento dell'eventuale imposta sostitutiva sia considerato, dai redattori di bilancio, inferiore ai potenziali benefici generati dalla rivalutazione in termini di incremento immediato del patrimonio netto e conseguente miglioramento degli indici di struttura. Vista l'instabilità temporale con la quale le leggi speciali vengono emanate, la diversità dei beni rivalutabili, e l'imprevedibile variabilità delle aliquote di imposta sostitutiva, rinunciare o rimandare la scelta di rivalutare le immobilizzazioni in attesa di una meno complicata situazione di liquidità, potrebbe trasformarsi nella perdita di una preziosa opportunità.

Anche riguardo alla relazione con la redditività il modello fornisce risultati confortanti per la convalida dell'ipotesi 4 evidenziando l'esistenza di una relazione positiva, a parità di altre condizioni, tra la propensione alla rivalutazione e l'esistenza di una situazione reddituale favorevole. Dal punto di vista tributario, i risultati ottenuti sembrano suggerire che la forte attrattività del beneficio fiscale generato dalle rivalutazioni attiri maggiormente l'attenzione delle imprese caratterizzate da un livello di redditività sufficiente a sopportare, senza eccessive difficoltà, le maggiori quote di ammortamento e che sia quindi in grado di garantire l'effettiva fruizione del risparmio di imposta.

Sul piano dell'informativa di bilancio, invece, un reddito elevato può essere spiegato come la naturale conseguenza di un processo di ammortamento per la ripartizione del costo pluriennale basato su un valore sottostimato delle immobilizzazioni e segnalare quindi una scelta ponderata e virtuosa di rivalutare le immobilizzazioni in modo da rendere più attendibili i valori patrimoniali e reddituali evidenziati in bilancio. D'altra parte, rivalutare le immobilizzazioni in presenza di una situazione reddituale sfavorevole sarebbe piuttosto discutibile; infatti, se i beni strumentali valutati al costo non sono in grado di garantire un ammontare di ricavi sufficienti alla copertura dei costi, tra i quali ovviamente sono compresi anche gli ammortamenti, la rivalutazione, comportando un aumento delle quote di ammortamento, non farebbe altro che deprimere ulteriormente la redditività aziendale.

Un ulteriore indicatore che sembra avere un forte impatto nell'influenzare la scelta per la rivalutazione è rappresentata dalla variabile RP ossia il numero di rivalutazioni già effettuate in passato. Come atteso, la variabile in oggetto evidenzia una relazione positiva estremamente marcata con la scelta di rivalutare. Tale forza, osservabile tanto in base al livello di significatività statistica quanto nel valore del coefficiente, dimostra in maniera netta quanto ipotizzato nel paragrafo precedente. Emerge con forza che i comportamenti assunti in passato influenzino anche la futura condotta aziendale e che all'aumentare delle rivalutazioni effettuate in passato aumenti in modo significativo la propensione a rivalutare in futuro.

La significatività della variabile RP non solo evidenzia la formazione di una tendenza comportamentale pressoché consolidata ma rafforza anche gli indizi dell'esistenza degli ipotizzati comportamenti di comodo. Da specifici controlli effettuati durante le analisi statistiche, che non vengono riportati per ragioni di brevità, è emerso che circa il 13% delle imprese che hanno optato per la rivalutazione nel 2008, ossia l'ultima anno compreso nel campione analizzato in cui la stessa era ammessa, avevano rivalutato le proprie immobilizzazioni anche nel 2003 e nel 2005; appare tuttavia inverosimile che, specialmente in anni di bassa inflazione¹³, sia fondatamente e ragionevolmente necessario ripristinare il valore delle immobilizzazioni a intervalli di tempo così ravvicinati. Da quanto affermato, unitamente con le ipotesi di ricerca confermate dall'analisi empirica, è possibile percepire che le imprese che optano per la rivalutazione siano maggiormente interessate alle conseguenze non primarie della rivalutazione, sostanzialmente l'immediato rafforzamento patrimoniale, quanto piuttosto alla semplice riespressione di valori di bilancio altrimenti non significativi; obiettivo che peraltro sarebbe alla base della *ratio* delle leggi speciali di rivalutazione.

Ultimo aspetto da analizzare è quello legato alla complessità della compagine sociale per la quale, sebbene si potesse prevedere l'esistenza di una relazione significativa con

¹³ Nel periodo analizzato l'indice di rivalutazione monetario è stato inferiore al 2% annuo.

la scelta di rivalutare, risultava comunque complesso ipotizzarne il segno. Come spiegato nel paragrafo relativo alla specificazione del modello, tale aspetto è stato analizzando tramite la creazione di una variabile dicotomica che assume valore 1 nel caso di impresa con socio unico mentre, per contro, assume valore 0 negli altri casi. I risultati evidenziano una relazione negativa con un livello di significatività statistica dello 0,1%. La negatività di questa relazione dimostra una maggiore propensione alla rivalutazione per le imprese con una compagine sociale di almeno due soci, escludendo quindi maggiori comportamenti opportunistici per le imprese unipersonali; la ragione potrebbe essere legata a un grado di complessità gestionale non idonea allo sfruttamento non disinteressato delle interessanti opportunità offerte dalle leggi di rivalutazione.

3.2.4 Analisi aggiuntive

In questo paragrafo vengono introdotti e discussi alcuni test e analisi aggiuntive che sono state effettuate al fine di irrobustire i risultati evidenziati nel paragrafo precedente.

Con l'obiettivo di chiarire i dubbi esposti successivamente alla formulazione dell'ipotesi 4 in merito alla sua validità anche in relazione alla rivalutazione del 2008, si è voluto verificare che i risultati ottenuti nell'analisi principale non siano in qualche modo influenzati dagli effetti della rivalutazione del 2008; questa infatti, oltre che discostarsi dalle altre leggi di rivalutazioni in ragione della limitata onerosità o gratuità, risulta essere anche la più popolare e quella maggiormente utilizzata dalle imprese comprese nel campione.

Per le ragioni esposte il modello principale è stato ristimato suddividendo le leggi di rivalutazione analizzate. Nello specifico, le rivalutazioni riguardanti i bilanci 2003 e 2005 sono state accorpate perché entrambe prevedevano l'obbligo al pagamento dell'imposta sostitutiva, mentre le rivalutazioni riguardanti i bilanci 2008 sono state analizzate separatamente proprio perché la relativa normativa, oltre che essere caratterizzata da una ridotta aliquota di imposta sostitutiva, è l'unica a permettere la contabilizzazione di rivalutazioni aventi esclusivamente valenza civilistica. I risultati dell'analisi sono evidenziati in tabella 7.

L'analisi evidenzia che tutte le variabili di interesse mantengono il segno atteso e una forte significatività statistica dando ulteriore conferma delle ipotesi di ricerca 1, 2 e 3 approfondite nel paragrafo 3.2.1; comprovando che i risultati emersi nell'analisi principale relativi alla struttura finanziaria, esposizione verso il sistema creditizio e situazione di liquidità, non sono guidati né influenzati dalla popolarità della legge di rivalutazione 2008, ma rappresentano caratteristiche comuni delle imprese che hanno optato per la rivalutazione in osservanza di ciascun provvedimento normativo emanato nel decennio.

Questi risultati sono inoltre allineati con quelli evidenziati in diversi contributi internazionali (Brown, Izan, Loh 1992, Black, Sellers e Manly 1998, Lin e Peasnell 2000, Lopes e Walker 2012).

Tabella 7: Risultati regressione binaria per sub-campioni

Variabile	Rivalutazioni 2003 e 2005					Rivalutazione 2008				
	Segno atteso	Coeff.	Err. Std.	Z	P> z	Segno atteso	Coeff.	Err. Std.	z	P> z
EB	+	0,4430	0,0910	4,87	0,000***	+	1,3629	0,0765	17,82	0,000***
RI	+	0,0138	0,0014	9,96	0,000***	+	0,0129	0,0013	10,13	0,000***
QR	-	-0,1143	0,0228	-5,01	0,000***	-	-0,0780	0,0139	-5,61	0,000***
ROA	+	0,2994	0,0578	5,18	0,000***	+	0,0401	0,0461	0,87	0,384
RP	+	2,0027	0,0323	62,07	0,000***	+	1,4220	0,0204	69,65	0,000***
CS	+/-	-0,0479	0,0406	-1,18	0,238	+/-	-0,1939	0,0384	-5,05	0,000***
DIM		-0,0127	0,0152	-0,84	0,401		-0,1346	0,0156	-8,64	0,000***
REG			SI					SI		
ANNO			SI					SI		
SETT			SI					SI		
Dimensione del campione:										
Numero di osservazioni					31995	16586				
Classificazioni corrette					94,48%	83,40%				
Pseudo R ²					0,5198	0,4510				
χ^2					4014,94	9023,96				

* significatività al 5%; ** significatività al 1%; *** significatività al 0,1%.

EB esprime l'esposizione bancaria calcolata come rapporto tra il totale dei debiti bancari e il totale delle fonti. RI esprime il rapporto di indebitamento dato dal rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. QR rappresenta il *quick ratio* ossia l'indice di liquidità determinato dal rapporto tra attivo corrente (escluse le rimanenze) e passivo corrente. ROA indica il rapporto tra risultato d'esercizio, al lordo dei componenti straordinari, e totale dell'attivo osservati nell'anno precedente. RP indica il numero di rivalutazioni effettuate. CS variabile *dummy* che assume valore 1 in caso di socio unico e valore 0 negli altri casi. DIM variabile di controllo dimensionale misurata come logaritmo naturale delle vendite. Le variabili REG, ANNO e SETT sono le variabili di controllo relative rispettivamente alla localizzazione geografica, al periodo e al settore di appartenenza. Tutte le variabili sono state calcolate sottraendo, dove necessario, l'incremento della riserva di rivalutazione al fine di depurarle dagli effetti meccanici dell'operazione.

L'unica variabile che fa eccezione è quella relativa alla redditività. La relazione tra la scelta di rivalutare e la variabile ROA, pur mantenendo il segno e la significatività statistica attesa nel modello stimato nel sotto-periodo relativo alle leggi 2003 e 2005, perde significatività statistica, e conseguentemente la relazione con la scelta, nel modello relativo alla valutazione 2008. Il risultato ottenuto conferma i dubbi esposti nella costruzione delle ipotesi dando segnali che la scomparsa, o semplicemente l'alleggerirsi dell'obbligazione tributaria possa intensificare l'attivazione di procedure orientate primariamente all'ottenimento di un cospicuo risparmio fiscale o al miglioramento della struttura patrimoniale evidenziata in bilancio e un allontanamento parallelo da una trasparente ricerca di attendibilità della valutazione delle immobilizzazioni.

Un'ulteriore analisi integrativa è stata svolta ristimando il modello di regressione binaria principale utilizzando due ulteriori misure di redditività. Infatti, la misura di redditività inserita nel modello principale, calcolata come rapporto tra il risultato netto di esercizio esclusi i componenti straordinari e il totale dell'attivo, è stata preferita ad altre poiché questa, essendo stata adottata anche in studi esistenti, garantisce la comparabilità dei risultati. Non solo, ai fini delle indagini svolte e in ragione delle ipotesi di ricerca da convalidare, la variabile doveva rispondere a una duplice esigenza: verificare l'esistenza

di un reddito imponibile necessario allo sfruttamento dei potenziali benefici fiscali e, al contempo, indicare l'esistenza di una capacità di assorbimento delle maggiori quote di ammortamento.

Per individuare l'esistenza di un imponibile fiscale positivo in modo meno grossolano è stata utilizzata una variabile che, a differenza di quella utilizzata nel modello principale, tenesse conto anche dei componenti straordinari di reddito; si è scelto di utilizzare il rapporto tra il risultato prima delle imposte e il totale dell'attivo (la stessa variabile è stata utilizzata, con esigenze simili, da Mura *et al.* 2012). Successivamente, si è scelto di utilizzare anche un'altra variabile alternativa che avesse una maggiore forza esplicativa della capacità di ammortamento e non tenesse conto di tutti i componenti positivi e negativi estranei alla gestione caratteristica; questa variabile è stata quindi calcolata come rapporto tra risultato operativo e totale dell'attivo.

L'utilizzo di diversi indicatori di redditività alternativi non ha comportato differenze rilevanti tra i risultati ottenuti nell'analisi principale e quelli riportati in tabella 7. Viene quindi confermata sia l'esistenza di una correlazione positiva tra risultati reddituali e probabilità di rivalutare nel periodo relativo alle leggi di rivalutazione 2003 e 2005 sia la sua assenza nel periodo interessato dalla legge di rivalutazione del 2008. I risultati emersi da questa analisi aggiuntiva sono riportati in tabella 8, tabella 9 e tabella 10.

Nell'ultima fase delle analisi integrative, è verificata la possibilità che gli elementi chiave in grado di influenzare la scelta di procedere o meno alla rivalutazione che sono stati individuati nelle analisi svolte finora sono anche in grado di influenzarne la misura. Per tale ragione, le variabili indipendenti che sono state impiegate nel modello binario principale sono state messe in relazione, attraverso l'utilizzo di un modello di regressione panel con effetti fissi, con una nuova variabile indipendente continua rappresentativa della intensità della rivalutazione.

Al fine di garantire la comparabilità con gli studi precedenti l'entità della rivalutazione è stata misurata come rapporto tra l'incremento della riserva di rivalutazione e il totale dell'attivo (così come in Cotter 1999 e Iatridis e Kilirgiotis 2012). Il modello 1 della tabella 11, dimostra che quasi tutti i regressori individuati con il modello binario mantengono una forte significatività statistica e il segno atteso in base alle ipotesi di ricerca descritte anche in questa analisi. L'unica variabile che sembra perdere forza esplicativa, pur mantenendo un livello di significatività del 10%, è l'indice di liquidità (ossia la variabile QR). Tuttavia tale riduzione di significatività potrebbe essere giustificata dalla dispersione dell'entità della rivalutazione in una grandezza, il totale dell'attivo, che comprende una parte di attivo di bilancio non direttamente e immediatamente interessata dalla rivalutazione, ossia l'attivo corrente. Per questa ragione il modello di regressione panel è stato ristimato utilizzando una diversa misura dell'entità della rivalutazione ossia rapportando l'incremento della riserva di rivalutazione al totale

dell'attivo immobilizzato. I risultati di questa regressione vengono esposti nel modello 2 della tabella 11 ed evidenziano che tutte le variabili di interesse risultano fortemente correlate con l'intensità della rivalutazione e quindi tali indicatori oltre a influenzare la scelta di rivalutare o meno le immobilizzazioni, sembrano influenzare anche l'entità della stessa. Quanto detto rappresenta una ulteriore conferma dell'esistenza di comportamenti opportunistici da parte dei redattori di bilancio che sembrano maggiormente attratti dagli effetti benefici della rivalutazione sulla struttura patrimoniale rispetto alla semplice riespressione del valore delle attività immobilizzate che rappresenta la motivazione prevalente dietro l'emanazione delle leggi speciali.

Tabella 8: Modello principale con diverse misure di redditività

Variabile	PERF = risultato ante imposte/totale attivo					PERF = risultato operativo/totale attivo					
	Segno atteso	Coeff.	Err. Std.	Z	P> z	Segno atteso	Coeff.	Err. Std.	z	P> z	
EB	+	1,0014	0,0586	17,10	0,000***	+	0,9924	0,0573	17,31	0,000***	
RI	+	0,0122	0,0009	13,65	0,000***	+	0,0124	0,0009	13,89	0,000***	
QR	-	-0,1009	0,0120	-8,43	0,000***	-	-0,1035	0,0119	-8,69	0,000***	
PERF	+	0,6675	0,1549	4,31	0,000***	+	1,0157	0,1614	6,29	0,000***	
RP	+	1,6183	0,0168	96,05	0,000***	+	1,6213	0,0169	96,07	0,000***	
CS	+/-	-0,1212	0,0275	-4,41	0,000***	+/-	-0,1193	0,0275	-4,34	0,000***	
DIM		-0,0638	0,0105	-6,05	0,000***		-0,0644	0,0106	-6,11	0,000***	
REG			SI					SI			
ANNO			SI					SI			
SETT			SI					SI			
Dimensione del campione:						Dimensione del campione:					
Numero di osservazioni					159957	Numero di osservazioni					159957
Numero di gruppi					18571	Numero di gruppi					18571
Classificazioni corrette					90,47%	Classificazioni corrette					90,46%
χ^2					10820,19***	χ^2					10820,17***

* significatività al 5%; ** significatività al 1%; *** significatività al 0,1%.

EB esprime l'esposizione bancaria calcolata come rapporto tra il totale dei debiti bancari e il totale delle fonti. RI esprime il rapporto di indebitamento dato dal rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. QR rappresenta il *quick ratio* ossia l'indice di liquidità determinato dal rapporto tra attivo corrente (escluse le rimanenze) e passivo corrente. PERF indica: nel primo modello il rapporto tra risultato ante imposte e totale dell'attivo e nel secondo modello il rapporto tra risultato operativo e totale dell'attivo. RP indica il numero di rivalutazioni effettuate. CS variabile *dummy* che assume valore 1 in caso di socio unico e valore 0 negli altri casi. DIM variabile di controllo dimensionale misurata come logaritmo naturale delle vendite. Le variabili REG, ANNO e SETT sono le variabili di controllo relative rispettivamente alla localizzazione geografica, al periodo e al settore di appartenenza. Tutte le variabili sono state calcolate sottraendo, dove necessario, l'incremento della riserva di rivalutazione al fine di depurarle dagli effetti meccanici dell'operazione.

Tabella 9: Probit sui sub-campioni con redditività espressa come risultato ante imposte/totale attivo

Variabile	Rivalutazioni 2003 e 2005					Rivalutazione 2008					
	Segno atteso	Coeff.	Err. Std.	Z	P> z	Segno atteso	Coeff.	Err. Std.	z	P> z	
EB	+	0,4376	0,0921	4,75	0,000***	+	1,3395	0,0792	16,91	0,000***	
RI	+	0,0142	0,0014	10,29	0,000***	+	0,0125	0,0013	9,84	0,000***	
QR	-	-0,1657	0,0239	-6,92	0,000***	-	-0,0754	0,0142	-5,29	0,000***	
RPI/TA	+	1,7511	0,2274	7,70	0,000***	+	-0,1640	0,2175	-0,75	0,451	
RP	+	1,8889	0,0299	63,11	0,000***	+	1,4213	0,0204	69,65	0,000***	
CS	+/-	-0,0432	0,0399	-1,08	0,279	+/-	-0,1960	0,0383	-5,11	0,000***	
DIM		-0,0277	0,0150	-1,85	0,065		-0,1334	0,0156	-8,58	0,000***	
REG			SI					SI			
ANNO			SI					SI			
SETT			SI					SI			
Dimensione del campione:						Dimensione del campione:					
Numero di osservazioni					31835	Numero di osservazioni					16586
Classificazioni corrette					94,47%	Classificazioni corrette					83,37%
Pseudo R ²					0,5038	Pseudo R ²					0,4510
χ^2					9230,53***	χ^2					9023,77

* significatività al 5%; ** significatività al 1%; *** significatività al 0,1%.

EB esprime l'esposizione bancaria calcolata come rapporto tra il totale dei debiti bancari e il totale delle fonti. RI esprime il rapporto di indebitamento dato dalla relazione tra capitale di terzi e capitale proprio. QR rappresenta il *quick ratio* ossia l'indice di liquidità determinato dal rapporto tra attivo corrente (escluse le rimanenze) e passivo corrente. RPI/TA indica il rapporto tra risultato prima delle imposte, e totale dell'attivo osservati nell'anno precedente. RP indica il numero di rivalutazioni effettuate. CS variabile *dummy* che assume valore 1 in caso di socio unico e valore 0 negli altri casi. DIM variabile di controllo dimensionale misurata come logaritmo naturale delle vendite. Le variabili REG, ANNO e SETT sono le variabili di controllo relative rispettivamente alla localizzazione geografica, al periodo e al settore di appartenenza. Tutte le variabili sono state calcolate sottraendo, dove necessario, l'incremento della riserva di rivalutazione al fine di depurarle dagli effetti meccanici dell'operazione.

Tabella 10: Probit sui sub-campioni con redditività espressa come risultato operativo/totale attivo

Variabile	Rivalutazioni 2003 e 2005					Rivalutazione 2008				
	Segno atteso	Coeff.	Err. Std.	Z	P> z	Segno atteso	Coeff.	Err. Std.	z	P> z
EB	+	0,3991	0,0909	4,39	0,000***	+	1,3667	0,0771	17,72	0,000***
RI	+	0,0143	0,0014	10,34	0,000***	+	0,0129	0,0013	10,12	0,000***
QR	-	-0,1723	0,0240	-7,17	0,000***	-	-0,0797	0,0141	-5,64	0,000***
RO/TA	+	2,3218	0,2426	9,57	0,000***	+	0,1841	0,2219	0,83	0,407
RP	+	1,8986	0,0300	63,18	0,000***	+	1,4220	0,0204	69,64	0,000***
CS	+/-	-0,0412	0,0400	-1,03	0,303	+/-	-0,1944	0,0384	-5,07	0,000***
DIM		-0,0266	0,0150	-1,77	0,077		-0,1345	0,0156	-8,64	0,000***
REG			SI					SI		
ANNO			SI					SI		
SETT			SI					SI		
Dimensione del campione:										
Numero di osservazioni					31835				16586	
Classificazioni corrette					94,46%				83,38%	
Pseudo R ²					0,5056				0,4510	
χ^2					9262,71				9023,89	

* significatività al 5%; ** significatività al 1%; *** significatività al 0,1%.

EB esprime l'esposizione bancaria calcolata come rapporto tra il totale dei debiti bancari e il totale delle fonti. RI esprime il rapporto di indebitamento dato dalla relazione tra capitale di terzi e capitale proprio. QR rappresenta la *quick ratio* ossia l'indice di liquidità determinato dal rapporto tra attivo corrente (escluse le rimanenze) e passivo corrente. RO/TA indica il rapporto tra risultato operative e totale dell'attivo osservati nell'anno precedente. RP indica il numero di rivalutazioni effettuate. CS variabile *dummy* che assume valore 1 in caso di socio unico e valore 0 negli altri casi. DIM variabile di controllo dimensionale misurata come logaritmo naturale delle vendite. Le variabili REG, ANNO e SETT sono le variabili di controllo relative rispettivamente alla localizzazione geografica, al periodo e al settore di appartenenza. Tutte le variabili sono state calcolate sottraendo, dove necessario, l'incremento della riserva di rivalutazione al fine di depurarle dagli effetti meccanici dell'operazione.

Tabella 11: Risultati della regressione panel

Variabile	Segno atteso	Modello 1				Modello 2			
		Coeff.	Err. Std.	t	P> t	Coeff.	Err. Std.	t	P> t
EB	+	0,0160	0,0009	17,7600	0,000***	0,0576	0,0038	15,0800	0,000***
RI	+	0,0003	1,4e ⁻⁵	19,8600	0,000***	0,0012	0,0001	19,5900	0,000***
QR	-	-3,8e ⁻⁷	2,1e ⁻⁷	-1,7900	0,074#	-3,9e ⁻⁶	9,4e ⁻⁷	-4,1300	0,000***
ROA	+	0,0020	0,0002	9,1900	0,000***	0,0088	0,0009	9,8700	0,000***
RP	+	0,0237	0,0003	76,9000	0,000***	0,0965	0,0013	71,8900	0,000***
CS	+/-	0,0006	0,0007	0,8600	0,388	0,0024	0,0030	0,8000	0,424
DIM		-0,0015	0,0001	-13,2900	0,000***	-0,0035	0,0005	-7,5300	0,000***
REG			SI				SI		
ANNO			SI				SI		
SETT			SI				SI		
Dimensione del campione:									
Numero di osservazioni					159.954			159.868	
Numeri di gruppi					18.570			18.566	
R ²					0,1505			0,1359	

significatività al 10%; * significatività al 5%; ** significatività al 1%; *** significatività al 0,1%.

Nel modello 1 la variabile dipendente è rappresentata dal rapporto tra l'incremento della riserva di rivalutazione e il totale dell'attivo; nel modello 2 la variabile dipendente è calcolata come rapporto tra l'incremento della riserva di rivalutazione e il totale dell'attivo immobilizzato. EB esprime l'esposizione bancaria calcolata come rapporto tra il totale dei debiti bancari e il totale delle fonti. RI esprime il rapporto di indebitamento dato dal rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. QR rappresenta la *quick ratio* ossia l'indice di liquidità determinato dal rapporto tra attivo corrente (escluse le rimanenze) e passivo corrente. ROA indica il rapporto tra risultato d'esercizio, al lordo dei componenti straordinari, e totale dell'attivo osservati nell'anno precedente. RP indica il numero di rivalutazioni effettuate. CS variabile *dummy* che assume valore 1 in caso di socio unico e valore 0 negli altri casi. DIM variabile di controllo dimensionale misurata come logaritmo naturale delle vendite. Le variabili REG, ANNO e SETT sono le variabili di controllo relative rispettivamente alla localizzazione geografica, al periodo e al settore di appartenenza. Tutte le variabili sono state calcolate sottraendo, dove necessario, l'incremento della riserva di rivalutazione al fine di depurarle dagli effetti meccanici dell'operazione.

3.3 Le conseguenze reddituali

3.3.1 Sviluppo delle ipotesi

Come visto nel corso della trattazione, le rivalutazioni da leggi speciali permettono la riespressione di valori patrimoniali, più specificatamente quelli relativi alle attività immobilizzate, in modo che le stesse siano realmente rappresentative del loro valore corrente consentendo, quindi, un allontanamento momentaneo dall'applicazione del più stringente criterio del costo storico.

Da ciò deriva che la condizione necessaria e irrinunciabile per poter procedere alla rivalutazione è che un'attività immobilizzata sia caratterizzata da un valore economico superiore al suo valore netto contabile. In questa circostanza, il valore dell'immobilizzazione non sarebbe adeguatamente misurato costituendo una potenziale violazione dalla rappresentazione veritiera e corretta cui gli amministratori devono ispirarsi in fase di redazione del bilancio.

Non solo, le specifiche leggi di rivalutazione prevedono che il valore corrente e, se inferiore, il valore recuperabile attraverso l'uso, rappresentino il limite massimo del valore attribuibile ai beni rivalutati; se il valore corrente fosse inferiore al valore contabile non sarebbe quindi corretto procedere alla rivalutazione e, nel caso in cui anche il valore recuperabile tramite l'uso fosse al di sotto del valore netto contabile, si dovrebbe addirittura procedere a una svalutazione (Paris 1996, Roberto 2004).

Ancora, le imprese per garantire la loro sopravvivenza devono necessariamente essere in grado di rispettare e di soddisfare le aspettative, prevalentemente reddituali, dei portatori di capitale di rischio; l'impresa deve quindi ottenere livelli di performance sufficienti a garantire una congrua remunerazione dell'investimento dagli stessi effettuato. La rivalutazione delle immobilizzazioni, come visto, ha importanti effetti positivi sulla struttura patrimoniale evidenziata in bilancio; effetti generati da un aumento del patrimonio netto e da una conseguente riduzione del rapporto di indebitamento. Cionondimeno, questa operazione ha come effetto meccanico anche il deterioramento degli indicatori di performance reddituale non solo per via delle maggiori quote di ammortamento ma anche, per l'appunto, a causa dell'aumento del totale dell'attivo e del patrimonio netto che sono alla base dei più importanti indici di redditività come ROI, ROE e ROA.

L'impresa che opta per la rivalutazione, a ragion veduta, dovrebbe quindi attendersi di avere una redditività futura che sia non solo primariamente in grado di sopportare senza difficoltà l'accresciuto impatto delle quote di ammortamento ma sia anche sufficiente a raggiungere un adeguato grado di remuneratività del capitale impiegato e inve-

stato e rispettare le aspettative dei portatori del capitale di rischio e del capitale di terzi. D'altro canto, il valore di un capitale è funzione dei frutti che sarà in grado di produrre in futuro (Zanda, Lacchini e Onesti 2001); un maggiore valore del capitale dovrebbe quindi tradursi in un incremento dei frutti futuri.

Non solo, anche allontanandosi da comportamenti virtuosi dei redattori di bilancio e spostandosi invece verso utilizzi opportunistici che, come evidenziato grazie alla precedente analisi empirica, sembrano essere in realtà l'aspetto predominante della pratica contabile oggetto di studio, le imprese che optano per la rivalutazione, se vogliono beneficiare interamente del risparmio tributario generato, devono necessariamente raggiungere un imponibile fiscale positivo che garantisca la completa deduzione delle future e maggiorate quote di ammortamento.

In aggiunta, le imprese che pongono in essere la rivalutazione delle immobilizzazioni avendo come fine ultimo il miglioramento della struttura patrimoniale, se non dovessero raggiungere futuri livelli di performance positivi, eroderanno gradualmente i benefici patrimoniali generati dalla rivalutazione stessa. Non solo, l'impoverimento patrimoniale potrebbe perfino essere particolarmente rapido a causa dei maggiori ammortamenti.

L'incremento del valore economico delle immobilizzazioni, unitamente alla necessità di raggiungere livelli di performance reddituali favorevoli, permettono di formulare le seguenti ipotesi di ricerca:

H1: in armonia con i maggiori valori riconosciuti alle immobilizzazioni, le imprese che rivalutano avranno un miglioramento della performance futura

H2: il miglioramento delle performance aumenta al crescere dell'entità del maggior valore evidenziato grazie alla rivalutazione

Resta il dubbio che le specificità delle diverse leggi di rivalutazione, soprattutto a livello di onerosità dell'imposta sostitutiva, sebbene siano tutte capaci di attirare comportamenti opportunistici da parte delle imprese italiane, possano generare comportamenti più o meno avventati da parte dei redattori di bilancio fino alla contabilizzazione di rivalutazioni prive di fondamento economico.

3.3.2 Analisi e metodologia statistica

Per verificare empiricamente le ipotesi di ricerca appena esposte sono stati specificati due modelli di regressione lineare utili ad indagare quali sono gli effetti reddituali generati dalla rivalutazione. In entrambi i modelli, tali conseguenze sono state studiate in termini di variazione del futuro risultato operativo rispetto a quello in cui è avvenuta la rivalutazione; per avere un più completo quadro del fenomeno oggetto di indagine, non

è stata analizzata solamente la variazione di redditività nell'anno successivo alla rivalutazione, ma è stata investigata anche in un orizzonte temporale di tre anni. La variabile dipendente dei modelli stimati rappresenta perciò la variazione di redditività nel primo, nel secondo e nel terzo anno successivi alla rivalutazione stessa.

Tra i regressori è stata inserita, nel primo modello, una variabile *dummy* che esprime la scelta, effettuata dal management, di procedere o meno alla rivalutazione delle immobilizzazioni; questa variabile assume quindi valore 1 se l'impresa osservata ha rivalutato e valore 0 negli altri casi. Nel secondo modello, invece, la variabile *dummy* utilizzata nel modello 1, è stata sostituita con una variabile continua che esprime l'entità della rivalutazione.

I due modelli sono così specificati:

Modello 1

$$\Delta RO_{it+\tau} = \beta_0 + \beta_1 \Delta RO_{it-1} + \beta_2 RIVAL_{it} + \beta_3 QR_{it} + \beta_4 RI_{it} + \beta_5 CS_{it} + \beta_6 DIM_{it} + \beta_7 REG + \beta_8 ANNO + \beta_9 SETT + \varepsilon_{it}$$

Modello 2

$$\Delta RO_{it+\tau} = \beta_0 + \beta_1 \Delta RO_{it-1} + \beta_2 RR_{it} + \beta_3 QR_{it} + \beta_4 RI_{it} + \beta_5 CS_{it} + \beta_6 DIM_{it} + \beta_7 REG + \beta_8 ANNO + \beta_9 SETT + \varepsilon_{it}$$

dove:

$\Delta RO_{it+\tau}$ è la variabile dipendente rappresentata dal rapporto tra la differenza tra il risultato operativo $t+\tau$ e il risultato operativo dell'anno t e il totale dell'attivo in $t-I$;

ΔRO_{it-1} esprime il rapporto tra la differenza tra il risultato operativo in t e il risultato operativo in $t-1$ e il totale dell'attivo nell'anno $t-1$;

$RIVAL_{it}$ è una variabile *dummy* che assume valore 1 se l'impresa osservata rivaluta nell'anno t e valore 0 negli altri casi;

RR_{it} è una variabile continua che esprime il rapporto tra l'incremento della riserva di rivalutazione nell'anno t e il totale dell'attivo;

RI_{it} rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio;

CS_{it} è una variabile *dummy* che assume valore 1 nel caso di impresa con socio unico e valore 0 negli altri casi;

DIM_{it} è la variabile di controllo dimensionale pari al logaritmo naturale delle vendite dell'impresa i al tempo t ;

REG è un vettore di *dummy* relative alla localizzazione geografica;

$ANNO$ è un vettore di *dummy* temporali;

SETT è un vettore di *dummy* relative al settore di attività.

Anche in questo caso, così come nell'analisi sulla scelta di rivalutare, per rendere i risultati immuni dagli effetti meccanici generati dalla rilevazione contabile della rivalutazione e per evitare l'insorgere di problemi di endogeneità tra le variabili, le variabili RR e RI sono state calcolate sottraendo, rispettivamente dal totale dell'attivo e dal totale del patrimonio netto, un importo pari all'incremento della riserva di rivalutazione. Inoltre le variabili inserite nel modello sono state sottoposte al processo di winsorizzazione al fine da rendere le stime immuni da eventuali valori estremi.

In armonia con l'ipotesi di ricerca H1 nel primo modello, nel modello 1 la variabile di interesse è rappresentata dalla variabile RIVAL. Come sinteticamente anticipato, la variabile RIVAL è una variabile *dummy* costruita attraverso l'osservazione diretta dei movimenti della riserva di rivalutazione; attribuendo valore 1 se la riserva risulta di importo maggiore rispetto all'anno precedente e quindi l'impresa osservata ha optato per la rivalutazione delle immobilizzazioni e attribuendo valore 0 nel caso in cui l'entità della riserva risulti immutata o inferiore rispetto all'esercizio precedente. Coerentemente con l'ipotesi 1 di ricerca, ci si attende che i maggiori valori attribuiti alle immobilizzazioni si traducano in un miglioramento della redditività e quindi che la variabile RIVAL sia associata positivamente con la variazione del risultato operativo.

Ancora, per poter confermare l'ipotesi H2, nel modello 2 la variabile *dummy* RIVAL è stata sostituita con la variabile continua RR. Tale variabile, costituita dal rapporto tra l'incremento della riserva di rivalutazione e il totale dell'attivo (usata anche in Cotter 1999), è stata utilizzata per indagare l'effetto dell'entità della rivalutazione sulla performance aziendale. In accordo con quanto argomentato in fase di costruzione dell'ipotesi, se il valore di un capitale è funzione dei frutti che genererà in futuro, ci si può attendere che l'incremento della redditività operativa sia maggiore al crescere dell'ammontare della rivalutazione; quindi, si attende una relazione positiva tra la variabile RR e la variabile dipendente $\Delta RO_{it+\tau}$.

Le altre variabili del modello hanno la funzione di depurare le stime sull'effetto della rivalutazione da fenomeni distorsivi che possono interferire con la variazione della redditività; svolgono quindi la funzione di variabili di controllo. Più precisamente la variabile ΔRO_{t-1} , che esprime il rapporto tra la variazione del risultato operativo rispetto all'esercizio precedente e il totale dell'attivo all'inizio dell'anno osservato, è stata inserita per controllare l'effetto della variabilità temporale della performance passata (così come in Lopes, Walker 2012). La variabile QR (espressa come in Lopes e Walker 2012, Barlev et. al. 2007, Aljinović Barać e Šodan 2011) ha lo scopo di depurare l'eventuale effetto della disponibilità di risorse liquide sulle variazioni di redditività operativa.

La variabile DIM è invece stata inserita per verificare l'eventuale esistenza di effetti legati alla dimensione aziendale. La variabile rappresenta il logaritmo naturale delle vendite (utilizzato anche da Gaeremynck e Vaugelers 1999, Lin e Peasnell 2000 e Kosi e Valentincic 2013). Come spiegato nell'analisi precedente, questa misura dimensionale è stata scelta per evitare eventuali distorsioni generate da multicollinearità tra le variabili indipendenti inserite nel modello.

Anche in questa analisi, tra le variabili di controllo è stata inserita una *dummy* relativa alla composizione della compagine sociale; la variabile CS assume valore 1 in caso di società unipersonale e valore 0 negli altri casi. L'obiettivo è quello di isolare l'effetto della complessità aziendale sulla redditività. Infatti, ci si può attendere che le imprese con una compagine sociale articolata possano raggiungere un livello di organizzazione interna più funzionale ed efficiente e ottenere quindi migliori risultati reddituali.

Analogamente, nei modelli specificati sono poi stati inseriti tre vettori di variabili *dummy* per controllare l'effetto delle diversità economiche e culturali relative alla localizzazione geografica, l'andamento economico congiunturale e il settore di attività. Più precisamente, per il controllo geografico l'intero campione è stato suddiviso in base alla regione di appartenenza ed è stato costruito un vettore di 19 *dummy* (REG) rappresentative delle 20 regioni che formano lo Stato italiano. Per controllare l'effetto dell'andamento economico congiunturale, invece, è stato utilizzato un vettore di 9 *dummy* temporali (ANNO) per ciascun anno compreso nel periodo analizzato (2003-2012). Infine, SETT rappresenta un vettore di 16 *dummy*, in armonia con le 17 sezioni relative ai macro-settori produttivi contraddistinti con la lettera maiuscola nella classificazione delle attività ATECO 2007 in cui operano le imprese comprese nel campione.

Poiché è possibile che le peculiarità caratterizzanti ogni impresa possano avere una importante influenza sulla variabile dipendente, si è provveduto a correggere gli errori standard attraverso la "clusterizzazione" per singola impresa. Al riguardo è necessario precisare che non si è optato per l'utilizzo di un modello a effetti fissi poiché quest'ultimo non permette di inserire nel modello delle variabili che non cambiano nel tempo come il settore di attività, la localizzazione geografica e la composizione della compagine societaria¹⁴.

¹⁴ Sebbene sia possibile, anche se piuttosto raramente, che tali caratteristiche aziendali varino nel tempo, il database attraverso il quale sono stati estratti i dati non fornisce informazioni dettagliate sulle modificazioni di tali variabili evidenziando esclusivamente le informazioni relative all'ultimo bilancio disponibile.

Tabella 12: Coefficienti di correlazione di Pearson

	ΔRO_{t-1}	RIVAL	RR	QR	RI	DIM	CS
ΔRO_{t-1}	1,0000						
RIVAL	-0,0152*	1,0000					
RR	-0,0213*	0,7779*	1,0000				
QR	-0,0462*	-0,0404*	-0,0311*	1,0000			
RI	0,0158*	0,0059*	0,0109*	-0,0267*	1,0000		
DIM	0,0144*	0,0292*	0,0028	0,0061*	-0,0518*	1,0000	
CS	0,0026	-0,0240*	-0,0234*	-0,0048*	0,0124*	0,1256*	1,0000

* significatività al 5%

ΔRO_{t-1} rappresenta la differenza tra il risultato operativo dell'anno t e il risultato operativo dell'anno $t-1$ rapportato al totale dell'attivo in $t-1$. RIVAL rappresenta una variabile *dummy* che assume valore 1 se l'impresa i rivaluta nell'anno t e valore 0 negli altri casi. RR rappresenta il rapporto tra differenza positiva tra l'ammontare della riserva di rivalutazione alla fine dell'anno t e l'ammontare della stessa riserva all'inizio dell'anno t e il totale dell'attivo all'inizio dell'anno t . QR rappresenta il *quick ratio* ossia l'indice di liquidità determinato dal rapporto tra attivo corrente (escluse le rimanenze) e passivo corrente. RI esprime il rapporto di indebitamento dato dal rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. DIM esprime il logaritmo naturale delle vendite. CS è una variabile *dummy* che assume valore 1 in caso di socio unico e valore 0 negli altri casi.

Infine, allo scopo di individuare problemi legati all'eventuale multicollinearità tra le variabili indipendenti, si è provveduto ad analizzare i coefficienti di correlazione di Pearson (riportati in tabella 12). I coefficienti non mostrano segnali di alta correlazione tra le variabili esplicative utilizzate nei modelli specificati. L'unico coefficiente apparentemente problematico è rappresentato dalla correlazione tra le variabili RIVAL e RR; tale correlazione è peraltro giustificata poiché le due variabili esprimono, in differenti modalità, la rivalutazione delle immobilizzazioni. L'alta correlazione non comporta problemi di multicollinearità poiché le variabili sono utilizzate in due modelli differenti. In aggiunta, per ogni modello stimato sono stati calcolati anche i VIF (*Variance Inflation Factors*) i quali, aggirandosi costantemente attorno al valore 1, di fatto, eliminano ogni dubbio di multicollinearità.

3.3.3 Analisi dei risultati

I risultati dei modelli, riportati in tabella 13, evidenziano in modo chiaro la mancanza della relazione positiva tra la scelta di rivalutare (modello 1) e l'entità della rivalutazione stessa (modello 2).

Più precisamente, entrambi i modelli evidenziano la mancanza di una relazione significativa tra rivalutazione e variazione della performance reddituale nell'anno immediatamente successivo alla contabilizzazione dei maggiori valori; le variabili RIVAL e RR non sono infatti significativamente correlate con la variabile dipendente nel periodo $t+1$. Ciononostante, allargando l'analisi agli orizzonti temporali successivi, entrambi i modelli evidenziano l'esistenza di una relazione negativa, statisticamente significativa, tra la rivalutazione e la variazione del risultato operativo. Questi risultati suggeriscono il verificarsi di una riduzione delle redditività operativa per le imprese che optano per la

rivalutazione a partire dal secondo anno successivo alla rilevazione della stessa e che tale riduzione di performance sia direttamente proporzionale all'entità dei maggiori valori evidenziati.

Quanto messo in luce legittima, e amplifica ulteriormente, il dubbio che le imprese possano non essere in grado di reintegrare adeguatamente i maggiori valori evidenziati. Emerge in modo sempre più netto la possibilità che le rivalutazioni da leggi speciali siano utilizzate artificiosamente per perseguire specifiche politiche di bilancio orientate a sagomare la struttura patrimoniale evidenziata in bilancio in modo da renderla più congeniale al perseguimento dei più immediati obiettivi manageriali. In sede di redazione del bilancio gli amministratori, abbagliati dagli importanti effetti benefici sul patrimonio, potrebbero far emergere maggiori valori privi di alcun fondamento economico.

Tabella 13: Risultati regressione lineare

Variabile	Segno Atteso	t+1		t+2		t+3	
		coeff.	p-value	coeff.	p-value	coeff.	p-value
Modello 1							
ΔRO_{t-1}		-0,1481	0,000***	-0,2066	0,000***	-0,1916	0,000***
RIVAL	+	-0,0007	0,369	-0,0022	0,021*	-0,0064	0,000***
QR		-1,19 ^{e-6}	0,094 [#]	-3,57 ^{e-5}	0,000***	-5,09 ^{e-5}	0,069 [#]
RI		0,0002	0,000***	0,0003	0,000***	0,0004	0,000***
DIM		-0,0020	0,000***	-0,0120	0,000***	-0,0193	0,000***
CS		0,0058	0,000***	0,0038	0,000***	0,0061	0,000***
REG				SI			
ANNO				SI			
SETT				SI			
Dimensione del campione:							
N. di osservazioni			171.942		155.952		137.929
R^2			0,0541		0,0742		0,0762
Modello 2							
ΔRO_{t-1}		-0,1481	0,000***	-0,2066	0,000***	-0,1917	0,000***
RR	+	-0,0044	0,408	-0,0151	0,023*	-0,0391	0,000***
QR		-1,19 ^{e-6}	0,094 [#]	-3,58 ^{e-5}	0,010**	-5,08 ^{e-5}	0,069 [#]
RI		0,0002	0,000***	0,0003	0,000***	0,0004	0,000***
DIM		0,0058	0,000***	-0,0120	0,000***	-0,0193	0,000***
CS		0,0020	0,000***	0,0038	0,000***	0,0062	0,000***
REG				SI			
ANNO				SI			
SETT				SI			
Dimensione del campione:							
N. di osservazioni			171.942		155.952		137.929
R^2			0,0541		0,0742		0,0762

[#] significatività al 10%; * significatività al 5%; ** significatività al 1%; *** significatività al 0,1%.

ΔRO_{t-1} rappresenta la differenza tra il risultato operativo dell'anno t e il risultato operativo dell'anno $t-1$ rapportato al totale dell'attivo in $t-1$. RIVAL rappresenta una variabile *dummy* che assume valore 1 se l'impresa rivaluta nell'anno t e valore 0 negli altri casi. RR rappresenta il rapporto tra differenza positiva tra l'ammontare della riserva di rivalutazione alla fine dell'anno t e l'ammontare delle stessa riserva all'inizio dell'anno t e il totale dell'attivo all'inizio dell'anno t . QR rappresenta il *quick ratio* ossia l'indice di liquidità determinato dal rapporto tra attivo corrente (escluse le rimanenze) e passivo corrente. RI esprime il rapporto di indebitamento dato dal rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. DIM esprime il logaritmo naturale delle vendite. CS è una variabile *dummy* che assume valore 1 in caso di socio unico e valore 0 negli altri casi.

D'altra parte, la mancanza dell'ipotizzata relazione positiva tra la rivalutazione e la variazione della performance aziendale può essere generata sia dall'assenza di effettivi maggiori valori economici sia, nel caso in cui questi ultimi siano reali, dall'incapacità aziendale di sfruttarli in modo economicamente efficiente e reintegrarli adeguatamente attraverso l'uso. È opportuno ricordare, coerentemente con quanto affermato in fase di costruzione delle ipotesi, che in tali circostanze non si dovrebbe procedere alla rivalutazione delle immobilizzazioni mancando le condizioni necessarie a giustificarla.

3.3.4 Analisi aggiuntive

In questa parte del lavoro verranno eseguite delle analisi aggiuntive al fine di rafforzare i risultati dell'analisi principale. Più precisamente, allo scopo di chiarire i dubbi evidenziati nella costruzione delle ipotesi in relazione alle mutevoli specificità delle leggi di rivalutazione emanate nel periodo analizzato, si è provveduto a ristimare i modelli mostrati nel paragrafo precedente singolarmente per ogni singolo provvedimento normativo. L'ipotesi è che possa esistere qualche specifico elemento che possa attirare maggiormente o, per contro, scoraggiare i comportamenti opportunistici individuati grazie all'indagine fin qui svolta.

Di seguito si riportano i risultati delle regressioni lineari stimate separatamente per legge speciale relativa ai bilanci 2003 (tabella 14), 2005 (tabella 15) e 2008 (tabella 16).

Da una analisi di insieme risulta che i risultati ottenuti nell'analisi principale, ossia la mancanza dell'ipotizzata relazione positiva tra la rivalutazione e la variazione del risultato operativo, vengono confermati solamente negli anni 2003 e 2008 mentre la rivalutazione relativa ai bilanci 2005 mostra segnali differenti. La tabella 15 evidenzia che per le imprese che optano per la rivalutazione 2005 emerge una relazione positiva, statisticamente significativa, tra la rivalutazione stessa e la variazione futura di redditività operativa sebbene tale relazione venga meno a partire dall'orizzonte temporale $t+3$.

Appare quindi che attraverso la rivalutazione 2005, nonostante sia stata comunque utilizzata con fini opportunistici come evidenziato nel paragrafo 3.2.3., siano emersi maggiori valori di immobilizzazioni comunque giustificate da valide ragioni economiche perché capaci di generare un miglioramento dell'andamento reddituale anche se temporalmente limitato.

Ne deriva che la legge di rivalutazione relativa ai bilanci del 2005 doveva essere caratterizzata da un elemento specifico che ha in qualche modo disincentivato comportamenti eccessivamente avventati. Una prima caratteristica individuata è stata l'onerosità dell'imposta sostitutiva per il riconoscimento fiscale dei maggiori valori. La legge di

rivalutazione del 2008 prevedeva, come spiegato in precedenza, un'aliquota di imposta sostitutiva, peraltro non obbligatoria, sensibilmente minore di quanto previsto in precedenza. La mancanza, o comunque ridotta, onerosità in termini di imposta sostitutiva potrebbe aver reso maggiormente invitante la rivalutazione del 2008.

È pur vero che se l'elemento in grado di attirare o scoraggiare i comportamenti opportunistici fosse semplicemente l'entità dell'imposta sostitutiva, si sarebbe dovuto riscontrare una relazione positiva tra rivalutazione e variazione delle future performance aziendale anche osservando la sola legge speciale del 2003¹⁵. L'analisi evidenzia però risultati differenti dimostrando una correlazione negativa anche per l'anno 2003.

L'elemento in grado di giustificare le diverse conseguenze reddituali future per le leggi di rivalutazione esaminate potrebbe risiedere non tanto nella onerosità complessiva dell'imposta sostitutiva quanto piuttosto nelle modalità previste per il suo versamento. La legge di rivalutazione del 2005 era infatti l'unica a prevedere obbligatoriamente il versamento dell'imposta sostitutiva in un'unica soluzione¹⁶. La rivalutazione del 2003, sebbene fosse la più onerosa, prevedeva l'obbligo al versamento dilazionato dell'imposta sostitutiva in tre rate annuali mentre la rivalutazione del 2008 ammetteva sia il versamento dilazionato in tre rate annuali sia il versamento in un'unica soluzione; vista la ridotta aliquota di imposta sostitutiva per l'anno 2008 anche il versamento in un'unica soluzione richiedeva un impegno finanziario estremamente ridotto rispetto a quanto previsto dalle precedenti leggi di rivalutazione.

In sintesi, appare che l'alta onerosità unitamente all'immediato impegno finanziario necessario al pagamento dell'intera imposta sostitutiva possa costituire una soluzione efficace non tanto a eliminare totalmente comportamenti opportunistici da parte dei redattori di bilancio ma almeno a evitare che i maggiori valori espressi siano in realtà vuoti di significato economico.

¹⁵ La rivalutazione relativa ai bilanci 2003 era di fatto quella più onerosa.

¹⁶ Ad eccezione dell'imposta sostitutiva relativa alla rivalutazione di aree fabbricabili non ancora fabbricate.

Tabella 14: Risultati regressione lineare per l'anno 2003

Variabile	Segno Atteso	t+1		t+2		t+3	
		coeff.	p-value	coeff.	p-value	coeff.	p-value
Modello 1							
ΔRO_{t-1}		-0,1363	0,000***	-0,1307	0,000***	-0,0755	0,006**
RIVAL	+	-0,0014	0,406	-0,0041	0,096 [#]	-0,0094	0,003**
QR		-0,0001	0,006**	-0,0001	0,024***	-0,0001	0,302
RI		0,0001	0,004**	0,0002	0,000***	0,0002	0,001***
DIM		-0,0082	0,000***	-0,0159	0,000***	-0,0259	0,000***
CS		0,0037	0,013*	0,0063	0,003***	0,0142	0,000***
REG				SI			
ANNO				SI			
SETT				SI			
Dimensione del campione:							
N. di osservazioni			16.473		16.403		16.485
R^2			0,0387		0,0458		0,0593
Modello 2							
ΔRO_{t-1}		-0,1364	0,000***	-0,1303	0,000***	-0,0754	0,007**
RR	+	-0,0123	0,534	-0,0634	0,020*	-0,1087	0,002**
QR		-0,0001	0,006**	-0,0002	0,023*	-0,0001	0,312
RI		0,0001	0,004**	0,0002	0,000***	0,0002	0,002**
DIM		-0,0082	0,000***	-0,0159	0,000***	-0,0259	0,000***
CS		0,0037	0,012*	0,0063	0,003**	0,0143	0,000***
REG				SI			
ANNO				SI			
SETT				SI			
Dimensione del campione:							
N. di osservazioni			16.473		16.403		16.485
R^2			0,0387		0,0460		0,0594

[#] significatività al 10%; * significatività al 5%; ** significatività al 1%; *** significatività al 0,1%.

ΔRO_{t-1} rappresenta la differenza tra il risultato operativo dell'anno t e il risultato operativo dell'anno $t-1$ rapportato al totale dell'attivo in $t-1$. RIVAL rappresenta una variabile *dummy* che assume valore 1 se l'impresa i rivaluta nell'anno t e valore 0 negli altri casi. RR rappresenta il rapporto tra differenza positiva tra l'ammontare della riserva di rivalutazione alla fine dell'anno t e l'ammontare della stessa riserva all'inizio dell'anno t e il totale dell'attivo all'inizio dell'anno t . QR rappresenta il *quick ratio* ossia l'indice di liquidità determinato dal rapporto tra attivo corrente (escluse le rimanenze) e passivo corrente. RI esprime il rapporto di indebitamento dato dal rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. DIM esprime il logaritmo naturale delle vendite. CS è una variabile *dummy* che assume valore 1 in caso di socio unico e valore 0 negli altri casi.

Tabella 15: Risultati regressione lineare per l'anno 2005

Variabile	Segno Atteso	t+1		t+2		t+3	
		coeff.	p-value	coeff.	p-value	coeff.	p-value
Modello 1							
ΔRO_{t-1}		-0,1101	0,000***	-0,0892	0,000***	-0,0608	0,024*
RIVAL	+	0,0026	0,099 [#]	0,0041	0,087 [#]	0,0002	0,937
QR		0,0001	0,489	0,0001	0,768	0,0000	0,873
RI		0,0001	0,003**	0,0001	0,007**	0,0004	0,000***
DIM		-0,0065	0,000***	-0,0138	0,000***	-0,0217	0,000***
CS		0,0052	0,000***	0,0073	0,000***	0,0049	0,046*
REG				SI			
ANNO				SI			
SETT				SI			
Dimensione del campione:							
N. di osservazioni			18.006		17.978		17.954
R^2			0,0254		0,0369		0,0476
Modello 2							
ΔRO_{t-1}		-0,1102	0,000***	-0,0893	0,000***	-0,0609	0,024*
RR	+	0,0310	0,068 [#]	0,0445	0,096 [#]	0,0059	0,853
QR		0,0001	0,485	0,0001	0,763	0,0000	0,873
RI		0,0001	0,003**	0,0002	0,007**	0,0004	0,000***
DIM		-0,0065	0,000***	-0,0138	0,000***	-0,0217	0,000***
CS		0,0052	0,000***	0,0072	0,000***	0,0049	0,046*
REG				SI			
ANNO				SI			
SETT				SI			
Dimensione del campione:							
N. di osservazioni			18,006		17,978		17,954
R^2			0,0255		0,0369		0,0477

[#] significatività al 10%; * significatività al 5%; ** significatività al 1%; *** significatività al 0,1%.

ΔRO_{t-1} rappresenta la differenza tra il risultato operativo dell'anno t e il risultato operativo dell'anno $t-1$ rapportato al totale dell'attivo in $t-1$. RIVAL rappresenta una variabile *dummy* che assume valore 1 se l'impresa si rivaluta nell'anno t e valore 0 negli altri casi. RR rappresenta il rapporto tra differenza positiva tra l'ammontare della riserva di rivalutazione alla fine dell'anno t e l'ammontare della stessa riserva all'inizio dell'anno t e il totale dell'attivo all'inizio dell'anno t . QR rappresenta il *quick ratio* ossia l'indice di liquidità determinato dal rapporto tra attivo corrente (escluse le rimanenze) e passivo corrente. RI esprime il rapporto di indebitamento dato dal rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. DIM esprime il logaritmo naturale delle vendite. CS è una variabile *dummy* che assume valore 1 in caso di socio unico e valore 0 negli altri casi.

Tabella 16: Risultati regressione lineare per l'anno 2008

Variabile	Segno Atteso	t+1		t+2		t+3	
		coeff.	p-value	coeff.	p-value	coeff.	p-value
Modello 1							
ΔRO_{t-1}		-0,1620	0,000***	-0,2821	0,000***	-0,2847	0,000***
RIVAL	+	0,0001	0,942	-0,0028	0,013*	-0,0073	0,000***
QR		0,0000	0,868	-0,0001	0,606	-0,0001	0,548
RI		0,0003	0,000***	0,0004	0,000***	0,0003	0,000***
DIM		-0,0060	0,000***	-0,0117	0,000***	-0,0190	0,000***
CS		-0,0006	0,654	0,0056	0,002**	0,0056	0,006**
REG				SI			
ANNO				SI			
SETT				SI			
Dimensione del campione:							
N. di osservazioni			18.121		18.090		17.768
R^2			0,0632		0,0661		0,0692
Modello 2							
ΔRO_{t-1}		-0,1621	0,000***	-0,2824	0,000***	-0,2853	0,000***
RR	+	-0,0003	0,962	-0,0189	0,007**	-0,0457	0,000***
QR		0,0000	0,869	-0,0001	0,606	-0,0001	0,552
RI		0,0003	0,000***	0,0004	0,000***	0,0003	0,000***
DIM		-0,0060	0,000***	-0,0118	0,000***	-0,0192	0,000***
CS		-0,0007	0,648	0,0056	0,002**	0,0057	0,006**
REG				SI			
ANNO				SI			
SETT				SI			
Dimensione del campione:							
N. di osservazioni			18.121		18.090		17.768
R^2			0,0479		0,0662		0,0691

significatività al 10%; * significatività al 5%; ** significatività al 1%; *** significatività al 0,1%.

ΔRO_{t-1} rappresenta la differenza tra il risultato operativo dell'anno t e il risultato operativo dell'anno $t-1$ rapportato al totale dell'attivo in $t-1$. RIVAL rappresenta una variabile *dummy* che assume valore 1 se l'impresa i rivaluta nell'anno t e valore 0 negli altri casi. RR rappresenta il rapporto tra differenza positiva tra l'ammontare della riserva di rivalutazione alla fine dell'anno t e l'ammontare della stessa riserva all'inizio dell'anno t e il totale dell'attivo all'inizio dell'anno t . QR rappresenta il *quick ratio* ossia l'indice di liquidità determinato dal rapporto tra attivo corrente (escluse le rimanenze) e passivo corrente. RI esprime il rapporto di indebitamento dato dal rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. DIM esprime il logaritmo naturale delle vendite. CS è una variabile *dummy* che assume valore 1 in caso di socio unico e valore 0 negli altri casi.

CONCLUSIONI

In questo studio sono state analizzate, grazie all'utilizzo di metodi empirici, le condizioni e le principali motivazioni che condizionano e spingono le imprese italiane non quotate a decidere di rivalutare le immobilizzazioni aziendali in osservanza delle leggi speciali periodicamente emanate.

Emerge con forza che le imprese italiane non quotate con una debole struttura finanziaria, una rilevante esposizione bancaria e non ottimali condizioni di liquidità sono quelle che con maggiore probabilità ricorrono alla rivalutazione delle immobilizzazioni. Non solo, i risultati evidenziano che le caratteristiche sopra illustrate possano influenzare perfino l'entità della rivalutazione suggerendo che le stesse leggi speciali di rivalutazione siano sfruttate per plasmare la struttura patrimoniale in modo da renderla il più possibile compatibile e idonea al raggiungimento degli obiettivi aziendali.

La relazione tra la scelta di rivalutare e la capacità reddituale risulta invece mutevole in ragione delle diverse condizioni poste dalle specifiche leggi. Appare infatti che le imprese più profittevoli siano le più propense a rivalutare a condizione che il riconoscimento fiscale della rivalutazione sia obbligatorio e particolarmente oneroso. Contrariamente, quando il riconoscimento fiscale è poco oneroso o perfino non obbligatorio la relazione con la redditività viene a mancare. Tale risultato evidenzia il probabile maggior opportunismo nel caso di bassa o assente onerosità della rivalutazione e rappresenta un elemento distintivo messo in luce da questa analisi rispetto agli studi esistenti.

Quanto emerso non sorprende se si considerano gli incentivi e le conseguenze positive caratterizzanti questa pratica contabile. La rivalutazione, infatti, oltre a

garantire futuri vantaggi tributari, genera un immediato rafforzamento della struttura patrimoniale evidenziata in bilancio. Rappresenta quindi uno strumento estremamente congeniale al perseguimento di due importanti obiettivi tra loro contrastanti: la minimizzazione del carico tributario da una parte, e il rafforzamento patrimoniale dall'altra. Ciononostante i risultati appaiono senz'altro deludenti in considerazione delle pesanti implicazioni che gli individuati comportamenti opportunistici possono avere sull'attendibilità dei valori di bilancio.

L'esistenza di tali comportamenti, infatti, legittima dubbi sull'attendibilità dei maggiori valori fatti emergere grazie alla rivalutazione. Per tale ragione si è indagato anche sull'andamento reddituale delle imprese che rivalutano le immobilizzazioni. I risultati ottenuti amplificano ulteriormente questi dubbi. Emerge, infatti, un peggioramento dei risultati reddituali per le imprese rivalutatrici suggerendo che queste ultime sembrano non essere in grado di reintegrare tramite l'uso i plusvalori evidenziati. La mancanza di fondamento economico dei maggiori valori potrebbe essere la causa di questi risultati negativi. È pur vero che l'alta onerosità e l'immediata esigibilità dell'imposta sostitutiva sembrano essere in grado di arginare tale fenomeno.

Dalle analisi svolte in questo studio possono derivare importanti implicazioni di carattere teorico e pratico. Il forte impatto generato dall'applicazione del criterio del costo storico, risultante sia nella classificazione degli studi di ragioneria internazionale (Nobes 1983) sia nel dettato dei principi contabili (OIC 11), che tradizionalmente ha caratterizzato l'impianto contabile italiano risulta fortemente alleviato dalla ormai frequente emanazione delle leggi speciali di rivalutazione e dall'ampia adesione delle imprese sebbene la loro originaria funzione di conguaglio monetario sia ormai superflua.

L'apparente leggerezza e la sistematicità con cui le imprese italiane non quotate in situazioni patrimoniali e finanziarie non ottimali utilizzano le leggi speciali di rivalutazione pongono forti dubbi sulla capacità dei plusvalori evidenziati di rispettare la clausola generale della rappresentazione veritiera e corretta alla base delle valutazioni di bilancio. Questi risultati forniscono segnali importanti, anche se poco rassicuranti, sulle possibili conseguenze dell'emanazione di nuove leggi speciali gratuite o poco onerose o se addirittura si estendesse l'applicazione del *revaluation model*, in Italia adottato dalle sole imprese quotate, all'universalità delle imprese nazionali.

BIBLIOGRAFIA

- ABOODY D., BARTH M. E., KASZNIK R., *Revaluations of fixed assets and future firm performance: evidence from the U.K.*, Journal of Accounting and Economics, 26/1999, pag. 149 e ss.
- AMODEO D., *Ragioneria generale delle imprese*, Giannini, 1965 citato in CERIANI G., *L'integrità economica del capitale in condizioni monetarie perturbate*, in FANNI M., *Studi in onore di Ubaldo De Dominicis*, volume 1, Lint, 1991.
- Assonime, Circolare n. 23 del 12 giugno 2006, pag. 27 e segg.
- ALJINOVIĆ BARAĆ Z., ŠODAN S., *Motives for asset revaluation policy choice in Croatia*, Croatian Operational Research Review, 2/2011, pag. 60 e ss.
- AMADUZZI A., *Economia degli impianti nelle imprese industriali*, Bozzi, 1957.
- BARLEV B., FRIED D., HADDAD J. R., LIVNAT J., *Reevaluation od revaluations: a cross-country examination of the motives and effects on future performance*, Journal of Business Finance & Accounting, 34(7-8)/2007, pag. 1025 e ss.
- BARTH M. E., CLINCH G., *Revalued financial, tangible and intangible assets: association with share price and non-market-based value estimates*, Journal of Accounting Research, 36(supp)/1998, pag. 199 e ss.
- BLACK E. L., SELLERS K. F., MANLY T. S., *Earnings Management Using Asset Sales: An International Study of Countries Allowing Noncurrent Asset Revaluation*, Journal of Business Finance & Accounting, 25(9-10)/1998, pag. 1287 e ss.
- BRANCIARI S., MATTEUCCI L., *L'armonizzazione contabile internazionale: un'indagine sui gruppi industriali quotati al NYSE*, Il Risparmio, 47(5-6)/1999, pag. 745 e ss.
- BROWN P., IZAN HY, LOH A. L., *Fixed Asset Revaluations and Managerial Incentives*, Abacus, 28(1)/1992, pag. 36 e ss.
- BRÜNDLER G., *Bénéfice réel en fonction du pouvoir d'achat*, Editions Eyrolles, 1954, citato in CERIANI G., *L'integrità economica del capitale in condizioni*

- monetarie perturbate*, in FANNI M., *Studi in onore di Ubaldo De Dominicis*, volume 1, Lint, 1991.
- CAPODAGLIO G., *Le riserve di rivalutazione*, Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale, 3/2001, pag. 231 e ss.
- CERIANI G., *L'integrità economica del capitale in condizioni monetarie perturbate*, in FANNI M., *Studi in onore di Ubaldo De Dominicis*, volume 1, Lint, 1991.
- CLOYD C. B., PRATT J., STOCK T., *The use of financial accounting choice to support aggressive tax position: public and private firms*, Journal of Accounting Research 34(1)/1996, pag. 23 e ss.
- CODA V. e FRATTINI G., *Valutazioni di bilancio: principi economici, norme civili, norme fiscali e direttive comunitarie*, Libreria Universitaria Editrice, 1981.
- COTTER J., *Asset Revaluations and Debt Contracting*, Abacus, 35(3)/1999, pag. 268 e ss.
- COTTER J., RICHARDSON S., *Reliability of asset revaluations: The impact of appraiser independence*, Review of Accounting Studies, 7/2002, pag. 435 e ss.
- COTTER J., ZIMMER I., *Asset Revaluations and Assessment of Borrowing Capacity*, Abacus, 31(2)/1995, pag. 136 e ss.
- COURTENAY S. M., CAHAN S. F., *The impact of debt on market reactions to the revaluation of noncurrent assets*, Pacific-Basin Financial Journal, 12/2004, pag. 219 e ss.
- DE DOMINICIS U., *Le immobilizzazioni tecniche nei problemi d'impresa*, Edizioni Ghibauda, 1955.
- DE DOMINICIS U., *I bilanci delle imprese in periodi di oscillazione del valore economico della moneta*, Levrotto & Bella, 1959.
- DE DOMINICIS U., *Studi di ragioneria e tecnica economica. Scritti in onore del Prof. Alberto Ceccherelli*, Felice Le Monnier, 1960.
- DE DOMINICIS U., *Lezioni di ragioneria generale*, Volume IV, Azzoguidi, 1980.
- DE SARNO M., *Le "rivalutazioni economiche" nei conti e nei bilanci d'impresa. Qualche profilo interpretativo*, in AA.VV., *Scritti di economia aziendale in memoria di Raffaele D'Oriano*, Cedam, 1997.
- EASTON P. D., EDDEY P. H., HARRIS T. S., *An Investigation of Revaluations of Tangible Long-Lived Assets*, Journal of Accounting Research, 31(supp)/1993, pag. 1 e ss.
- FERRERO G., DEZZANI F., *Manuale delle analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè, 1979.
- FERRERO G., *La valutazione del capitale di bilancio. Logica economico-quantitativa della valutazione. Legislativa vigente e direttive comunitarie. Principi contabili.*, Giuffrè, 1988.
- FORTUNATO S., *Dal costo storico al "Fair Value": al di là della rivoluzione contabile*, Rivista delle Società, 5/2007, pag. 941 e ss.

- GAEREMYNCK A., VEUGELERS R., *The Revaluation of Assets as a Signalling Device: A Theoretical and an Empirical Analysis*, Accounting and Business Research, 29(2)/1999, pag. 123 e ss.
- GELDMACHER E., *Wirtschaftsunruhe und bilanz*, Julius Springer, 1923, citato in ONIDA P., *Il bilancio d'esercizio nelle imprese: significato economico del bilancio, problemi di valutazione*, Giuffrè, 1951.
- GIUNTA F., PISANI M., *Il bilancio*, Apogeo, 2005.
- HENDERSON S., GOODWIN J., *The case against asset revaluations*, Abacus, 28/1992, pag. 75 e ss.
- IATRIDIS G. E., KILIRGIOTIS G., *Incentives for Fixed Asset Revaluations: The UK Evidence*, Journal of Applied Accounting Research, 13(1)/2012, pag. 5 e ss.
- JAGGI B., TSUI J., *Management Motivation and Market Assessment: Revaluations of Fixed Assets*, Journal of International Financial Management & Accounting, 12(2)/2001, pag. 160 e ss.
- KOSI U., VALENTINCIC A., *Write-offs and profitability in private firms: disentangling the impact of tax-minimisation incentives*, European Accounting Review, 22(1)/2013, pag. 117 e ss.
- LIN Y. C., PEASNELL K. V., *Fixed Asset Revaluation and Equity Depletion in the UK*, Journal of Business Finance & Accounting, 27(3-4)/2000, pag. 359 e ss.
- LOPES A. B., WALKER M., *Asset Revaluations, Future Firm Performance and Firm-Level Corporate Governance Arrangements: New Evidence from Brazil*, The British Accounting Review, 44/2012, pag. 53 e ss.
- MASINI C., *La dinamica economica nei sistemi dei valori d'azienda: valutazioni e rivalutazioni*, Giuffrè, 1955.
- MECHELLI A., *Sulla rivalutazione delle immobilizzazioni materiali: un'interpretazione economico-aziendale del passaggio dalle «speciali ragioni» ai «casi eccezionali»* in Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, 6/1999, pag. 484 e ss.
- MELLA P., *Le rivalutazioni delle immobilizzazioni. Analisi delle più comuni forme di rettifica per l'inflazione. Il principio del costo e il suo abbandono per le rivalutazioni* in Contabilità & Bilancio, 34/1998, pag. 15 e ss.
- MELLA P., *Le rivalutazioni delle immobilizzazioni. La rivalutazione delle immobilizzazioni nel contesto delle rettifiche per l'inflazione*, Contabilità & Bilancio, 35/1998, pag. 31 e ss.
- MELIS G., *I principi della prudenza e della competenza e l'introduzione dei principi contabili IAS/IFRS*, in AA.VV., *L'evoluzione del bilancio d'esercizio e l'introduzione dei principi contabili internazionali (IASB)*, Giuffrè, 2006.
- MELIS G., *Strumenti per il controllo economico e finanziario nelle imprese*, Giuffrè, 2013.
- MISSONIER-PIERA F., *Motives for Fixed-Asset Revaluation: an Empirical Analysis with Swiss data*, The International Journal of Accounting, 42/2007, pag. 186 e ss.

- MURA A., VALLASCAS F., EMMANUEL C., *I prezzi di trasferimento internazionali: un'indagine empirica sulle imprese operanti in Italia*. Rivista dei Dottori Commercialisti, 3/2012, pag. 555 e ss.
- MURA A., EMMANUEL C., VALLASCAS F., *Challenging the reliability of comparables under profit-based transfer pricing methods*, Accounting and Business Research, 43(5)/2013, pag. 365 e ss.
- MURA A., ROBERTO G., *Nature and duration of the accounting differences between Italian and US GAAP. A case study on conservatism*, Journal of Applied Accounting Research, 15(1)/2014, pag. 2 e ss.
- NICHOLS L. M., BUERGER K. H., *An investigation of the effect of valuation alternatives for fixed assets on the decisions of statement user in the United States and Germany*, in Journal of International Accounting Auditing and Taxation, 11(2)/2002, pag. 155 e ss.
- NOBES C. W., *A judgmental international classification of financial reporting practices*, Journal of Business Finance and Accounting, 10(1)/1983, pag. 1 e ss.
- Organismo Italiano di Contabilità, Principi contabili, OIC 11, *Bilancio d'esercizio – finalità e postulati*, Giuffrè, 2005.
- Organismo Italiano di Contabilità, Principi contabili, OIC 16, *Le immobilizzazioni materiali*, Giuffrè, 2005.
- Organismo Italiano di Contabilità, Principi contabili, OIC 24, *Immobilizzazioni immateriali*, Giuffrè, 2005.
- Organismo Italiano di Contabilità, Principi contabili, OIC 16, *Immobilizzazioni materiali*, Giuffrè, 2014.
- Organismo Italiano di Contabilità, Principi contabili, OIC 24, *Immobilizzazioni immateriali*, Giuffrè, 2015.
- ONIDA P., *Il bilancio d'esercizio nelle imprese: significato economico del bilancio, problemi di valutazione*, Giuffrè, 1951.
- PARIS A., *I beni immateriali nel bilancio di esercizio*, Giappichelli, 1996.
- PODDIGHE F. e CORONELLA S., *Possibilità e limiti della rivalutazione economica degli immobili aziendali in caso di deficit patrimoniale*, Rivista dei Dottori Commercialisti, 1/2007, pag. 19 e ss.
- POPE F., *Discussion of a Comparison of the Value-Relevance of U.S. versus Non-U.S. GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations*, in Journal of Accounting Research, 31(supp)/1993, pag. 265 e ss.
- ROBERTO G., *Le svalutazioni e le rivalutazioni non monetarie delle immobilizzazioni materiali*, Aracne, 2004.
- RODRIGUES J. M., NIYAMA J. K., PAULO E., *The information content of revaluation reserves in the Brazilian capital market*, Contabilidade Vista & Revista, 1/2012, pag 75 e ss.
- SCHMALENBACH E., *Dynamische bilanz*, Gloeckner, 1926, citato in ONIDA P., *Il bilancio d'esercizio nelle imprese: significato economico del bilancio, problemi di valutazione*, Giuffrè, 1951.

- SHAPE I. G., WALKER R. G., *Asset Revaluations and Stock Market Prices*, Journal of Accounting Research, 13(2)/1975, pag. 292 e ss.
- SOSTERO U., *Il patrimonio netto*, Contabilità finanza e controllo, 1/1999, pag. 97 e ss.
- STANDISH P. E. M., UNG S., *Corporate signalling, asset revaluations and the stock price of British company*, The Accounting Review, 4/1982, pag. 701 e ss.
- SZCZESNY A., VALENTINCIC A., *Asset Write-offs in Private Firms—The Case of German SMEs*, Journal of Business Finance & Accounting, 40(3-4)/2013, pag. 285 e ss.
- TOKEY J. W., *The future of data analysis*, The Annals of Mathematical Statistics, 33(1)/1962, pag. 1 e ss.
- VIVARELLI A., *I componenti straordinari del reddito d'impresa*, Società Editoriale Italiana, 1986.
- VISCO I., *Considerazioni finali del Governatore sul 2013*, Banca d'Italia, 2014.
- WHITTERED G., CHAN Y.K., *Asset revaluations and the mitigation of underinvestment*, Abacus, 28(1)/1992, pag. 58 e ss.
- World Economic Forum, *The global competitiveness report 2014-2015*, Ginevra, 2014.
- ZAMBON S., *La riconciliazione tra principi contabili italiani e GAAP statunitensi: riflessioni su alcune evidenze empiriche*, in Scritti di Economia Aziendale in memoria di Raffaello D'Oriano, Tomo Secondo, Cedam, 1997.
- ZAMBON S., *Locating accounting in its National context: the case of Italy*, FrancoAngeli, 2002.
- ZANDA G. e LACCHINI M., *Rivalutazione dei beni aziendali ed utilizzo di poste del patrimonio netto: aspetti economici, civilistici e contabili*, Giappichelli, 1993.
- ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, 2001.
- ZAPPA G., *Il reddito di impresa. Scritture doppie. Conti e bilanci di aziende commerciali*, Giuffrè, 1950.