



Università degli Studi di Padova

FACOLTÀ DI SCIENZE STATISTICHE
Corso di Laurea in Statistica e Gestione delle Imprese

Tesi di Laurea

CAPITALE INTELLETTUALE:
QUALE CONTRIBUTO ALLA PERFORMANCE
AZIENDALE

Relatore: Prof. SAVERIO BOZZOLAN

Laureanda: FEDERICA BAU'
Matricola: 485527/GEI

Anno Accademico 2004/2005

INDICE

| | |
|--|----|
| 1. INTRODUZIONE | 3 |
| 2. LA RILEVANZA DEGLI INTANGIBLES | 7 |
| - Perché un così forte interesse a riguardo degli intangibles? | |
| - Studio del Brooking Institute / Baruch Lev Analysis | |
| 3. LE RISORSE INTANGIBILI..... | 10 |
| - Risorse Intangibili e Capitale Intellettuale | |
| - Distinzione tra asset tangibili ed intangibili | |
| - Le componenti | |
| - “Produzione” e Gestione del Capitale Intellettuale | |
| 4. IL PROBLEMA CONTABILE..... | 19 |
| 5. I PROBLEMI DI MISURAZIONE E VALUTAZIONE..... | 21 |
| - Il valore nascosto delle risorse intangibili | |
| - I Principi Contabili Internazionali (IAS) | |
| - La valutazione degli intangibles secondo il Codice Civile | |
| - Individuazione delle categorie di intangibles | |
| - Individuazione dei principali value driver | |
| - Alcune evidenze empiriche: | |
| “Le risorse immateriali nel bilancio delle imprese” | |

| | | |
|-----|--|----|
| 6. | I MODELLI PER LA VALUTAZIONE DELLA PERFORMANCE .. | 45 |
| - | Modelli multidimensionali: | |
| - | Il Balanced Scorecard | |
| - | Il Business Navigator | |
| - | L'Intangibles Asset Monitor | |
| 7. | I MODELLI DI STIMA DELLE RISORSE INTANGIBILI | 51 |
| - | Modelli di regressione: | |
| - | Stima del Capitale Intangibile | |
| - | Stima dei driver del Capitale Intangibile | |
| 8. | LA COMUNICAZIONE | 61 |
| - | Asimmetria informativa: le cause | |
| - | Sistema di report aziendale: | |
| | "I nuovi 'Intellectual Capital Statements'" | |
| - | IPO Prospectuses | |
| 9. | INTANGIBLES E CAPITAL MARKET | 71 |
| - | Stima del contributo degli intangibles alla determinazione del rendimento azionario delle imprese | |
| 10. | CONCLUSIONI | 81 |
| 11. | ALLEGATI | 83 |
| 12. | BIBLIOGRAFIA | 89 |

INTRODUZIONE

(THOMAS A. STEWART¹)

“...Il capitale fisso oggi necessario per creare ricchezza non è né la terra né il lavoro fisico né le macchine utensili né gli stabilimenti: è un capitale fatto di conoscenza...”

(ANDREW CARNEGIE²)

“...L’unico capitale insostituibile che un’organizzazione possiede è il sapere e la capacità dei suoi membri. La produttività di questo capitale dipende dall’efficienza con cui i membri condividono le loro competenze con coloro che possono usarle...”

(JEREMY RIFKIN³)

“...È il Capitale Intellettuale la forza dominante, l’elemento più ambito della nuova era. Nella new economy sono le idee, i concetti, le immagini, non le cose i componenti fondanti del valore...”

(BARUCH LEV⁴)

“...Sia che ci si trovi di fronte ad un concetto di old o new economy una cosa è certa: la sopravvivenza competitiva di un’impresa dipenderà dall’allocazione razionale dei beni immateriali. Sia i responsabili (manager) che gli investitori potranno così giungere ad una rappresentazione completa delle possibilità di successo di un’impresa circa la generazione del valore economico...”

(PAUL ROMER⁵)

“...L’innovazione basata sulla conoscenza può fornire potenzialità praticamente illimitate per il successo e la crescita economica...”

¹ Thomas A. Stewart (1997) – *“Intellectual Capital: The New Wealth of Organizations”*.

² Carnegie Andrew (1902) – *“The Empire of Business”*.

³ Jeremy Rifkin (2000) – *“L’era dell’accesso: la rivoluzione della new economy”*.

⁴ Baruch Lev (2001) – *“Intangibles: Management, Measurement, and Reporting”*.

⁵ Romer Paul (1990) – *“Endogenous Technological Change”*.

Come testimoniato dalle parole sopra citate, la ricchezza, la crescita, lo sviluppo dell'economia di oggi dipendono soprattutto dalle risorse intangibili (intellettuali). Negli ultimi tempi si è andato sviluppando un *nuovo contesto operativo*: a causa della turbolenza ambientale, del forte sviluppo tecnologico (in particolar modo con l'arrivo di nuove tecnologie dell'informazione), della spinta all'innovazione, dell'aumento della concorrenza causato dall'intenso e crescente allargamento del raggio d'azione delle imprese e dalla diminuzione dei mercati protetti, le stesse hanno cambiato il loro modo di operare. Il mercato, i clienti hanno assunto maggiore importanza, le esigenze, i bisogni e le attese che questi si aspettano di vedere soddisfatti sono mutate. In conseguenza a ciò anche le imprese si sono dovute adeguare, hanno dovuto modificare in parte le proprie strutture operative ed organizzative. In un'economia nuova (new economy) basata su abilità di comunicazione e di scambio crescenti, gli asset tangibili e finanziari stanno rapidamente diventando commodities⁶, in grado di produrre al massimo un moderato ritorno sull'investimento. Profitti straordinari e posizioni competitive dominanti sono ottenibili solo con l'uso intelligente delle risorse intangibili⁷: oggi che la conoscenza è diventata la principale materia prima e il frutto dell'attività economica, l'intelligenza delle organizzazioni – cioè persone intelligenti che lavorano in modi intelligenti – è passata dal ruolo di comparsa a quello di protagonista. Per le persone che distribuiscono denaro alle aziende, ossia gli investitori, e le persone che lo distribuiscono all'interno delle aziende, cioè i manager, il patrimonio intangibile ed in particolar modo il Capitale Intellettuale, (il talento dei dipendenti, l'efficienza dei sistemi di gestione, la natura del rapporto con i clienti) costituiscono le basi del vantaggio competitivo.

Come dichiarato sopra, la struttura delle imprese è cambiata radicalmente nell'ultima decade e le risorse intangibili rappresentano oggi spesso i beni principali di queste società. Il successo aziendale oggi non è più basato sulla produzione, sul capitale finanziario e sulla proprietà, ma "su valori invisibili" ("untouchable") – beni immateriali – quali i rapporti con i soci d'affari, con la clientela, con i fornitori, le marche, le idee, il "know-how" e la forza

⁶ Alan Greenspan (2001) – *“Discorso alla National Association for Business Economics”*.

⁷ Baruch Lev (2001) – *“Intangibles: Management, Measurement, and Reporting”*.

dell'innovazione. Purtroppo però la contabilità tradizionale presenta molte lacune circa la misurazione del valore dei beni immateriali. Una delle asimmetrie della contabilità relativa al Capitale Intangibile è legata al fatto che molti beni sono rappresentati in bilancio al loro valore di acquisto, mentre le risorse immateriali sono principalmente auto-generate, sono beni prodotti internamente. Queste risorse intangibili non possono essere stimate su una base autonoma perché sono caratterizzate da interazioni forti con altri beni intangibili: il valore della marca relativa ad un particolare prodotto è collegato, per esempio, alla promozione, alla pubblicità, agli investimenti in R&S effettuati sullo stesso. E' molto difficile riuscire a valutare separatamente il valore degli intangibles: ecco perché sono di grande importanza le informazioni sui processi di generazione e sui collegamenti tra beni intangibili. (Argomenti che saranno approfonditi nei capitoli relativi alla misurazione, alla valutazione degli intangibles e al problema contabile derivante dagli stessi).

Molte imprese hanno iniziato a scoprire così il grande apporto informativo che può essere fornito dal *Capitale Intellettuale* (CI), definito ormai come parte integrante del processo di creazione di valore dell'impresa. Molti ricercatori e studiosi (es. Eustace 2001, Eccles 2001, Lev 2000) hanno affermato che la domanda di informativa circa il CI proveniente dall'esterno è in continua crescita, in particolar modo in relazione a quelle aziende che basano il proprio vantaggio competitivo sulle risorse immateriali, sul know-how, sugli intangibles di cui dispongono. In risposta a ciò alcune aziende hanno iniziato a produrre report riferiti al CI in aggiunta al tradizionale report annuale, al fine di accentuare il ruolo del Capitale Intangibile come fonte di creazione di valore e fornire uno strumento di comunicazione circa l'utilizzo e l'allocazione razionale delle risorse immateriali. Un report elaborato facendo riferimento al CI non dovrebbe solo essere utilizzato come mezzo di definizione di indicatori impiegati al fine di effettuare una comparazione con altre aziende, ma dovrebbe comunicare in modo preciso come la strategia d'impresa viene interpretata dal management e come le risorse immateriali vengono tra loro coordinate al fine di produrre ricchezza (non è importante individuare gli indicatori, ma le loro interrelazioni). (Questo aspetto sarà ripreso in seguito nel capitolo relativo alla comunicazione sugli intangibles).

Dopo aver analizzato con maggior attenzione le motivazioni che hanno spinto le imprese a “cambiare rotta”, i fattori che hanno spinto le stesse a concentrarsi su questa nuova categoria di risorse (Capitolo 2), si determinerà cosa realmente sono le Risorse Intangibili – fornendo una definizione appropriata delle stesse – individuando la struttura del Capitale Intellettuale ed i possibili principi di “produzione” e gestione dello stesso (Capitolo 3). Nei capitoli successivi si affronteranno i problemi legati a questo grande cambiamento: dal problema contabile relativo alla rilevazione del Capitale Intangibile o più precisamente di quello Intellettuale nel bilancio d’esercizio delle imprese (Capitolo 4) a quello della misurazione e della valutazione dello stesso; con riguardo a quest’ultima tematica si andranno a classificare le risorse immateriali e a definire i driver utilizzati al fine della loro valutazione (Capitolo 5). In seguito all’individuazione di tre modelli multidimensionali utilizzati per la determinazione della performance aziendale, che permettono di tenere in giusta considerazione questa nuova dimensione di analisi (Capitolo 6), si individueranno dei metodi di stima utilizzabili per valutare e misurare il valore degli intangibles ed il contributo degli stessi alla performance aziendale (Capitolo 7). Nel penultimo capitolo si tratterà il problema della comunicazione e della formulazione dei report aziendali (Capitolo 8); per ultimo, ma non meno importante, sarà affrontato il tema del mercato dei capitali e del rapporto, del legame esistente tra intangibles e valore delle azioni (Capitolo 9).

LA RILEVANZA DEGLI INTANGIBLES

Perché un così forte interesse a riguardo degli Intangibles?

A livello aziendale è stato verificato che esiste un valore occulto nel valore di mercato delle imprese (il prezzo corrente a cui gli investitori comprano o vendono una parte dei titoli ordinari in un dato momento) e che qual valore è composto dal Capitale Umano fonte di conoscenza, esperienza ed innovazione. Si tratta del valore della qualità intrinseca con cui una persona o un gruppo di persone generano un bene e/o servizio, o meglio la valorizzazione della capacità umana di trasformare il sapere in "merce di scambio". In questo modo il vantaggio competitivo, basato storicamente su fattori materiali, passa ad essere definito anche sulla base della valutazione ed identificazione dei beni immateriali (marchi e brevetti, innovazione, soddisfazione del cliente, risorse umane, ecc.).

Che una collettività di uomini gestisca la conoscenza che possiede orientandola verso un fine è qualcosa di assolutamente naturale e che probabilmente è praticato inconsapevolmente dalle origini della società. Ad un certo punto, però, quest'attività è diventata consapevole: è emerso nell'uso il termine *Knowledge Management* e si è aperta la discussione volta a definire questa nuova disciplina che studia come impiegare nei modi più efficienti la conoscenza a disposizione di un'organizzazione al fine di generarne il maggior valore possibile. Il Knowledge Management nasce come conseguenza delle caratteristiche che l'economia ha assunto negli anni '80 e soprattutto '90 quando si è capito che la produzione da sola non avrebbe più rappresentato il fattore critico di successo: è l'avvento dell'economia immateriale. Le risorse intangibili esistono da sempre nelle attività produttive, ma l'importanza che hanno acquisito negli ultimi anni è il frutto della convergenza di due forze dominanti (come accennato nella parte introduttiva): i radicali cambiamenti strutturali delle imprese e le profonde innovazioni informatiche e tecnologiche. La prima è costituita dalla maggiore concorrenza cui sono sottoposte le aziende, determinata dalla globalizzazione⁸ dei commerci (per esempio si pensi

⁸ Standardizzazione di tutti i mercati mondiali rispetto ad un modello unico dominante, in cui è possibile la libera circolazione di capitali finanziari, commerciali e produttivi. In questo caso il termine denota la forte integrazione nel commercio mondiale e la crescente interdipendenza dei

alla scomparsa delle barriere doganali) e dalla deregulation⁹ in settori economici chiave. La seconda è l'avvento delle tecnologie informatiche, il cui ultimo esempio è Internet, che ha portato le aziende a competere su scala mondiale. Il mondo è cambiato, soprattutto rispetto alla velocità con la quale le innovazioni e le informazioni devono essere recepite dalle aziende; le imprese non devono solo eccellere, ma essere in grado di innovare più velocemente rispetto ai concorrenti. L'innovazione passa attraverso la condivisione delle informazioni e la creazione di conoscenza, entrambe finalizzate a ideare modalità sempre più avanzate nel fornire servizi e/o prodotti ai clienti; un'organizzazione che sia in grado di incrementare le abilità dei propri collaboratori, in tempo reale, per trasformarle in soluzioni interne (miglioramento dei processi) riesce ad andare incontro ai reali bisogni dei clienti. L'emergere e l'affermarsi della cosiddetta *Knowledge Economy*¹⁰, l'attenzione crescente per driver relativi alla creazione di valore per l'impresa, la sempre maggior rilevanza del Capitale Umano (specie se di elevata specializzazione) sono tutti fattori che hanno contribuito all'affermarsi degli intangibles e hanno fatto sì che le attività immateriali divenissero sempre più elementi decisivi per la differenziazione delle società operanti nel medesimo mercato. Da qui nascono nuovi driver, nuovi indicatori che diventano strumenti di valutazione più precisi ed accurati per manager ed investitori interessati al patrimonio intangibile, fornendo così informazioni più rilevanti rispetto a quelle prodotte dalle tradizionali misure di performance, quali il profitto o i flussi di cassa. La valutazione, la stima delle risorse immateriali diviene fondamentale nelle decisioni di fusione e di acquisizione, nelle decisioni circa l'allocazione delle risorse ed in generale nel processo decisionale svolto dal top management e non solo (si analizzerà poi la rilevanza degli intangibles nel mercato dei capitali).

paesi gli uni dagli altri. La globalizzazione non ha però fatto diminuire le differenze fra le varie parti del mondo ma ha accentuato la funzione di predominio di un modello standard, quello capitalistico occidentale: con la stessa parola si intende anche l'affermazione delle multinazionali nello scenario dell'economia mondiale.

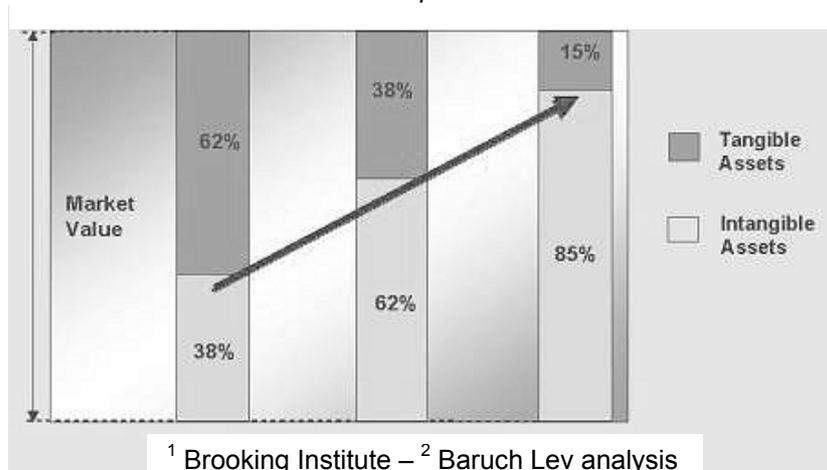
⁹ "Deregolamentazione", ovvero quel processo di liberalizzazione che permette la riduzione di norme legislative e regolamenti che appesantiscono i procedimenti ed i rapporti tra i cittadini e la Pubblica Amministrazione e le imprese. Nel linguaggio corrente significa minori interventi da parte dello Stato nel regolamentare l'attività economica, riducendo molti vincoli e agevolando gli operatori economici.

¹⁰ Economia basata sul know-how. Il termine si riferisce all'utilizzo della conoscenza al fine di produrre benefici economici (termine utilizzato per far riferimento a settori altamente tecnologici, quali il settore farmaceutico, il settore medico, il settore dei computer, dei software, delle telecomunicazioni e dei servizi virtuali).

Studio del Brooking Institute / Baruch Lev Analysis

Con l'arrivo di nuove tecnologie dell'informazione, la struttura delle imprese è cambiata drasticamente, spostando il fulcro della creazione di valore dalle attività, dalle risorse materiali alle risorse immateriali o intangibles. Il valore dei beni immateriali è aumentato costantemente nelle ultime due decadi, come mostra il grafico sottostante. Secondo uno studio condotto dal Brooking Institute, i valori contabili delle attività materiali rappresentavano nel 1982 il 62% del valore di mercato. Quando l'analisi fu ripetuta dieci anni più tardi, nel 1992, ci si trovò di fronte ad un importante cambiamento: tale rapporto era sceso al 38%. Una ricerca condotta nel 2000 dal professor Baruch Lev della New York University Stern School of Business ipotizza una contrazione di tale percentuale al 10% (nel 1998 tale percentuale era giunta al 15%), in particolar modo per quelle imprese knowledge-based, presenti ad esempio nel commercio del software o nel settore della biotecnologia.

Relazione tra asset tangibili ed intangibili nella definizione del valore di mercato di un campione di aziende statunitensi



Il valore di mercato risulta perciò essere costituito in gran parte da beni immateriali quali i brevetti, i marchi, i rapporti con i clienti e con i soci d'affari ed altre proprietà intellettuali. Per un'impresa del XXI secolo il patrimonio intangibile diviene perciò una risorsa primaria. Il successo aziendale è basato pertanto sull'individuazione di strategie per la gestione e la comunicazione del valore degli intangible assets.

LE RISORSE INTANGIBILI

Risorse Intangibili e Capitale Intellettuale

Le *Risorse Intangibili* sono beni immateriali che contribuiscono a generare reddito futuro senza tuttavia avere un aspetto fisico (sono caratterizzate dalla mancanza di tangibilità) o finanziario. Esse sono costituite da costi che non esauriscono la loro utilità in un solo periodo, ma manifestano i benefici economici lungo un arco temporale di più esercizi; le immobilizzazioni immateriali entrano a far parte del patrimonio dell'impresa o mediante l'acquisizione diretta dall'esterno¹¹ o mediante la produzione all'interno dell'impresa stessa. L'acquisto è il metodo più usato per entrare in possesso di un bene e presume che alla sua acquisizione faccia riscontro un prezzo in denaro da pagare; nel caso in cui tali beni siano misurabili e 'separabili', questi confluiranno in specifiche voci dello stato patrimoniale, altrimenti rimarranno nella generica voce 'avviamento'. Un'altra modalità di acquisizione è rappresentata dal conferimento che, a differenza dell'acquisto, prevede un controvalore in titoli rappresentativi del capitale; vi è poi la permuta in cui il controvalore non è né in denaro né in titoli, ma in beni. La produzione interna è invece un'alternativa a tutte queste metodologie in quanto non costituisce un acquisto dall'esterno; rispetto alle precedenti però genera maggiori difficoltà di determinazione del valore da iscrivere in bilancio perché si riferisce a beni individuabili e misurabili con più criticità. Nella più ampia accezione di immobilizzazioni immateriali rientrano anche alcune tipologie di costi che, pur non essendo collegati all'acquisizione o produzione interna di un bene o di un diritto, non esauriscono la propria utilità nell'esercizio in cui sono stati sostenuti. Nella prassi contabile tale tipologia di costi è stata spesso definita con la dizione "oneri (costi) pluriennali". Conseguentemente le Risorse Intangibili, ossia quegli asset definiti dal Codice Civile come immobilizzazioni immateriali, comprendono:

1. Costi pluriennali che non si concretizzano nell'acquisizione o produzione interna di beni o diritti (costi d'impianto e ampliamento, costi di ricerca e sviluppo e di pubblicità, ecc.).

¹¹ Acquisto a titolo di proprietà o acquisto a titolo di godimento.

2. L'avviamento.

3. **Beni immateriali** (diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno, marche, concessioni, licenze, nonché diritti simili) che rappresentano i beni identificabili e misurabili, cioè quelli cedibili a terzi.

4. Costi interni ed esterni per beni immateriali in corso di produzione o di acquisto, compresi i relativi acconti.

I costi pluriennali generalmente hanno caratteristiche d'indeterminatezza più marcate rispetto ai beni immateriali veri e propri, i quali hanno una propria identificabilità ed individuabilità e sono, di norma, rappresentati da diritti giuridicamente tutelati. In virtù di tali diritti, l'impresa ha il potere esecutivo di sfruttare, per un periodo determinato, i benefici futuri attesi da tali beni. Le immobilizzazioni immateriali sono iscritte nell'attivo patrimoniale e questa iscrivibilità (di un costo pluriennale o di un bene immateriale) è innanzitutto subordinata all'accertamento dell'utilità futura, compito in taluni casi demandato, oltre agli amministratori, anche agli organi di controllo (collegio sindacale). Accertata l'utilità pluriennale di determinati costi, si pone il problema di stabilire se vi sia l'obbligo o la facoltà di iscrivere tali costi fra le attività di bilancio. Nel seguito vedremo che per i beni soggetti a tutela giuridica e per l'avviamento l'iscrizione nelle rispettive voci dello stato patrimoniale costituisce un obbligo; diversa è la situazione relativa ai costi pluriennali, quali ad esempio i costi di impianto e di ampliamento e i costi di ricerca, sviluppo e pubblicità. Per tali categorie di costi, caratterizzate da un alto grado di aleatorietà e condizionati da valutazioni spesso soggettive, il principio della prudenza dovrebbe prevalere, pertanto si ritiene che l'iscrizione di dette poste nell'attivo di bilancio costituisca una facoltà e non un obbligo (i principi contabili che stanno alla base di tutto ciò saranno analizzati con maggior dettaglio nei capitoli successivi).

Fino ad ora abbiamo utilizzato ed utilizzeremo anche in seguito i termini 'Risorse Intangibili', 'Capitale Intangibile' e 'Capitale Intellettuale' come sinonimi, nonostante il fatto che nella realtà aziendale gli stessi sono utilizzati l'uno come sottoinsieme dell'altro. Il Capitale Intellettuale rappresenta un componente della

più ampia categoria delle Risorse Intangibili; è costituito da quelli che il Codice Civile definisce beni immateriali, i marchi, i brevetti, le licenze, nonché diritti simili, frutto delle capacità, del sapere professionale, delle conoscenze e competenze intrinseche nei membri di un'organizzazione. Nel corso degli anni '80 il termine Capitale Intellettuale è diventato punto di riferimento per capire e valutare le imprese che basano la realizzazione dei loro prodotti/servizi su fattori intangibili di conoscenza e sapere professionale. L'idea del Capitale Intellettuale si contrappone logicamente, ma s'integra funzionalmente, con quello che i diversi esperti e praticanti chiamano Capitale Finanziario e Capitale Fisico, che costituiscono da sempre la parte visibile del patrimonio aziendale fatto di costruzioni, attrezzature, disponibilità finanziarie e procedure normative che le fanno interagire. Thomas Stewart (1991) definisce il Capitale Intellettuale come la somma di tutto quello che ogni persona, che opera all'interno dell'azienda, conosce ed utilizza al fine di fornire alla stessa un vantaggio competitivo nel mercato; Edvinsson e Skandia (1996) lo definiscono come conoscenza che può essere convertita in valore. Secondo queste definizioni perciò il concetto di Risorsa Intangibile rappresenta un insieme molto più ampio e generale e non è quindi equivalente a quello di Capitale Intellettuale che rappresenta invece un termine più preciso e specifico, più ristretto. La formulazione della tesi e la discussione delle successive analisi sono centrate proprio sul CI, su queste risorse invisibili, nascoste, su questa conoscenza che non viene analizzata, misurata e comunicata.

Distinzione tra asset tangibili ed intangibili

Prima di analizzare le caratteristiche del patrimonio Intellettuale che ciascuna azienda possiede, è necessario individuare alcuni degli aspetti che permettono di distinguere le risorse intangibili dagli asset tangibili di un'organizzazione:

1. Il Capitale Intellettuale è l'unico asset che si rivaluta nel tempo invece di deprezzarsi. I macchinari, gli edifici e gli altri asset simili iniziano a perdere valore dal giorno stesso in cui sono acquistati; il know-how delle persone invece è in continua evoluzione e genera nuove conoscenze. Il compito del manager moderno è perciò quello di far crescere e rendere produttivo il

know-how delle persone, trasformando il Capitale Intellettuale in valore per il cliente.

2. Il Capitale Intellettuale di un'organizzazione non si consuma con l'uso e non diminuisce a mano a mano che viene usato, anzi è probabile che aumenti. Mentre è possibile vendere il prodotto/servizio frutto del Capitale Intellettuale, il know-how resta e può essere utilizzato nuovamente un numero infinito di volte.
3. Il Capitale Intellettuale, a differenza degli asset fisici e finanziari posseduti nella quasi totalità dall'organizzazione stessa, appartiene principalmente alle persone che ne fanno parte. A volte viene fatta una distinzione tra i diversi detentori dei due principali (o di quelli che fino a qualche anno fa erano i principali) mezzi di produzione: il lavoro che è delle persone e il capitale che normalmente viene fornito dall'impresa. In questa nuova economia basata sulla conoscenza è la persona il principale detentore sia del lavoro sia della nuova forma di capitale (quello intellettuale).
4. Mentre gli asset fisici e finanziari sono tra loro concorrenti poichè, trattandosi di asset per loro natura a disponibilità limitata, le applicazioni che intendono usufruire dei loro servizi si trovano in competizione, gli asset intangibili di solito non sono concorrenti. Questi ultimi possono essere impiegati simultaneamente in molteplici applicazioni ciascuna delle quali non limita l'utilizzo che il bene ha per la altre (molti fattori immateriali hanno un costo opportunità parti a zero).

Le componenti

Il concetto di Capitale Intellettuale ha subito nel tempo diverse interpretazioni. Sovente, gli asset intangibili sono definiti dalla semplice somma del Capitale Umano – conoscenze e competenze possedute dalle persone – e delle Proprietà Intellettuali – marchi registrati, brevetti – di una società, tralasciando,

ad esempio, quegli elementi che, per quanto legati al Capitale Umano posseduto, caratterizzano qualità proprie dell'organizzazione (come la cultura aziendale). Una folta schiera di economisti è solita classificare il Capitale Intellettuale, tenendo conto di tutti questi elementi, in tre raggruppamenti:

Le componenti del Capitale Intellettuale

| Market Value | | | | |
|-----------------|--|--------------------|--------------------|------------|
| Tangible Assets | | Intangible Assets | | |
| | | External Structure | Internal Structure | Competence |
| Growth | | | | |
| Innovation | | | | |
| Efficiency | | | | |
| Stability | | | | |

Figura tratta da: Sveiby (1998) – *“Measuring intangibles and intellectual capital”*

→ **Capitale Umano (Competenze delle persone):** esso rappresenta lo strumento creativo del bene/servizio offerto. Spesso il Capitale Umano è definito come la fonte dell'innovazione, del rinnovamento, ossia la fonte che alimenta ogni funzione organizzativa¹². È l'abilità delle persone ad agire in varie situazioni; include le capacità, l'istruzione, l'esperienza, i valori e le abilità sociali, la motivazione e la reputazione dei dipendenti che lavorano all'interno dell'impresa stessa: una conoscenza che possiamo definire come tacita o implicita, in quanto non formalizzata. Le competenze non possono essere di proprietà di nessuno al di fuori della persona che le possiede perché, fino a prova contraria, gli impiegati sono membri volontari delle organizzazioni; tuttavia un'eccezione può essere fatta per includere le competenze nel bilancio d'esercizio, in quanto è impossibile immaginare un'organizzazione senza personale. I dipendenti tendono ad essere leali se trattati equamente e avvertono una sensazione di responsabilità condivisa. Ecco perché le organizzazioni sono generalmente liete di pagare dei bonus a coloro che vanno in pensione o

¹² Progettisti attivi e creativi nell'area dei nuovi prodotti; esecutori perfetti, efficienti riproduttori dell'area della fabbricazione; precisione e disponibilità informativa del centralinista sono tutti esempi di 'brainpower' (potere mentale) applicato a differenti funzioni dell'organizzazione e che costituiscono il Capitale Intellettuale.

devono essere licenziati o comunque degli incentivi che permettono di aumentare la probabilità che i dipendenti si comportino come vuole l'azienda e che vi sia quindi coerenza tra le capacità delle persone e i bisogni dell'impresa.

→ **Capitale Strutturale (Proprietà Intellettuale – Struttura Interna):** si tratta delle tecnologie, delle invenzioni, dei brevetti, del sistema di ricerca e sviluppo, dei diritti, contratti, obbligazioni, accordi. Questi sono creati dagli impiegati e sono generalmente “di proprietà” dell'organizzazione e aderiscono ad essa, rappresentando un gruppo di conoscenze appartenenti all'impresa nella sua totalità, riproducibile e condivisibile attraverso diritti legali di proprietà. Talvolta tali beni possono essere acquistati dall'esterno e rappresentano, tra i diversi asset, quelli meno intangibili, in quanto elementi di norma agevolmente esprimibili in termini monetari e con una valutazione economica definita nel bilancio aziendale. Oltre al sapere esplicitato, vi è il cosiddetto sapere tacito che è nelle menti delle Risorse Umane e che può essere fatto emergere attraverso le attività innovative di lavoro: progetti, ricerche, applicazioni creative. Anche la “cultura aziendale”, i concetti, i modelli organizzativi, le strategie, i sistemi amministrativi e le reti informatiche appartengono alla Struttura Interna: essa assieme alle Risorse Umane costituisce quella che generalmente si chiama “organizzazione”. È qui che il Capitale Umano è usato e riusato per creare valore.

→ **Capitale Relazionale (Capitale del Cliente – Struttura Esterna):** consiste nelle relazioni con clienti e fornitori, nei marchi e nella reputazione o “immagine”. Alcuni di questi possono essere legalmente considerati “proprietà”, ma il confine non è così marcato come nel caso della Struttura Interna in quanto gli investimenti in questi elementi non possono essere fatti con lo stesso grado di confidenza. Il valore di tali beni è influenzato dalla capacità dell'azienda di risolvere i problemi dei suoi clienti e in ciò vi è sempre un elemento d'incertezza. La solidità dei rapporti con il cliente e la valorizzazione di questa componente intangibile interviene a più livelli e con diversi indicatori, come il tipo di cliente, la

durata della fornitura, il ruolo ed il successo del cliente stesso. È qui che il Capitale Intellettuale si trasforma in denaro.

“Produzione” e Gestione del Capitale Intellettuale

Le componenti del Capitale Intellettuale che sono state definite nel paragrafo precedente individuano gli elementi “stock”, l’ammontare di quelle risorse invisibili che un’azienda possiede in un determinato istante, in un preciso momento temporale. Ad esempio per la dimensione relativa al Capitale Umano si definiscono il numero dei dipendenti full-time e part-time, il numero dei manager e ancora i costi sostenuti fino ad un determinato istante per la formazione del personale (per addetto); per la dimensione strutturale invece il numero di brevetti, di licenze, i ricavi ottenuti dal loro utilizzo; in ultimo per la dimensione relazionale si individuano il numero di contratti, la cessione degli stessi ed altri ancora, tutti definiti sempre facendo riferimento all’attimo, al momento preciso in cui questi elementi vogliono essere valutati. Il CI oltre però ad essere definito in modo statico, presenta anche una caratteristica di dinamicità, legata ai processi di gestione dello stesso, ai flussi (‘flow’) di produzione e di continua crescita e sviluppo. Analizzando la tabella riportata nel paragrafo precedente relativa all’individuazione delle componenti del Capitale Intellettuale si individuano infatti una serie di indicatori articolati secondo le dimensioni della struttura interna, della struttura esterna e delle competenze individuali che vengono monitorate in funzione delle loro capacità di sviluppare la dimensione alla quale si riferiscono: del tasso con cui queste risorse sono in grado di svilupparsi e rigenerarsi come il tasso di crescita dei ricavi, delle competenze professionali, degli investimenti in information technology (growth ed innovation), al livello di efficienza con il quale vengono utilizzate (efficiency) fino al rischio collegato ad una loro possibile perdita definito per esempio dalla percentuale di ordini “ripetuti”, dall’indice di customer satisfaction, all’indice di soddisfazione del personale, dal turnover dello staff amministrativo al turnover degli esperti e professionisti (stability/risk).

Secondo Stewart (1997) emergono alcuni principi fondamentali nella gestione del Capitale Intellettuale. In primo luogo è necessario precisare il fatto che le

aziende non sono proprietarie del Capitale Umano e del Capitale Cliente; esse condividono la proprietà di questi patrimoni con i loro dipendenti, nel caso del Capitale Umano e con i fornitori e i clienti nel caso del Capitale Cliente. Soltanto riconoscendo questa proprietà comune, l'azienda potrà gestire questi suoi patrimoni in maniera redditizia. Stewart sostiene che per creare un Capitale Umano utilizzabile un'azienda deve incoraggiare il lavoro di squadra e altre forme sociali di apprendimento; il talento individuale è una gran cosa, ma potrebbe essere disperso perciò bisogna saperlo gestire. I team interdisciplinari sfruttano il talento facendone qualcosa di condiviso, quindi di meno dipendente da questo o quel singolo individuo in modo tale che anche se un membro lascia il gruppo, le sue conoscenze rimangono. Per gestire e sviluppare il Capitale Umano, le imprese devono ammettere (senza troppi sentimentalismi) che alcuni dipendenti, per quanto intelligenti o dotati di talento, non rappresentano un patrimonio in quanto la ricchezza dell'organizzazione si crea attorno a quelle competenze e a quei talenti che hanno due caratteristiche: a) sono esclusivi, nel senso che nessuno sa far di meglio, e b) sono strategici, nel senso che il lavoro che svolgono crea il valore che il cliente paga. Le persone dotate di questi talenti sono un patrimonio in cui investire; le altre sono dei costi da ridurre al minimo anche se le loro competenze potrebbero rappresentare un patrimonio per un'altra tipologia d'azienda. Per quanto riguarda invece il Capitale Strutturale Stewart afferma che lo stesso rappresenta quel patrimonio intangibile di cui le aziende sono proprietarie, ed è pertanto quello che i manager possono controllare con più facilità, ma paradossalmente è anche quello al quale i clienti (che sono la fonte da cui proviene il denaro), attribuiscono meno valore. Così come il miglior governo è quello che governa di meno, anche la migliore struttura è quella che si vede di meno: è bene gestire un'azienda in modo da facilitare al massimo ai clienti il compito di lavorare con i dipendenti e collaboratori. Il Capitale Strutturale serve a due cose: ad accumulare le scorte di conoscenza su cui poggia il lavoro giudicato prezioso dai clienti, e ad accelerare il flusso delle stesse conoscenze all'interno dell'azienda. Gli imprenditori hanno imparato che il magazzino just-in-time è più efficiente di un magazzino pieno di materie prime tenute lì nel caso dovessero servire, e lo stesso vale per la conoscenza: quello di cui si ha bisogno deve essere sempre a portata di mano; quello di cui *si potrebbe* avere necessità

deve essere di facile reperimento. Infine lo studioso dichiara che l'informazione e la conoscenza possono e devono sostituire costosi patrimoni tangibili e finanziari; ogni azienda deve analizzare le proprie spese in conto capitale e porsi questo interrogativo: "E' possibile che un Capitale Intangibile dal costo contenuto produca gli stessi risultati di costosi patrimoni tangibili?". Ogni azienda deve riesaminare la catena del valore del settore produttivo di cui fa parte ripercorrendola in tutta la sua lunghezza, dalla più grezza delle materie prime fino all'utente finale, per capire quali siano le informazioni più essenziali. E' bene concentrarsi sul flusso dell'informazione e non su quello dei materiali; che si stia prendendo in esame il Capitale Umano, Strutturale o Cliente, oppure le interazioni fra i tre, è bene non confondere l'economia "reale" con quella "intangibile". Un tempo era vero che l'informazione supportava l'economia reale; oggi l'informazione e la conoscenza *sono* l'economia reale.

IL PROBLEMA CONTABILE

Negli ultimi anni molti ‘commentatori’ economico-finanziari hanno espresso le proprie perplessità sulle informazioni riportate nei bilanci, facendo notare che le stesse non sempre soddisfano le richieste informative espresse da azionisti e creditori di una società. Il destinatario di un bilancio ricerca in esso più informazioni di carattere non finanziario, più informazioni su dati previsionali e sugli asset intangibili, dal momento in cui il valore delle aziende ha iniziato a dipendere in larga parte dal loro patrimonio immateriale, quindi dal loro Capitale Intellettuale. Il cambiamento che sta modificando il contesto operativo in cui le imprese si trovano ad agire al giorno d’oggi è costituito dall’urgente necessità di ottenere una piena comprensione del ruolo esercitato dal Capitale Intangibile – insieme agli asset tangibili e finanziari – nel processo di creazione del valore da parte delle imprese; di migliorare i processi manageriali per affrontare adeguatamente i problemi specifici posti dagli asset immateriali e di sviluppare degli strumenti di misurazione e di valutazione, sia per i manager che per gli investitori, in grado di rispondere alla sfida principale descritta da Paul Krugman: *“L’intangibilità degli asset più importanti di cui dispone un’azienda rende estremamente difficile capire quale sia il loro valore effettivo”*. In particolare, i manager dovrebbero sviluppare la capacità di valutare il ritorno atteso dall’investimento in R&S, formazione del personale, informatica, consolidamento della marca, attività on-line e negli altri intangibles e di confrontare questi ritorni con quelli generati dall’investimento fisico, nel tentativo di realizzare l’allocazione ottimale delle risorse aziendali. Gli stessi dovrebbero anche monitorare in continuazione l’efficienza con cui vengono impiegati gli asset intangibili: la concessione in uso delle licenze e del know-how, ad esempio, non costituisce una priorità elevata quando gli utili sono cospicui e la velocità di accesso al mercato è cruciale, ma diventa una fonte importante di reddito nei periodi di bassa crescita. Il vero problema è legato alle insufficienze contabili ancora fino a poco tempo fa esistenti (lacune del Codice Civile ora superate dall’introduzione degli IAS – argomento approfondito nel capitolo successivo) nella rappresentazione degli investimenti intangibili; le regole di contabilità tradizionali, le dichiarazioni redatte secondo i principi di

contabilità generalmente accettati (GAAP)¹³ non riconoscono, non registrano questi beni. Il problema principale relativo alla misurazione dei beni immateriali è legato all'assenza di un prospetto, di linee guida a cui le aziende possono far riferimento per effettuare questa rilevazione; le criticità relative alla loro rappresentazione nei tradizionali prospetti contabili sono causate anche dalla netta distinzione di trattamento contabile tra gli investimenti fisici e gli investimenti immateriali: mentre i primi vengono considerati asset e sono riportati (insieme agli investimenti finanziari, come le azioni e le obbligazioni) nello stato patrimoniale delle aziende, i secondi vengono generalmente esposti nel conto profitti e perdite¹⁴, insieme alle spese correnti quali i salari, gli affitti e gli interessi. Sorge quindi la necessità di spendere in conto economico gli investimenti in risorse immateriali. In molte imprese domina però il principio della prudenza: investire in R&S, ad esempio, non è detto che porterà l'azienda ad avere nuove tecnologie o servizi avanzati; così gran parte delle aziende preferisce non investire in ricerche che non garantiscono sicuro successo per evitare perdite ritenute inutili. D'altro canto ulteriori criticità derivano dalla difficoltà di riconoscere tali risorse, soprattutto quando sviluppate internamente, tra le attività dello stato patrimoniale: il problema di base risiede nel fatto che la tradizionale teoria delle misurazioni aziendali (e quindi di redazione del bilancio d'esercizio) si basa su una visione dell'azienda come un'organizzazione che genera valore solo nel momento dello scambio/transazione (costi e ricavi) con terzi. Credenza ormai superata dalla realtà che vede gli intangibles come fonte di valore per effetto del loro impiego all'interno delle combinazioni produttive aziendali (all'interno della catena del valore) prima ancora che si verifichi la transazione commerciale. Normalmente i mercati finanziari individuano e valutano l'utilizzo dei beni intangibili per effetto del loro "valore d'uso", il quale però, non può essere riconosciuto in bilancio in ragione delle scelte concettuali sulla cui base questo documento viene redatto (misurazione basata sul valore di scambio/storico).

¹³ *Generally Accepted Accounting Principles*: insieme ampiamente accettato di norme, convenzioni, standard e procedure di contabilità utilizzati per la segnalazione delle informazioni finanziarie e per standardizzare la contabilità delle aziende pubbliche (come stabilito dal FASB).

¹⁴ Componente del Bilancio (documento utile alla gestione) costituito da un prospetto che espone i ricavi, i costi e l'utile o la perdita maturati durante l'esercizio. Gli eventuali Profitti o Perdite scaturiscono dal risultato annuale di gestione dell'azienda e vengono calcolati principalmente come differenza economica fra ciò che è stato acquistato/utilizzato per l'attività produttiva dell'azienda (Costi) e ciò che è stato venduto (Ricavi).

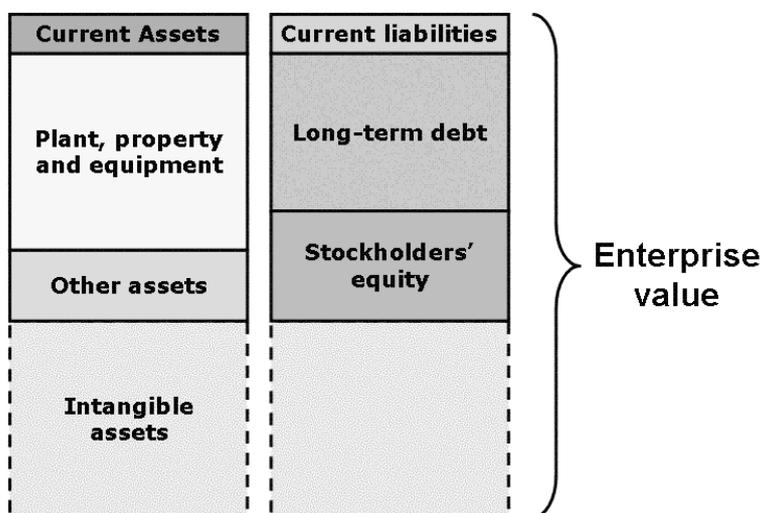
I PROBLEMI DI MISURAZIONE E VALUTAZIONE

Il valore delle aziende è ormai di molto superiore a quello risultante “a libro” e crescono gli sforzi per valutare questo capitale “intangibile”. Da tempo e unanimemente in ambito internazionale si riconosce questa rilevanza ed anche in Italia, come vedremo, l’interesse per l’argomento sta crescendo. A testimonianza, basti osservare che il tema è centrale anche in ambito Nazioni Unite che, in seno alla “United Nations Economic Commission for Europe”, hanno recentemente tenuto una tavola rotonda a Ginevra sul tema della valutazione e crescita del Capitale Intellettuale. Semplificando, si può affermare che l’attenzione rivolta all’argomento è alimentata da due gruppi di sostenitori: quelli che la riconoscono ai fini della valutazione economica delle aziende e quelli interessati allo sviluppo del Capitale Intellettuale in quanto patrimonio rivendibile direttamente oppure fonte sempre più rilevante di vantaggio competitivo. Il primo gruppo affonda le sue radici nel mondo finanziario: è ormai da tempo evidente che una quota consistente del valore di mercato delle imprese non trova corrispondenza nei valori patrimoniali iscritti a bilancio. Numerosi autori e analisti lo hanno rilevato e confermato, esaminando il valore di alcune importanti aziende americane operanti in diversi settori (Disney, Johnson & Johnson, Philip Morris, Microsoft) al termine dei relativi esercizi (nell’anno 1998), evidenziando che le risorse finanziarie, i beni mobili, le attrezzature, gli impianti, in sintesi tutto il patrimonio tangibile rappresentava per esse una percentuale molto piccola del valore di mercato: una fetta compresa tra il 70% ed il 99% di tale valore era dovuta al Capitale Intangibile (si veda la Figura riportata di seguito). Il fenomeno è così rilevante che la SEC¹⁵ ed il mondo degli analisti finanziari si sono messi in moto da tempo alla ricerca di modalità per catturare e riportare agli azionisti e investitori anche questo

¹⁵ *Securities and Exchange Commission*: commissione di controllo della borsa USA (equivalente alla Consob in Italia). Agenzia del governo federale degli Stati Uniti che deve regolamentare il settore finanziario in America, tenendo sotto osservazione la vendita di titoli e lavorando per assicurare un trattamento leale a tutti gli investitori. La sua funzione si esplica attraverso l’applicazione di un insieme coerente di conti che, proponendosi di descrivere quantitativamente (in termini monetari) l’attività economica, costituisce un supporto utile per lo studio delle caratteristiche strutturali e dinamiche di un sistema economico, rispondendo alle esigenze dell’analisi e della previsione oltre che a quelle della politica economica.

patrimonio nascosto, che sfugge del tutto ai tradizionali indicatori economico-finanziari ed ai bilanci d'esercizio delle imprese.

Il Capitale Intangibile rappresenta un elemento preponderante tra le componenti che determinano il valore di mercato delle aziende.



Mentre questo tentativo è in atto da molti anni negli Stati Uniti ed in altri paesi (si pensi alla Danimarca dove dall'anno 2001 le imprese quotate in Borsa operanti in settori 'knowledge-intensive' devono redigere un 'Intellectual Capital Statement' – argomento che approfondiremo nel capitolo 8), in Italia solo nel 2000 l'AIAF, Associazione Italiana degli Analisti Finanziari, ha deciso di affrontare il problema della valutazione del Capitale Intangibile delle imprese e della sua corretta comunicazione agli azionisti ed ai mercati, avviando il progetto "AIAF Intangibles". Uscendo dall'ambito finanziario e dalla stretta valutazione monetaria del Capitale Intangibile, si trova un altro gruppo di sostenitori della necessità di esplicitare la quantità ed il valore per il business del Capitale Intangibile. Questo gruppo ha radici prevalenti nel Nord Europa, in particolare nell'area dei paesi scandinavi ed in parte in quelli anglosassoni, ed è convinto che il Capitale Intellettuale sia uno degli ultimi generatori di vantaggio competitivo duraturo rimasto alle aziende.

Il valore nascosto delle risorse intangibili

I metodi di segnalazione e di comunicazioni tradizionali (di tipo finanziario) rilevano soltanto una frazione delle informazioni che dovrebbero invece giungere agli investitori e agli analisti del mercato; il valore dei beni immateriali – R&S, brevetti, copyright, soddisfazione del cliente, qualità della marca – rappresenta una parte molto grande di quell'informazione mancante. Il vantaggio competitivo deriva sempre più da fattori quali la business idea, la qualità del management, la capacità d'innovazione, il posizionamento sul mercato, l'abilità di soddisfare e fidelizzare i clienti, tutti aspetti la cui natura è per definizione immateriale, non fisica e non di tipo finanziario. Il problema è che tali beni non trovano 'spazio' nei bilanci e necessitano di particolari metodologie valutative e comunicative, che ne permettano una corretta valorizzazione e divulgazione. Tali carenze producono conseguenze negative non solo per gli interlocutori esterni delle imprese (investitori e autorità regolatrici dei mercati dei capitali), afflitti da forti e persistenti asimmetrie informative, bensì anche per gli stessi manager e azionisti di maggioranza, producendo numerose conseguenze indesiderate: il *mispricing*¹⁶ sistematico delle azioni; il costo elevato del capitale; i guadagni eccessivi generati dall'*insider trading*¹⁷. È largamente accettato che gli asset intangibili rappresentano i maggiori driver di crescita economica nella maggior parte dei settori; questi beni invisibili rappresentano i driver chiave per la determinazione del valore dell'azionista, ma la misurazione di queste risorse costituisce un grande problema per manager, analisti finanziari, responsabili di accounting: questi ostacoli di natura concettuale al riconoscimento degli intangibles nel bilancio d'esercizio possono forse fornire una ragione del perché un numero crescente di imprese, soprattutto nel nord Europa, abbia iniziato la produzione di documenti informativi extra-bilancio (i cosiddetti "Intellectual Capital Statements"), fuoriuscendo in tal modo dalla "gabbia" dei tradizionali principi

¹⁶ Tradotto in italiano suona come sovrapprezzo. Il *mispricing* altro non è che la differenza tra il prezzo di emissione delle obbligazioni strutturate e il loro valore teorico. Tale differenza di valore garantisce all'emittente un rilevante extra profitto finanziario, basato sullo sfruttamento del vantaggio di posizione informativa sulle caratteristiche del prodotto e, viceversa, rappresenta per l'investitore un costo, implicito nel prezzo di emissione, occulto.

¹⁷ Secondo quanto oramai assodato nella maggior parte delle legislazioni nazionali in materia l'*insider trading* si può definire come "utilizzazione di informazioni chiave prima che esse divengano di pubblico dominio".

contabili/valutativi, nel tentativo di predisporre e diffondere una rappresentazione più idonea e soddisfacente di tali risorse attraverso l'utilizzo di criteri nuovi ed eterogenei, di natura anche non finanziaria (questo argomento verrà affrontato più avanti con maggiore chiarezza). La misurazione degli intangibles offre oltre ad un'evidenziazione del valore di assets impliciti anche un'importante funzione per l'impresa, obbligandola a ripensare alla sua essenza di organizzazione che trasforma capitale, competenze e lavoro in produzioni che incorporano conoscenza. In questo modo si creano innovativi "sistemi di gestione" della complessità aziendale, attraverso i quali il management può definire meglio e controllare le relazioni che esistono fra tutte le risorse tangibili ed intangibili di cui l'azienda detiene il possesso diretto o comunque l'accesso.

I principi contabili internazionali (IAS)

I principi contabili generali o postulati del bilancio d'esercizio¹⁸, di cui i principali sono elencati nel Documento n. 11 "Bilancio d'esercizio – finalità e postulati" e gli articoli del Codice Civile (precedentemente accennati) costituivano fino a qualche mese fa i fondamenti dei principi contabili applicati e tenuti, pertanto, presenti nella valutazione delle immobilizzazioni immateriali. In particolare, si richiamano i principi della comprensibilità, dell'imparzialità, della prudenza, della continuità di applicazione dei principi contabili (ivi inclusi i criteri, le procedure ed i metodi di applicazione), della competenza (si deve tener conto dei proventi e degli oneri di competenza dell'esercizio, indipendentemente dalla data dell'incasso o del pagamento¹⁹), del costo come criterio base delle valutazioni di bilancio dell'impresa in funzionamento e delle sue limitazioni, della significatività e rilevanza dei dati, dell'adeguata informativa nella nota integrativa al bilancio²⁰ e della verificabilità dell'informazione. In Italia e, più in generale, in Europa dal 1° Gennaio 2005 si hanno due bilanci d'esercizio disciplinati da autonome disposizioni legislative: il bilancio d'esercizio redatto secondo i "principi contabili

¹⁸ V. Documento n. 11 "Bilancio d'esercizio – Finalità e Postulati" e articoli del Codice Civile – Sezione IX – Del Bilancio – tra cui Art. 2423, 2423 bis, 2423 ter, 2424, 2424 bis, 2425, 2426, 2427.

¹⁹ I ricavi per i quali si ha avuta la manifestazione finanziaria e che si riferiscono a servizi completati o a prodotti venduti vengono considerati di competenza. I costi vengono considerati tali se si riferiscono a fattori che sono stati utilizzati per il conseguimento di quei ricavi.

²⁰ L'art. 2426 del Codice Civile prevede che la nota integrativa debba fornire i criteri applicati nella valutazione dei beni immateriali.

civilistici” (o “principi contabili nazionali” – “civil law”) ed il bilancio redatto secondo i “principi contabili IAS/IFRS²¹” (o “common law”). Le due fonti legislative (Codice Civile e Regolamenti CE) determinano due “sistemi alternativi” nella redazione del bilancio d’esercizio: il primo si fonda sul modello europeo di origine continentale, è radicato nella legislazione civile di ciascun Paese e si fonda sul “principio della prevalenza della forma (forma giuridica) sulla sostanza (sostanza economica-finanziaria)”²²; il secondo invece è di origine anglosassone, in cui i principi di redazione sono elaborati da appositi organismi professionali (IASB: International Accounting Standard Board)²³ e si fonda sul “principio della prevalenza della sostanza sulla forma”²⁴. Essendo tali sistemi tra loro alternativi, gli stessi determinano due “modelli di bilancio” che si fondano su due distinte fonti normative e non è quindi possibile integrare le due legislazioni per la redazione di un “modello misto di bilancio”; ogni stato può decidere quale tra i due modelli adottare (a meno che la scelta del modello non sia imposta dalla legge) o se adottarli entrambi, senza però integrarli tra loro. La “chiarezza” e la “precisione” (o “verità”) del bilancio d’esercizio²⁵ sono concetti (o “clausole generali”) relativi e non assoluti: non esiste un bilancio d’esercizio “chiaro” e “preciso” in astratto, ma un bilancio “chiaro” e “preciso” rispetto ad un corpo di principi contabili. Nel mondo ogni Paese ha un proprio corpo di principi contabili; di conseguenza ogni Paese ha un bilancio d’esercizio “chiaro” e “preciso” che diverge da quello del Paese accanto. Il Parlamento Europeo (prima dell’introduzione degli IAS) approvò una serie di direttive CEE (rispettivamente relative al bilancio d’esercizio ed al bilancio consolidato²⁶) per cercare di uniformare i principi contabili dei diversi paesi, ma non si riuscirono a trovare dei punti di convergenza tra gli Stati Europei: furono così introdotte le

²¹ IAS: International Accounting Standard – IFRS: International Financial Reporting Standard

²² La rappresentazione delle operazioni avviene in base al “diritto di proprietà” (metodo patrimoniale).

²³ Organismo internazionale che ha emanato diversi principi contabili denominati I.A.S.

²⁴ L’iscrizione dell’operazione avviene in base alla “sostanza economica-finanziaria della stessa (metodo finanziario).

²⁵ L’Art. 2423 del Codice Civile stabilisce che il bilancio deve essere redatto con chiarezza e deve rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della società, nonché il risultato economico dell’esercizio.

²⁶ Bilancio in cui vengono indicate attività, passività e mezzi propri della società capogruppo e delle società da essa controllate.

“opzioni”²⁷. Infine con il Regolamento (CE) N. 1606/2002 del 19 luglio 2002²⁸ la Commissione ed il Parlamento Europeo hanno imposto dal 1° Gennaio 2005 i “principi contabili internazionali IAS/IFRS” per la redazione del bilancio consolidato di tutte le società quotate in borsa²⁹, consentendo agli stati membri di estendere tale obbligo anche al bilancio d’esercizio delle società quotate in borsa ed alle altre società non quotate nei mercati regolamentati³⁰. Ogni Stato Europeo ha, quindi, due bilanci d’esercizio “chiari” e “precisi”, anche se gli schemi di stato patrimoniale e di conto economico sono diversi, come pure diversi sono i valori iscritti nei suddetti schemi di bilancio, ivi compreso l’importo dell’utile o della perdita d’esercizio. Alcuni differenze tra i due modelli possono essere così riassunte:

| PRINCIPI CIVILISTICI (o modello europeo di bilancio) | PRINCIPI IAS/IFRS (o modello anglosassone di bilancio) |
|---|---|
| COSTO STORICO | FAIR VALUE |
| PREVALENZA DELLA “FORMA SULLA SOSTANZA” | PREVALENZA DELLA “SOSTANZA SULLA FORMA” |
| TUTELA DEI CREDITORI | TUTELA DEGLI INVESTITORI ATTUALI E POTENZIALI |
| PRUDENZA | PERFORMANCE POTENZIALE |
| REDDITO PRODOTTO | REDDITO POTENZIALE |

COSTO STORICO E FAIR VALUE

Con il principio del “costo storico” i beni e i diritti sono iscritti nello stato patrimoniale in base al costo sostenuto per la loro acquisizione o la loro

²⁷ *Pluralità di principi contabili.* I singoli stati – nel recepire la IV e la VII direttiva CEE – adottarono l’“opzione” più coerente con la propria cultura contabile, con la conseguenza che la “chiarezza” e la “precisione” del bilancio non diventarono un “valore europeo”, ma solamente un “valore” di ogni singolo Stato della comunità.

²⁸ Il presente regolamento ha come obiettivo l'adozione e l'utilizzazione di principi contabili internazionali nella Comunità per armonizzare l'informazione finanziaria presentata dalle società, al fine di garantire un elevato livello di trasparenza e comparabilità dei bilanci e quindi l'efficiente funzionamento del mercato comunitario dei capitali e del mercato interno. Ai fini del presente regolamento, si intendono per "principi contabili internazionali" gli International Accounting Standards (IAS), gli International Financial Reporting Standards (IFRS) e le relative Interpretazioni (interpretazioni SIC/IFRIC), le successive modifiche di detti principi e le relative interpretazioni, i principi e le relative interpretazioni che saranno emessi o adottati in futuro dall'International Accounting Standard Board (IASB).

²⁹ La Borsa è il mercato regolamentato dove si realizzano gli affari di compravendita finanziaria, ossia è il mercato organizzato per la negoziazione e lo scambio degli strumenti finanziari (azioni, obbligazioni e derivati) ad un determinato prezzo, che scaturisce dall’incontro effettivo tra domanda ed offerta.

³⁰ Insieme di tutte le emissioni e le negoziazioni di titoli rappresentativi di prestiti monetari e di finanziamenti: è un mercato mobiliare basato su una determinata regolamentazione relativa all’organizzazione e al funzionamento del mercato stesso.

produzione interna da parte della società. In un regime inflazionistico tale costo cresce a motivo della perdita del valore economico della moneta³¹. Il principio del “fair value”³² cerca di correggere le distorsioni economiche esistenti tra i valori di bilancio, introducendo leggi di rivalutazione monetaria: ogni anno le società devono valutare i beni e i diritti, rilevando le eventuali “plusvalenze” o “minusvalenze” sulle voci di stato patrimoniale al fine di omogeneizzare – sotto il profilo economico – i valori dei beni e dei diritti, consentendo di adeguare i costi storici ai valori di mercato. Questo permetterà di esporre all’investitore il valore corrente del patrimonio della società affinché il “mercato” possa assumere decisioni di investimento o disinvestimento nelle azioni della società medesima. Questo excursus in quanto la principale divergenza tra il “principio del costo storico” e quello del “fair value” riguarda l’iscrizione in bilancio e la valutazione degli intangibles: nel bilancio europeo, gli stessi sono soggetti ad un “regime prudenziale” e devono sempre formare oggetto di sistematico ammortamento; nel bilancio anglo-sassone questi possono essere a “vita definita” oppure a “vita indefinita”³³.

TUTELA DEI CREDITORI E TUTELA DEGLI INVESTITORI

I “principi civilistici” di redazione del bilancio hanno come obiettivo la “tutela dei creditori”: le voci del bilancio non devono fornire un’immagine ingannevole della società, cioè un’immagine più “florida” di quella effettivamente esistente. Nel mondo anglosassone invece i principi contabili devono “tutelare gli investitori attuali e potenziali”, imponendo la redazione di un bilancio d’esercizio che esponga il “valore economico” (o “valore di mercato”) della società, al fine di confrontare il “patrimonio netto” della medesima con il suo valore di borsa: Book value-to-Price.

³¹ Il costo di acquisto di un bene del 1990 è inferiore al costo di acquisto dello stesso bene nel 2004; a differenza del regime non inflazionistico (o a “moneta stabile”) in cui il costo dei beni rimane costante nel tempo: un bene acquistato nel 1990 – a parità di altre condizioni – ha lo stesso costo del medesimo bene acquistato nel 2004.

³² “valore equo” – “valore di mercato” – “valore corrente” – “value in use”.

³³ Gli intangibles a “vita definita” devono essere sistematicamente ammortizzati, mentre quelli a “vita indefinita” (come i marchi e l’avviamento) devono essere annualmente assoggettati ad *impairment test* (test di deterioramento o di perdita di valore). Questi ultimi non devono più essere ammortizzati sistematicamente, ma devono essere sottoposti ad una valutazione periodica e – in caso di perdita permanente – svalutati. Il principio è: se l’avviamento esiste l’attività non deve essere ammortizzata; se l’avviamento ha perso valore, la svalutazione deve essere imputata a conto economico.

PRUDENZA E PERFORMANCE POTENZIALE

Il “principio della prudenza”³⁴ consiste nel valutare le voci di bilancio in modo da imputare al conto economico le “perdite presunte”, ma non gli “utili sperati”³⁵. Nel reddito d’esercizio che risulta dal bilancio sono inclusi solamente gli “utili realizzati”, cioè derivanti da “operazioni concluse”, come la cessione di beni e la prestazione di servizi, e non gli “utili sperati” (o “potenziali”), cioè gli utili che sono il frutto di “operazioni in corso” alla data del bilancio (cioè “operazioni iniziate” e non ancora “concluse”)³⁶. Il modello anglosassone impone invece di imputare al conto economico sia le “perdite presunte” che gli “utili sperati” sulle operazioni che si concluderanno negli esercizi successivi.

REDDITO PRODOTTO E REDDITO POTENZIALE

Premettiamo che il “reddito” è la somma algebrica dei componenti positivi (es.: ricavi) e dei componenti negativi (es.: costi) che sono imputati al conto economico della società. I componenti che si sono “realizzati” (i loro ammontari sono certi) nell’esercizio (es.: cessione di beni o prestazioni di servizi a terzi) non formano oggetto di valutazione in sede di bilancio, in quanto non producono degli oneri o dei proventi negli esercizi successivi. I componenti che sono sorti nell’esercizio (o in esercizi precedenti), ma che si realizzeranno (o si concluderanno) negli esercizi successivi formano invece oggetto di valutazione. Perciò si avrà che, secondo i “principi contabili civilistici”, la figura di reddito che emergerà dal conto economico sarà denominato “reddito prodotto” – concorrono a formare il risultato economico le perdite presunte, ma non gli utili sperati – mentre i “principi contabili IAS/IFRS” daranno origine al “reddito potenziale” – concorrono a formare il risultato economico sia le perdite presunte che gli utili sperati.

³⁴ Permette di delimitare in modo ancora più netto il principio di competenza.

³⁵ Se il valore di borsa al 31 dicembre 2004 dell’azione X fosse di € 20 ed il costo di acquisto dell’azione X è di € 20, allora quest’ultimo non deve essere modificato, in quanto corrisponde al valore di mercato. Qualora invece il valore di borsa è pari ad € 15, il costo deve essere svalutato di € 5, essendo maturata una “presunta perdita” pari a tale valore tra la data di acquisto dell’azione e la data di chiusura dell’esercizio. Se il valore di borsa fosse invece di € 30, la società non dovrebbe imputare al conto economico l’“utile sperato” di € 10.

³⁶ Principio che si fonda sul minor valore tra il “costo” ed il “mercato”; contro quello anglosassone del valore di mercato – “market to market”.

La valutazione degli intangibles secondo il Codice Civile

Prima dell'introduzione dei principi IAS e quindi fino a pochissimi mesi fa, la valutazione delle Risorse Intangibili ha sempre seguito i principi contabili dettati dal Codice Civile; nei paragrafi successivi li andremo infatti ad analizzare più da vicino. L'iscrizione nell'attivo di alcune tra le voci che compongono le immobilizzazioni immateriali rappresentava un problema particolarmente delicato, in quanto, come già accennato in precedenza, era necessario valutare attentamente se si trattava effettivamente di costi aventi utilità pluriennale oppure costi da imputare al conto economico nell'esercizio in cui erano stati sostenuti. Per questo motivo il Codice Civile prevedeva e prevede tutt'ora una serie di disposizioni (oggi "superate" dagli IAS), oltre a quelle generali, al fine di salvaguardare la valutazione delle immobilizzazioni immateriali³⁷ (Art. 2426 – Criteri di Valutazione):

1. Le immobilizzazioni sono iscritte al costo di acquisto o di produzione (costruzione in economia): nel costo di acquisto si computano anche i costi accessori, gli oneri che l'impresa deve sostenere affinché l'immobilizzazione possa essere utilizzata³⁸; il costo di produzione invece comprende tutti i costi direttamente imputabili al prodotto³⁹ e può comprendere anche altri costi, per la quota ragionevolmente imputabile al prodotto, relativi al periodo di fabbricazione e fino al momento dal quale il bene può essere utilizzato⁴⁰; con gli stessi criteri possono essere aggiunti gli oneri relativi al finanziamento della fabbricazione, interna o presso terzi.
2. Il costo delle immobilizzazioni, materiali e immateriali, la cui utilizzazione è limitata nel tempo deve essere sistematicamente ammortizzato⁴¹ in ogni

³⁷ Ricordiamo che secondo l'Art. 2423 bis "la valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività".

³⁸ Prezzo effettivo da pagare al fornitore del bene al netto dell'IVA e degli sconti commerciali, più gli eventuali costi accessori, quali per esempio i costi di trasposto, di installazione, costi di montaggio, costi relativi a perizie e collaudi, ecc.

³⁹ Costi delle materie prime, della mano d'opera impiegata nella fabbricazione, i costi di progettazione, ecc.

⁴⁰ Costo dei materiali di consumo, il costo dell'energia, gli ammortamenti, ecc.

⁴¹ L'ammortamento è quel procedimento attraverso il quale il costo dell'immobilizzazione utilizzabile per un numero limitato di esercizi (o meglio il valore da ammortizzare definito dalla differenza tra il costo dell'immobilizzazione ed il suo presumibile valore residuo al termine del

esercizio in relazione con la loro residua possibilità di utilizzazione⁴². Gli ammortamenti così calcolati vanno dedotti direttamente dai valori originari delle immobilizzazioni ed iscritti nel conto economico (Art. 2425 c.c.) alla voce “Costi della produzione – Ammortamento delle Immobilizzazioni Immateriali”. Eventuali modifiche dei criteri di ammortamento e dei coefficienti applicati devono essere motivate nella nota integrativa.

3. L'immobilizzazione che alla data di chiusura dell'esercizio risulti durevolmente di valore inferiore⁴³ al valore contabile netto⁴⁴, deve essere iscritta a tale minor valore. Qualora il valore durevole di fine esercizio risulti inferiore al costo si rende quindi necessaria una svalutazione del cespite. La norma prevede inoltre che quando vengono meno in tutto o in parte le cause che hanno determinato la svalutazione, questa non può essere mantenuta ed il cespite deve essere perciò rivalutato – secondo i limiti di legge – (al fine di recuperare i costi sostenuti per la svalutazione).
4. I costi di impianto e di ampliamento, i costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità aventi utilità pluriennale possono essere iscritti nell'attivo con il consenso del collegio sindacale e devono essere ammortizzati entro un periodo non superiore a cinque anni. Fino a che l'ammortamento non è completato possono essere distribuiti dividendi solo se residuano riserve disponibili sufficienti a coprire l'ammontare dei costi non ammortizzati.
5. L'avviamento può essere iscritto nell'attivo con il consenso del collegio sindacale, se acquisito a titolo oneroso, nei limiti del costo per esso sostenuto e deve essere ammortizzato entro un periodo di cinque anni. È

periodo di vita utile – che generalmente è pari a zero) viene ripartito e attribuito per competenza agli esercizi che possono beneficiare dell'impiego delle stesse.

⁴² Calcolata considerando non solo la “durata fisica” delle immobilizzazioni (dal consumo fisico all'inecchiamento tecnologico), ma anche la loro “durata economica”, ossia il periodo in cui si prevede che le stesse saranno di utilità per l'impresa (occorre considerare anche il fenomeno dell'obsolescenza o deterioramento economico, che spiega l'incapacità del bene di continuare a produrre utilità).

⁴³ Il valore durevole di fine esercizio è definito dal maggiore tra i seguenti due valori: il “valore recuperabile tramite l'uso” – ricavi derivanti dalla continuazione dell'utilizzo del bene più l'eventuale valore di realizzo finale – ed il prezzo netto di vendita del bene o presumibile valore realizzabile tramite l'alienazione tra parti informate e interessate (entrambi al netto degli eventuali costi di smantellamento).

⁴⁴ Valore residuo non ancora ammortizzato.

tuttavia consentito ammortizzare sistematicamente l'avviamento in un periodo limitato di durata superiore, purché esso non superi la durata per l'utilizzazione di questo attivo e ne sia data adeguata motivazione nella nota integrativa.

Individuazione delle categorie di intangibles

Secondo l'art. 2424 del Codice Civile, i valori delle immobilizzazioni immateriali sono iscritti nello Stato Patrimoniale delle aziende tra la classe delle Immobilizzazioni (classe B) e vanno tenuti distinti dalle altre sottoclassi di valori che concorrono a formare la stessa (B.I: Immobilizzazioni Immateriali – B.II: Immobilizzazioni Materiali – B.III: Immobilizzazioni Finanziarie). Nell'ambito poi delle immobilizzazioni immateriali devono essere esposte separatamente le voci componenti. La sottoclasse delle immobilizzazioni immateriali comprende le seguenti voci:

- 1) Costi di impianto e ampliamento (Voce B.I.1)
- 2) Costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità (Voce B.I.2)
- 3) Diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno (Voce B.I.3)
- 4) Concessioni, licenze, marchi e diritti simili (Voce B.I.4)
- 5) Avviamento (Voce B.I.5)
- 6) Immobilizzazioni in corso ed acconti (Voce B.I.6)
- 7) Altre immobilizzazioni immateriali (Voce B.I.7)

COSTI DI IMPIANTO E DI AMPLIAMENTO

Con l'espressione "costi di impianto e di ampliamento" si indicano alcuni oneri che vengono sostenuti in modo non ricorrente dall'azienda, ma solamente in precisi e caratteristici momenti della vita dell'impresa, quali la fase pre-operativa o quella di accrescimento o diversificazione della capacità operativa esistente. Tali costi comprendono quindi tutti i costi e le spese direttamente sostenuti per la costituzione⁴⁵ e l'ampliamento dell'azienda⁴⁶. Il presupposto fondamentale

⁴⁵ Costi di avviamento di una nuova impresa o di una nuova attività (costi di *start-up*) quali per esempio le spese notarili sostenute per la redazione dell'atto costitutivo; imposte e tasse per il deposito dello stesso; costi di ricerca, assunzione, addestramento e qualificazione del personale e/o degli agenti, ecc.

della loro iscrizione all'attivo patrimoniale sta nella possibilità di dimostrare la congruenza ed il rapporto causa-effetto tra i costi in questione ed il beneficio (futura utilità) che dagli stessi l'impresa si attende. L'ammortamento di questi costi non eccede i cinque anni.

COSTI DI RICERCA & SVILUPPO

Tra le immobilizzazioni immateriali, i costi di ricerca e sviluppo sono probabilmente una delle tipologie che maggiormente danno luogo a difficoltà di natura interpretativa e, quindi, di determinazione di corretti principi contabili. In ragione alla loro finalità, detti costi possono distinguersi in costi sostenuti: per la ricerca di base⁴⁷, per la ricerca avanzata o finalizzata ad uno specifico prodotto o processo produttivo⁴⁸, per lo sviluppo⁴⁹. I costi di ricerca e sviluppo (se rispondono positivamente alle caratteristiche richieste) possono essere capitalizzati e, come tali, iscritti all'attivo patrimoniale del bilancio dell'impresa e sono soggetti ad ammortamento⁵⁰. A titolo esemplificativo tali costi includono gli stipendi, i salari e gli altri costi relativi al personale impegnato nelle attività; i costi dei materiali e dei servizi; l'ammortamento di immobili, impianti e macchinari nella misura in cui tali beni sono impiegati nelle attività di ricerca e sviluppo; gli interessi passivi sostenuti a fronte di finanziamenti ottenuti, ecc.

COSTI DI PUBBLICITA'

Il legislatore italiano, nell'usare la dizione "costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità" ha con ciò inteso includere tra i costi aventi utilità pluriennale anche quei costi che, pur essendo nella loro natura oggettiva di carattere pubblicitario (a carattere ricorrente ed operativo), sono nella sostanza ulteriori oneri sostenuti in correlazione agli altri oneri pluriennali e cioè i costi d'impianto e di ampliamento. Tale situazione può verificarsi nella misura in cui i costi di

⁴⁶ Spese notarili, imposte e tasse per la modifica dell'atto costitutivo; costi straordinari di riduzione del personale; costi di avviamento di impianti di produzione, ecc.

⁴⁷ Insieme di studi, esperimenti, indagini e ricerche che non hanno una finalità definita con precisione, ma che sono da considerarsi di utilità generica all'impresa.

⁴⁸ Insieme di studi, esperimenti, indagini e ricerche che si riferiscono direttamente alla possibilità ed utilità di realizzare uno specifico progetto.

⁴⁹ Applicazione dei risultati della ricerca o di altre conoscenze possedute o acquisite in un progetto o programma per la produzione di materiali, strumenti, prodotti, processi, sistemi o servizi nuovi.

⁵⁰ L'ammortamento ha inizio dal momento in cui il bene (o processo) risultante è disponibile per l'utilizzazione economica e deve esaurirsi in un periodo non superiore a 5 anni.

pubblicità siano funzionali al buon esito del progetto per il quale i costi di impianto e di ampliamento sono stati sostenuti (l'avviare una nuova attività produttiva, il lanciare un nuovo prodotto innovativo, ecc.), costi collegati di fatto alla necessaria fase commerciale del "lancio" di un nuovo prodotto che non rappresentano perciò costi "di sostegno" della commerciabilità di prodotti già esistenti (sono perciò costi a carattere eccezionale, non ricorrente).

DIRITTI DI BREVETTO INDUSTRIALE

I diritti di brevetto industriale rientrano nelle cosiddette "creazioni intellettuali" alle quali il nostro Codice Civile e alcune norme speciali riconoscono una particolare tutela, che consiste sostanzialmente nel diritto esclusivo di sfruttamento dell'invenzione, entro i limiti stabiliti dalla legge. Presupposto della tutela giuridica è la concessione del brevetto da parte dell'Ufficio Italiano Brevetti (se il brevetto viene utilizzato sul territorio nazionale) e da parte dell'Ufficio Europeo Brevetti (se viene invece sfruttato in tutti i paesi comunitari). Il diritto originario di brevetto spetta all'autore dell'invenzione e può poi essere acquistato da terzi a titolo oneroso⁵¹.

DIRITTI DI UTILIZZAZIONE DELLE OPERE DELL'INGEGNO

A norma formano oggetto del diritto d'autore le opere dell'ingegno di carattere creativo che appartengono alle scienze, alla letteratura, alla musica, alle arti figurative, all'architettura, al teatro e alla cinematografia, qualunque ne sia il modo o la forma di espressione. Il diritto si acquisisce con la creazione dell'opera, momento dal quale compete all'autore il diritto esclusivo di pubblicare l'opera e di utilizzarla in ogni forma e modo nei limiti della legge.

CONCESSIONI

Le concessioni sono provvedimenti con i quali la pubblica amministrazione trasferisce ad altri soggetti i propri diritti⁵² o poteri, con i relativi oneri ed obblighi.

⁵¹ Può essere oggetto di acquisto da terzi a titolo oneroso anche solo la mera facoltà di godimento del brevetto.

⁵² Diritti su beni di proprietà degli enti concedenti, come lo sfruttamento in esclusiva di beni pubblici (quali ad esempio il suolo demaniale) e diritti di esercizio di attività proprie degli enti

LICENZE

Nel diritto amministrativo le licenze sono autorizzazioni con le quali si consente l'esercizio di attività regolamentate (licenze di commercio al dettaglio, ecc.). Possono essere definite licenze tanto quelle di derivazione pubblicistica (amministrativa) quanto quelle di derivazione privatistica (licenze d'uso di brevetti, invenzioni, modelli, ecc.)⁵³.

MARCHI

Il marchio (insieme alla ditta e all'insegna) è uno dei segni distintivi dell'azienda (o di un suo prodotto fabbricato e/o commercializzato) e può consistere in un emblema, in una denominazione ed in un segno. Al marchio che risponde ai requisiti di novità, originalità e liceità è riconosciuta una particolare tutela giuridica (marchio registrato). L'iscrivibilità del marchio tra le immobilizzazioni immateriali può avvenire sia a seguito di produzione interna⁵⁴, sia a seguito di acquisizione a titolo oneroso da terzi, mentre non è iscrivibile il marchio ricevuto a titolo gratuito.

AVVIAMENTO

Si definisce avviamento l'attitudine di un'azienda a produrre utili in misura superiore a quella ordinaria. L'avviamento "internamente generato" (o avviamento "originario") è frutto di una gestione aziendale efficiente nell'organizzazione tanto del complesso dei beni aziendali, materiali ed immateriali, quanto delle Risorse Umane. L'avviamento "acquisito a titolo oneroso" (o avviamento "derivato") deriva invece da acquisizione di un'azienda⁵⁵ o di una partecipazione o da un'operazione di conferimento d'azienda, di fusione o di una scissione.

IMMOBILIZZAZIONI IN CORSO ED ACCONTI

concedenti, come la gestione regolamentata di alcuni servizi pubblici (quali ad esempio autostrade, trasporti, parcheggi, ecc.).

⁵³ Quest'ultime sono generalmente da indicare nella classe che accoglie il diritto principale.

⁵⁴ Nel caso di produzione interna il marchio è finalizzato alla mera distinzione commerciale del proprio prodotto rispetto a quello della concorrenza.

⁵⁵ Il valore iscrivibile tra le immobilizzazioni immateriali è dato dalla differenza fra il prezzo pagato per l'azienda ed il valore del suo patrimonio netto.

In questa voce vanno iscritti i costi (interni ed esterni) sostenuti per l'acquisizione o la produzione interna di immobilizzazioni immateriali, per le quali non sia ancora stata acquistata la piena titolarità del diritto (nel caso di brevetti, marchi, ecc.) o riguardanti progetti non ancora completati (nel caso di ricerca e sviluppo). Comprende anche quelle somme date ai fornitori di immobilizzazioni immateriali, ma che non sono ancora entrate nelle disponibilità dell'impresa.

ALTRE IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI

La voce "Altre" accoglie eventuali costi capitalizzabili che, per loro differente natura, non trovano collocazione nelle altre voci della classe delle immobilizzazioni immateriali, come per esempio i costi sostenuti per le migliorie su beni di terzi, cioè beni detenuti a titolo diverso dalla proprietà come il leasing.

Individuazione dei principali value driver

E' difficile riuscire ad individuare tutti i value driver, ossia gli indicatori non finanziari considerati utili per un'esauriente descrizione delle diverse categorie di intangibles. Qui di seguito ne facciamo alcuni esempi⁵⁶:

COSTI DI RICERCA, SVILUPPO E PUBBLICITA'

Accanto all'indicazione dell'ammontare investito nei singoli progetti e del numero di progetti in corso, si considera importante l'indicazione dei tempi medi storici per il conseguimento di risultati rilevanti al fine dell'ottenimento di un brevetto, nonché la percentuale di progetti andati a buon fine rispetto a quelli intrapresi. Per meglio esplicitare il contenuto delle azioni di ricerca poste in essere dall'azienda, pur senza rilevare informazioni potenzialmente utilizzabili dalla concorrenza, possono essere fornite, in termini generali, informazioni sulle potenziali applicazioni degli eventuali risultati indicando l'"area di impiego e di sviluppo" degli stessi. Inoltre può essere di interesse per il "lettore" del bilancio comprendere se la società sviluppi i propri progetti per intero mediante il proprio personale piuttosto che in *joint venture* con soggetti esterni qualificati (esempio le Università) e se sostenga il costo della ricerca mediante risorse proprie

⁵⁶ Facciamo riferimento alla Ricerca condotta dalla PriceWaterHouseCoopers in collaborazione con l'Università Bocconi di Milano.

oppure ricorrendo a specifiche richieste di sostegno finanziario a soggetti esterni.

DIRITTI DI BREVETTO INDUSTRIALE E DIRITTI DI UTILIZZAZIONE DELLE OPERE DELL'INGEGNO

Con riferimento ai brevetti possono individuarsi due categorie di indicatori: indicatori di posizionamento che permettono di comprendere lo stato d'arte, ma forniscono una visione statica della situazione⁵⁷ ed indicatori di efficacia/innovazione che permettono al lettore del bilancio di capire se, in che misura e con quali tempi, l'impegno dell'azienda nella ricerca fornisce risultati tangibili, ossia brevetti nuovi e se, e in che misura, i medesimi siano effettivamente utilizzati per la progettazione e la vendita di prodotti all'avanguardia⁵⁸. Per le categorie copyright (diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno) e software applicativo sono stati individuati come possibili indicatori, per esempio, l'oggetto degli stessi, la durata residua, l'uso reale e l'uso prospettico, ecc. E' necessario chiarire inoltre che il software ricade nella categoria copyright quando risulta sviluppato e acquistato da terzi, mentre è compreso nella categoria software applicativo quando è sviluppato internamente ed è tutelato dalla legge in quanto assoggettato alle necessarie forme di pubblicità. Il software applicativo sviluppato internamente ma non tutelato dalla legge è considerato perciò una risorsa immateriale da classificare nella categoria residuale (B.I.7).

CONCESSIONI, LICENZE, MARCHI E DIRITTI SIMILI

Per quanto riguarda le concessioni e le licenze sono stati individuati come possibili indicatori l'oggetto delle stesse, la durata, la rinnovabilità, il soggetto concedente, gli obblighi per il concessionario, le condizioni economiche (costo), ecc. Per quanto riguarda i marchi invece sono state individuate differenti tipologie di informazioni: informazioni di tipo strettamente giuridico sul marchio⁵⁹

⁵⁷ Numero di brevetti (divisi per prodotto) – per ogni brevetto si definisce l'oggetto del singolo brevetto, il paese in cui è tutelato, la durata residua, l'uso corrente e/o potenziale, ... – numero di brevetti usati/numero di brevetti totali.

⁵⁸ Elenco prodotti nuovi per i quali è stato usato un brevetto esistente – time to market (durata media del ciclo di sviluppo) – età media brevetti di proprietà – numero nuovi brevetti.

⁵⁹ Elenco dei paesi in cui il medesimo è stato registrato e la durata della registrazione – marchio in proprietà/licenza – azioni intraprese dall'azienda per tutelare il marchio stesso.

di grande importanza per il lettore in quanto consentono di comprendere la situazione esistente; ‘brand loyalty’, ossia informazioni ad altissimo valore aggiunto sia per il lettore esterno sia per l’azienda⁶⁰ in quanto permettono di comprendere effettivamente il grado di affezione dei clienti al marchio; descrizione, caratteristiche che il management vorrebbe legare a ciascun marchio; profilo del cliente⁶¹. E ancora altre informazioni possono riguardare le campagne pubblicitarie⁶², ossia la descrizione delle stesse e dell’ammontare investito; informazioni sulle caratteristiche dei prodotti⁶³ che sono commercializzati con un determinato marchio; le condizioni economiche ossia il fatturato associato a ciascun marchio o ancora possono essere individuati indicatori di innovazione: non tutti i marchi utilizzati dall’azienda hanno la stessa rilevanza e visibilità, alcuni di essi sono “storici”, utilizzati perciò sin dalla costituzione dell’azienda stessa, altri invece sono “nuovi” e quindi ancora poco conosciuti all’esterno. L’esistenza di un marchio “nuovo” spesso “minore” nel senso di poco conosciuto può essere sinonimo di azioni del management rivolte al raggiungimento di nuovi segmenti di clientela diversificando i prodotti o più semplicemente utilizzando nuovi e differenti strumenti di commercializzazione per i tradizionali prodotti.

Questi sono solamente alcuni esempi di value driver utilizzati al fine della valutazione e misurazione delle differenti categorie di intangibles. L’argomento sarà approfondito ulteriormente nel Capitolo 7 relativo alle metodologie di stima del Capitale Intellettuale e del contributo dei relativi value driver alla performance aziendale.

⁶⁰ Anzianità media del portafoglio clienti AMP – il fatturato medio per acquisto – il fatturato per cliente – numero di clienti.

⁶¹ Ogni marchio dovrebbe essere pensato per avvicinare particolari target di clienti ed è utile che il lettore del bilancio possa comprendere la struttura di tale target.

⁶² Campagne di tipo strategico quali le sponsorizzazioni, le attività di public relations che contribuiscono alla diffusione del marchio in senso generale e le campagne di prodotto strettamente legate alla promozione di un prodotto specifico nei confronti di definiti target di clientela.

⁶³ Informazioni quali la durata della garanzia dei prodotti o i tempi di consegna per valutare l’attenzione prestata dall’azienda ai rapporti con i clienti; il numero di reclami o il numero di resi che permette di comprendere la reale capacità dell’azienda di soddisfare le aspettative della clientela; la massa ordini ricevuti per fornire una misura significativa del successo delle linee di prodotto.

Alcune evidenze empiriche:

“Le risorse immateriali nel bilancio delle imprese”

Il successo delle imprese, come accennato in precedenza, è determinato essenzialmente (e specialmente negli ultimi anni) dalla dotazione di risorse intangibili, immateriali (v. paradigma post-fordista: le risorse materiali sono diventate vere e proprie commodities ed il patrimonio intangibile è stato individuato come fonte del vantaggio competitivo). La questione sugli intangibles e sulla loro importanza nella formazione di ricchezza è un dato di fatto ormai affermato da un gran numero di studi e di ricerche. Ciò che ora crea maggiori problemi riguarda il legame esistente tra intangibles e corporate reporting (comunicazione d'impresa): come possono essere inseriti e valutati gli elementi e le componenti del capitale immateriale, intangibile nella comunicazione d'impresa, nei report aziendali e nello schema di bilancio? Il modello contabile esistente (o meglio quello utilizzato fino all'introduzione degli IAS), basato sui principi fissati dal Codice Civile, presenta alcune carenze in riferimento all'esigenza di rappresentare in modo adeguato gli intangibles: la difficoltà di misurazione dei fenomeni intangibili e la problematica legata alla loro rappresentazione nella reportistica aziendale saranno confermati dallo studio descritto di seguito. Prima di tutto analizziamo una serie di interventi di esponenti della comunità finanziaria avvenuti negli ultimi anni e tesi a sottolineare le carenze del modello contabile rispetto all'esigenza di rappresentare adeguatamente gli intangibles.

→ Arthur Levitt, già presidente della SEC nel 2001, dopo aver richiamato l'importanza assunta dagli intangibles nelle economie delle imprese, ha sottolineato l'importanza della tempestiva comunicazione dei valori effettivi e delle determinanti di tali asset nella reportistica aziendale.

“...As intangible assets grow in size and scope, more and more people are questioning whether the true value – and the drivers of that value – are reflected in a timely manner in publicly available disclosure...”

→ Jeffrey E. Gartner, rettore della “Yale School of Management”, ha presieduto nel 2001 una commissione della SEC costituita allo scopo di incoraggiare le imprese a fornire un'informativa più completa in tema di risorse immateriali.

Tale commissione è nata proprio in conseguenza della constatazione che le informazioni utili per comprendere i fenomeni immateriali non erano fornite dal tradizionale modello contabile.

“...There is a gap in GAAP...”

- Il FASB⁶⁴ nello special report “Business and Financial Reporting, Challenges from the New Economy” del 2001, sottolinea l'importanza di rappresentare con grande attenzione, nelle sintesi contabili, gli intangible assets generati internamente.

“...Improved business and financial reporting of the new economy will require attention to recognition of internally generated intangible assets in financial statements and improved measures of those assets...”

- L’“Institute for Chartered Accountants in England and Wales” ha affrontato più volte l'argomento negli ultimi anni. Nel “21st Century Annual Report” viene stigmatizzata la “discriminazione contabile” verso le risorse immateriali a causa delle difficoltà di misurazione, difficoltà che caratterizzano molte altre voci del bilancio che però non sono “discriminate”.

“...are we discriminating against intangibles in our accounting system since the valuation of properties, work in progress and provisions for doubtful debts, to name but three, can also be very subjective...”

- Ancora più incisivo è il richiamo della “European Commission’s High-Level Export Group” nel rapporto del 2000 intitolato “The Intangibles Economy – Impact and Policy Issues”, dove viene sottolineata l'urgenza di aggiornare i sistemi di rilevazione economica, statistica e contabile affinché siano in grado di riflettere il fenomeno intangibile, ormai centrale per poter comprendere le tendenze economiche sia a livello micro sia a livello macroeconomico.

“...The present economic, statistical and accounting frameworks are in urgent need of updating. New explanatory models and metrics are needed

⁶⁴ *Financial Accounting Standards Board* (Cartolina di campioni di contabilità - Indicato come l'organizzazione per la stabilizzazione dei campioni della contabilità e di segnalazione). Nato nel 1973, è un organismo contabile, un corpo riservato la cui missione è "stabilire e migliorare i principi di contabilità e di segnalazione per il consiglio e la formazione del pubblico, compreso gli emittenti, i revisori dei conti e gli utenti delle informazioni finanziarie; valutare e comunicare gli asset intangibili aziendali". Il FASB pubblica GAAP; i principi di FASB governano la preparazione dei rapporti finanziari e sono riconosciuti entro SEC.

to enable us to understand the workings of the modern economy, especially the intangible goods and content sectors that are currently hidden from public view...”

Prima dell'introduzione degli IAS furono individuati nuovi principi contabili, più chiari e precisi rispetto ai principi civilistici per la formulazione del bilancio, al fine di recuperare la propria credibilità e di venir quindi considerato affidabile dall'esterno. Con riguardo a questo tema furono individuati tre livelli su cui dovevano essere reimpostati i principi contabili vigenti per raggiungere lo scopo loro prefissato, per porre maggior attenzione alle informazioni non finanziarie e alla comunicazione delle leve del vantaggio competitivo:

- GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*): principi contabili definiti per regolare le modalità di rilevazione e di rappresentazione degli eventi aziendali in modo uniforme nel mondo. Ciò al fine di favorire e stimolare la comparazione tra imprese operanti in diversi contesti geografici ma che appartengono al medesimo unico mercato globale. In questo modo si ha cercato di agevolare il raggiungimento dell'obiettivo, di ordine superiore, della razionale allocazione dei capitali.
- IS (*Industry Based Standards*): principi contabili settoriali predisposti al fine di soddisfare le aspettative degli stakeholders in termini di informazioni e di metriche (aspettative che variano in funzione del settore di riferimento) e, dall'altro lato, di agevolare la comparabilità globale tra imprese operanti nel medesimo settore.
- CSI (*Company Specific Information*): informazioni che ciascuna impresa deve fornire in relazione alle proprie caratteristiche specifiche ed in considerazione delle attese dei propri interlocutori. Tra queste vi sono: la percezione da parte del management dell'ambiente competitivo e delle relative opportunità e minacce; le strategie perseguite dall'impresa ed i piani operativi per l'implementazione di tali strategie; i cosiddetti *value drivers*; gli obiettivi aziendali sotto il profilo sia qualitativo che quantitativo.

Nonostante l'adozione di questi principi, il problema contabile, le carenze ed i limiti del modello contabile tradizionale non furono superate; la ricerca effettuata dalla PricewaterHouseCoopers Corporate Finance, in collaborazione con

l'Università "Bocconi" di Milano, conferma quanto affermato da economisti e responsabili di accounting: l'importanza della comunicazione delle informazioni non finanziarie collegate alla dimensione immateriale è percepita dalla maggioranza delle imprese, le quali però a loro volta ammettono di non comunicare in modo completo, chiaro, trasparente questi aspetti ai propri stakeholders, spesso in modo volontario. In questo studio è stata analizzata proprio la quantità e la tipologia delle informazioni sugli intangibles fornite da un campione di società italiane quotate alla borsa valori, facendo riferimento ai rapporti di bilancio⁶⁵ da queste pubblicati. L'analisi è stata condotta su due dimensioni:

- Verifica dell'esistenza di informazioni sugli intangibles.
- Verifica del grado di completezza (grado di analiticità) delle informazioni riscontrate.

Il campione di riferimento comprende 192 società italiane quotate, come detto sopra, alla Borsa Valori di Milano al 31.12.2001, società la cui attività prevalente fosse classificabile come "industriale e/o commerciale"⁶⁶. Queste sono poi state classificate in base al settore merceologico di appartenenza, individuando così 15 settori. È stata poi predisposta una griglia di analisi di riferimento da utilizzare per la raccolta e la classificazione delle informazioni contenute nei fascicoli di bilancio, prendendo come punto di partenza la classificazione delle immobilizzazioni immateriali prevista dal codice civile e dai principi contabili nazionali e internazionali⁶⁷. Sono state così individuate le seguenti **risorse immateriali che costituiscono il Capitale Intangibile**:

- » Ricerca & Sviluppo
- » Brevetti
- » Copyright
- » Software applicativo
- » Concessioni
- » Licenze

⁶⁵ Prospetti di bilancio, nonché alla nota integrativa, e ad eventuali allegati al bilancio.

⁶⁶ Sono state eliminate per esempio le società immobiliari, le compagnie di assicurazione, gli intermediari finanziari, nonché le società controllate e quelle non aventi sede legale in Italia. Tutto ciò al fine di aumentare il livello di omogeneità tra le società del campione sia dal punto di vista dell'attività svolta sia dal punto di vista dei principi contabili ai quali le stesse sono assoggettate.

⁶⁷ Principi Contabili Nazionali e Principi Contabili Statunitensi.

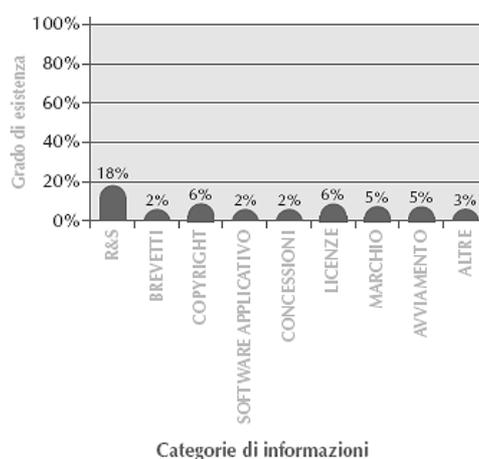
- » Marchi
- » Avviamento
- » Altre⁶⁸

Per ciascuna categoria di intangibles sono stati individuati un insieme di indicatori non finanziari (value driver) considerati utili al fine di una completa descrizione degli stessi e per meglio comprendere il grado di ritorno degli investimenti effettuati dall'azienda circa le risorse immateriali⁶⁹. Attraverso l'utilizzo di variabili dummies (indicatori dicotomici 1/0 assegnati a ciascun item⁷⁰) è stata poi calcolata la percentuale di item esistenti e presenti nei documenti di sintesi prodotti dalle imprese sul totale di item previsti dalla griglia di analisi per ciascuna categoria di intangibles (per ciascuna società, per tutte le società del campione e per gruppi appartenenti allo stesso settore).

Risultati della ricerca

Per quanto riguarda la verifica dell'esistenza di informazioni per ciascuna categoria di intangibles (per l'intero campione di società), i risultati evidenziano una propensione non molto elevata, anzi piuttosto limitata da parte delle società quotate a pubblicare informazioni relative al proprio patrimonio intangibile. Dal grafico infatti si può notare che la percentuale media di item rinvenuta nei fascicoli di bilancio (fatto 100 il totale degli item previsti dalla griglia) per ciascuna categoria è molto bassa.

Esistenza delle informazioni fornite per ciascuna categoria di intangibles



Tutte le categorie, fatta eccezione per R&S (con una percentuale del 18%)

⁶⁸ I “Costi di Impianto e di Ampliamento” e i “Costi di Pubblicità” non sono stati considerati risorse immateriali rilevanti ai fini dell’analisi.

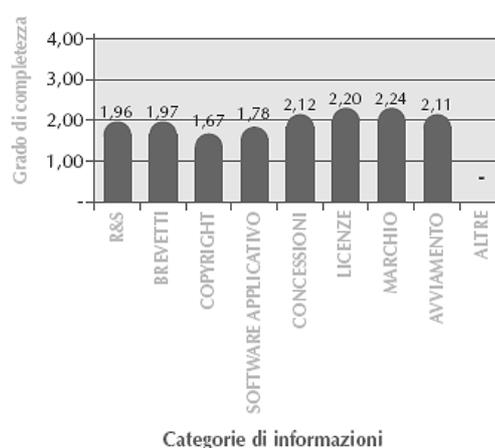
⁶⁹ Una recente ricerca condotta sempre dalla PWC ha individuato i principali *value drivers* che si collegano al patrimonio intangibile d’impresa: (1) qualità del prodotto e del servizio; (2) soddisfazione e fedeltà della clientela; (3) efficienza operativa; (4) risultati contabili; (5) innovazione di prodotto e di servizio; (6) soddisfazione dei dipendenti; (7) alleanze con altre imprese; (8) accettazione e performance ambientale.

⁷⁰ All’indicatore è stato assegnato valore 1 qualora l’informazione sia stata rinvenuta nel fascicolo di bilancio della società in considerazione; valore 0 in caso contrario.

presentano percentuali inferiori al 10%. I dati forniti rappresentano però risultati riferibili solamente ad una prima approssimazione. Gli stessi risentono infatti di una serie di fattori che, inevitabilmente, tendono a spingere la frequenza media di presenza delle informazioni verso il basso. È necessario prendere in considerazione, primo fra tutti, l'elevato grado di analiticità della griglia di analisi, la quale facendo riferimento alla situazione ottimale risulta essere molto analitica ed esaustiva. Molte informazioni non sono state fornite dalle società non volontariamente ma a causa dell'ignoranza circa la rilevanza delle informazioni stesse. A questo aspetto se ne aggiunge un altro che può aver influito negativamente, ossia la non-rilevanza di alcune categorie di intangibles per alcune società del campione, le quali potrebbero non aver fornito informazioni non tanto per una mancata propensione alla disclosure, quanto piuttosto per il fatto che l'intangible di riferimento non fosse per loro di rilevante importanza.

Per questo motivo è stato necessario depurare i dati, calcolando la percentuale media di informazioni fornite per ciascun intangibles ed eliminando dal campione quelle società che non forniscono alcun dato per le ragioni sopra indicate. I nuovi risultati infatti mostrano un aumento delle percentuali medie. La R&S passa dal 18% al 21%, le concessioni addirittura dal 2% al 30%, ecc.

Esistenza "depurata" delle informazioni fornite per ciascuna categoria di intangibles



Per quanto riguarda invece la completezza delle informazioni è stata utilizzata una scala di misura a quattro livelli

| | |
|-----------|--|
| Livello 1 | Presenza di informazioni parziali di tipo qualitativo o quantitativo |
| Livello 2 | Presenza di informazioni parziali di tipo qualitativo & quantitativo |
| Livello 3 | Presenza di informazioni complete di tipo qualitativo o quantitativo |
| Livello 4 | Presenza di informazioni complete di tipo qualitativo & quantitativo |

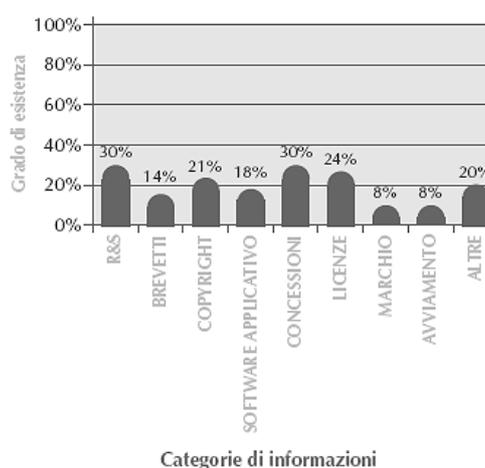
attraverso la quale è stato calcolato il livello medio di completezza della disclosure per ciascuna categoria di intangibles (per ciascuna società, per tutte le società del campione e per gruppi appartenenti allo stesso settore).

I risultati ottenuti con riferimento alla completezza sono molto significativi, soprattutto se letti insieme con le riflessioni svolte in tema di esistenza. Il grafico mostra immediatamente la totale assenza del livello 1 e come tutte le rilevazioni si aggirano in media intorno al livello 2. Le aziende, una volta effettuata la scelta strategica di comunicare, non si limitano solamente a fornire qualche

dato in modo casuale, ma cercano di arricchire l'informativa sia mediante dati di tipo quantitativo, sia mediante descrizioni di tipo qualitativo. Queste però risultano essere comunque incomplete, parziali; le informazioni vengono comunicate, ma il dettaglio delle stesse potrebbe essere soggetto a miglioramenti. Questa parzialità

delle informazioni può essere imputata, più che alla mancanza di volontà delle aziende, a due fattori: le modalità di conduzione della ricerca che utilizza, come detto in precedenza, una griglia molto rigorosa ed analitica che di per se lascia poco spazio ad ulteriori integrazioni e la mancanza di un modello di riferimento per la rappresentazione delle risorse immateriali. Questo per quanto riguarda le risorse intangibili, nel loro complesso. Analizzando i risultati della ricerca con riferimento alle singole categorie, si può notare che vi è una maggior propensione da parte delle aziende a fornire informazioni relative alla ricerca e sviluppo e, laddove esistenti, alle concessioni e licenze, molto più limitata è invece la disponibilità a pubblicare informazioni sui brevetti, sui marchi e sull'avviamento, probabilmente perché informazioni relative a risorse considerate più critiche e dunque da proteggere con più attenzione.

Completezza delle informazioni fornite per ciascuna categoria di intangibles



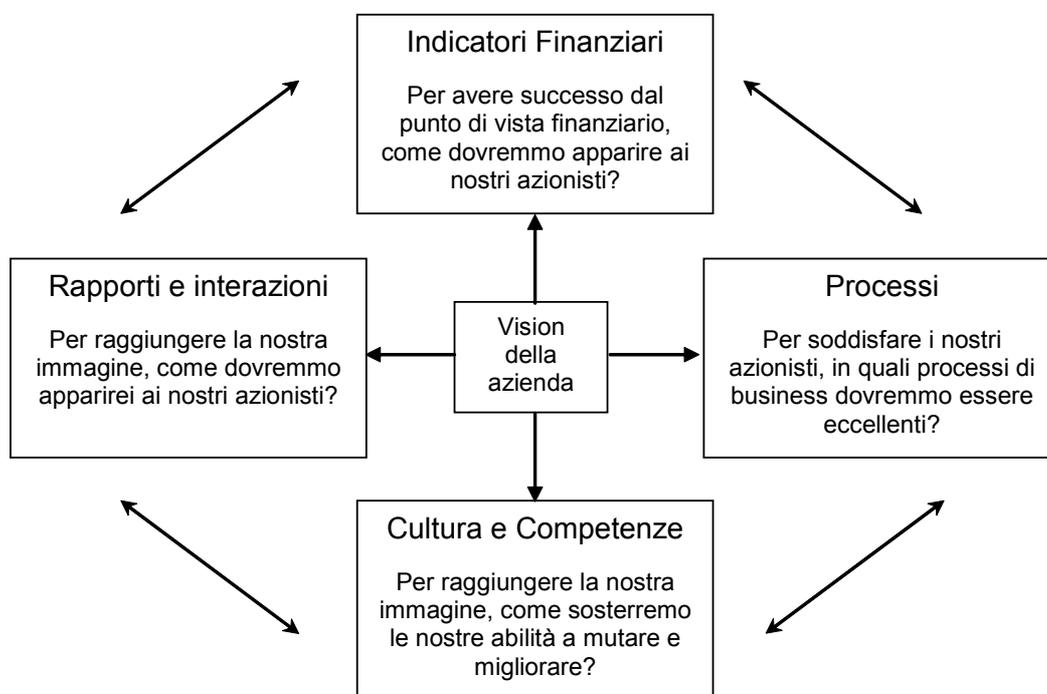
I MODELLI PER LA VALUTAZIONE DELLA PERFORMANCE

I modelli di misurazione della performance basati su dati contabili e parametri economico-finanziari sono stati per lungo tempo i più diffusi nelle aziende grazie alla capacità del linguaggio contabile, pur nella parzialità della prospettiva di analisi, di determinare, quantificare e permettere l'interpretazione dei risultati in relazione ai fattori critici di successo delle aziende stesse. Negli ultimi anni, come già detto più volte, sono state mosse una serie di critiche a questi modelli riconducibili al fatto che gli stessi trascurassero i fattori immateriali delle attività aziendali, di cui le aziende non erano in grado di coglierne correttamente le dinamiche di creazione o consumo. Il modello contabile si è dimostrato sufficiente solamente fino a quando i processi di cui non era in grado di dare una consona rappresentazione (la perdita di competitività, il fallimento di un'innovazione, il ritardo tecnologico) divennero quelli più significativi nel determinare e nello spiegare il raggiungimento della condizione di economicità. Per la corretta valutazione della performance aziendale diviene necessario rivolgere l'attenzione verso la definizione di nuove misure in grado di coniugare risultati consuntivi con risultati prospettici, di porre attenzione al breve come al medio lungo termine, di identificare e misurare, integrando indicatori finanziari con indicatori non finanziari, le variabili determinanti del vantaggio competitivo indispensabili per il raggiungimento di una performance di successo. Si pone pertanto attenzione a modelli di tipo multidimensionali, che valutino più dimensioni aziendali dalla customer satisfaction, alla soddisfazione delle risorse umane, alla qualità, alla quota di mercato ed altre dimensioni che permettano al management di decidere in modo corretto ed agli analisti di arrivare ad esprimere giudizi validi sulla capacità d'impresa di produrre ricchezza. Tra questi, si individuano in particolar modo tre modelli, maggiormente diffusi per la valutazione della performance aziendale:

1) Il **Balanced Scorecard** (Kaplan & Norton – 1992)

L'idea alla base di questo modello è riassumibile nel fatto che l'analisi di un'azienda deve essere condotta da differenti prospettive con la finalità di costruire un legame tra la performance di breve termine e la strategia

complessiva: in questo modo si è in grado di monitorare le operazioni *day to day* e capire come queste influiscono sulle condizioni future di economicità. A differenza della piramide della performance⁷¹ che vede gli obiettivi (e quindi le misure di performance) strutturati per livelli (strategico, direzionale ed operativo), nel modello di balanced scorecard gli obiettivi e le misure di performance non vengono individuati in modo gerarchico, dall'alto verso il basso i primi (dagli obiettivi strategici a quelli delle singole strategic business unit) e dal basso verso l'alto le seconde (misure a livello operativo fino a quelle a livello aziendale), ma si cercano di individuare i legami tra queste; ci si propone che l'azienda debba essere monitorata costantemente e contemporaneamente da differenti prospettive: finanziarie e non, interne ed



esterne, di breve e di lungo termine, ecc., le quali vengono poste sullo stesso piano. Oltre quindi alla prospettiva finanziaria (1) che si rivolge al passato, la performance, i punti di forza e di debolezza aziendali sono misurati da indicatori che coprono altre tre dimensioni di analisi: la prospettiva del cliente (2); la prospettiva dei processi interni (3) che determinano congiuntamente la

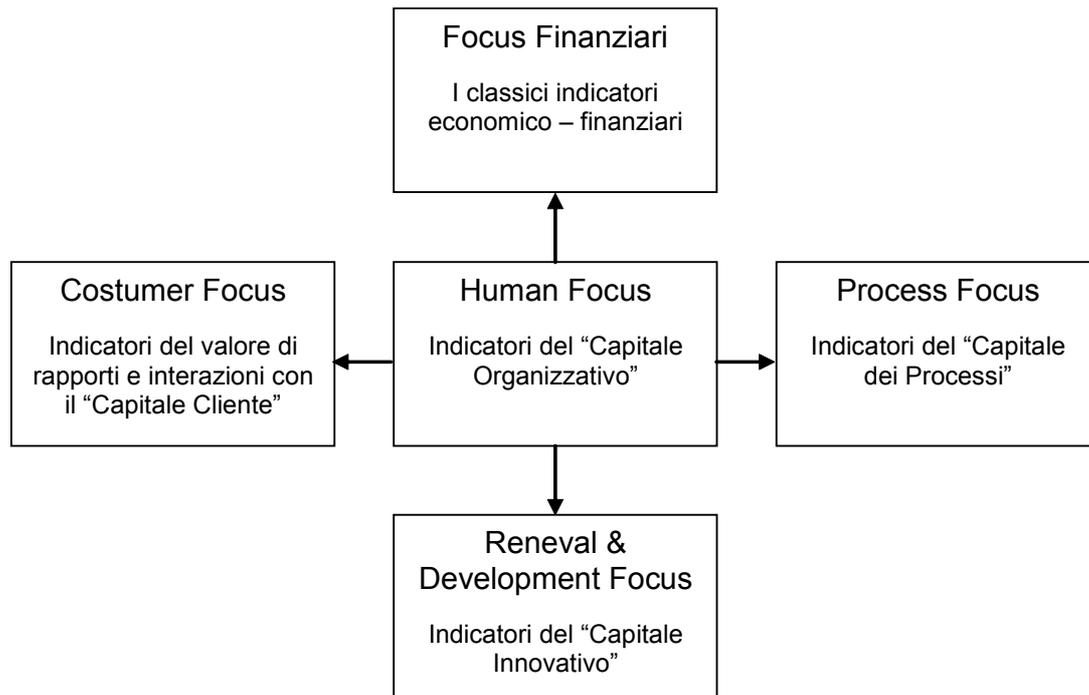
⁷¹ Modello che integra misure finanziarie e misure non finanziarie (proposto da Lynch e Cross nel 1991) si presenta come una piramide a tre livelli di obiettivi e misure – SBU, Sistemi Operativi aziendali, Unità Organizzative – orientati verso l'efficacia esterna e l'efficienza interna e al cui vertice trova spazio il Top Management con la Corporate Vision. Le attività svolte sono collegate agli obiettivi e le singole misure devono essere definite in modo che sia possibile migliorare lo svolgimento dei processi aziendali e quindi il raggiungimento dei risultati (questo vale anche per gli altri modelli).

performance aziendale ponendo attenzione al presente e quella dell'apprendimento e dell'innovazione (4) che pone invece attenzione al futuro. Per ciascuna di queste aree vengono identificati i parametri/indicatori prescelti e i loro valori/obiettivo; questi vengono poi confrontati con i risultati raggiunti e sulla base di eventuali scostamenti si pongono in atto azioni correttive tese a ulteriori miglioramenti. Queste prospettive portano perciò il management a riflettere su quali siano i fattori che i clienti (2) giudicano effettivamente importanti, quali azioni da effettuare al fine di garantire il soddisfacimento delle aspettative e quali gli indicatori in grado di dare una rappresentazione adeguata dei risultati raggiunti, quali ad esempio la qualità, il tempo di consegna, il servizio, il prezzo, ecc. Si passa poi alla prospettiva interna (3) nella quale devono essere valutati gli elementi che hanno maggior impatto sulla soddisfazione del cliente come i tempi di produzione, la produttività, la flessibilità, l'efficienza dei processi aziendali, ecc., al fine di evidenziare le azioni da realizzare all'interno dell'impresa per migliorarne ulteriormente il grado (di soddisfazione dei clienti). L'ultima prospettiva (4) concorre allo sviluppo di competenze distintive che mantengono e accrescono la capacità competitiva dell'azienda e comprende le abilità delle sue Risorse Umane, il suo patrimonio tecnologico, nonché il livello di soddisfazione e di coesione che contraddistingue le persone operanti in azienda. Questo, di conseguenza, diventa un ulteriore elemento da tenere in considerazione nella valutazione della performance in chiave prospettica. Al centro del modello si trova la vision⁷² dell'impresa, la cui esplicitazione costituisce condizione necessaria per valutare consapevolmente le diverse componenti del patrimonio intangibile attribuendo loro un peso coerente con le esigenze aziendali. In questo modello perciò la dimensione economico-finanziaria, gli obiettivi di lungo termine continuano a ricoprire un ruolo rilevante, ma vengono posti su un piano paritetico rispetto agli altri: i risultati finanziari non rappresentano più il solo obiettivo finale in quanto, a causa del loro orientamento al passato, rappresentano risultati di quanto è già accaduto, di decisioni già prese, ma costituiscono bensì uno strumento per quantificare gli effetti delle altre dimensioni rispetto a quanto accadrà in futuro.

⁷² Obiettivi perseguiti, campo di attività prescelto, filosofia gestionale e organizzativa.

2) Il Business Navigator (Edvinsson and Malone – 1997)

Il modello precedente, sebbene abbia per primo introdotto in modo sistematico differenti prospettive nella misurazione della performance, alcune delle quali riconducibili al Capitale Intangibile, non è stato sviluppato attorno al monitoraggio di risorse come l'informazione e la conoscenza (Capitale Intellettuale) che sempre più sono i fattori critici di successo per le aziende. Il

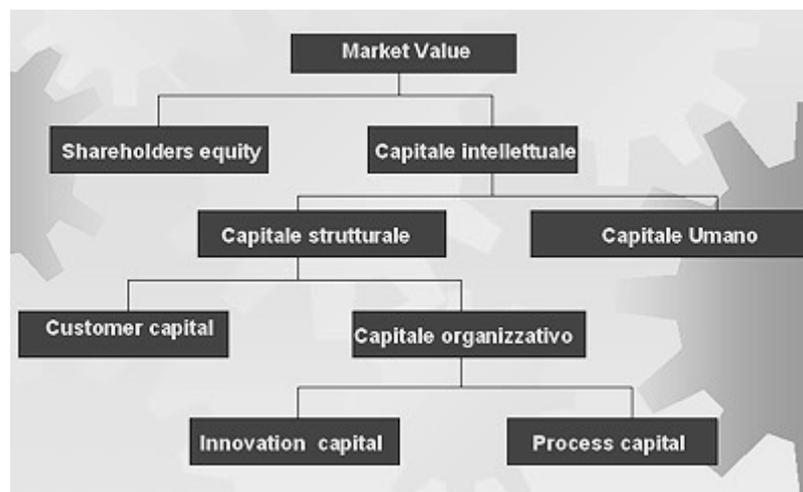


business navigator nasce perciò dall'approfondimento della prospettiva dell'apprendimento e dell'innovazione dello schema di Kaplan e Norton. Il CI (misurato mediante 164 indicatori) è generato fundamentalmente attraverso lo sviluppo delle Risorse Umane (human capital); per questo il modello del Business Navigator si avvicina molto a quello precedente, con un'unica differenza: al centro del modello vi è l'apporto delle Risorse Umane in quanto cuore dell'organizzazione in grado di interagire con tutte le altre aree. Il Capitale Intellettuale viene pertanto suddiviso in quattro aree: il Capitale Cliente (customer capital) che include risorse immateriali quali l'immagine e la fedeltà che contraddistinguono il rapporto tra impresa e clienti e su cui l'impresa agisce per sviluppare i canali distributivi e consolidare le relazioni con gli operatori esterni (fornitori, clienti, soci d'affari, ecc.); il Capitale Innovativo (innovation

capital) che concerne gli investimenti effettuati in Ricerca&Sviluppo, Pubblicità, ecc., volti all'incremento del patrimonio intangibile ed il Capitale dei Processi (process capital) che fa invece riferimento all'efficacia e all'efficienza con cui sono gestiti i processi aziendali. Questi ultimi due processi costituiscono il Capitale Organizzativo, tipicamente costituito da tutti quegli elementi necessari al funzionamento dell'azienda dai processi manageriali, ai sistemi informativi, dalle relazioni alla cultura aziendale, agli investimenti in hardware e software. Per ultimo, ma non meno importante (anzi si trova al centro del modello) vi è il Capitale Umano (management capital) che riguarda l'insieme delle conoscenze immagazzinate nell'impresa e alimentate con continuità dalla tecnologia e dall'informazione.

3) L'Intangibles Asset Monitor (Sveiby – 1997)

L'idea alla base di questo modello è simile a quella del precedente: si fonda sul fatto che la principale se non l'unica fonte di vantaggio competitivo sono le persone in quanto la realizzazione del prodotto/servizio dipende dall'attività dei soggetti le cui competenze non potranno mai essere completamente codificate e divenire intero patrimonio dell'impresa. La centralità di questa dimensione dipende dal fatto che il risultato economico-finanziario derivante dai vantaggi



competitivi è riconducibile alle persone che operano in un'organizzazione e quindi alle loro azioni: tutti gli elementi 'tangibile' ed 'intangibile' riconducibili a un'azienda sono conseguenza delle azioni delle persone che in essa operano. Questo modello presenta poi alcune somiglianze anche con il Balanced Scorecard in quanto entrambi gli approcci sostengono che misure non

finanziarie devono fare da completamento agli indicatori finanziari ed entrambi suddividono l'area dell'intangibile in tre categorie: struttura interna, struttura esterna e competenze delle persone per l'IAM e prospettiva dei clienti, processi interni e apprendimento per il BS. Nell'IAM però vi è un'ulteriore categoria, quella dei beni tangibili che corrisponde alla prospettiva finanziaria del BS. Oltre a queste somiglianze, vi è anche una differenza tra i due modelli: mentre il Balanced Scorecard viene creato al fine di far acquisire ai manager una visione più ampia e bilanciata dell'impresa, integrando perciò misure finanziarie delle performance passate con misure dei driver delle performance future, il modello dell'Intangibles Asset Monitor diviene più impegnativo per il management in quanto viene rivolta una particolare attenzione al monitoraggio dei beni immateriali, analizzando come questi si sviluppano e si rinnovano, l'efficienza del loro utilizzo ed il vantaggio tratto dall'azienda.

Questo modello oltre a fornire un metodo per la misurazione dei beni intangibili permette di risolvere il problema della rappresentazione delle risorse immateriali negli strumenti di comunicazione pubblica divulgati dalle imprese in quanto può essere rappresentato come una tabella contenente una serie di indicatori articolati secondo le dimensioni della struttura interna, della struttura esterna e delle competenze individuali che vengono monitorate in funzione delle loro capacità di sviluppare la dimensione alla quale si riferiscono, del tasso con cui queste risorse sono in grado di svilupparsi e rigenerarsi, del livello di efficienza con il quale vengono utilizzate e del rischio di poterle perdere.

I MODELLI DI STIMA DELLE RISORSE INTANGIBILI

Come risultato degli sforzi in ambito internazionale (e soprattutto americano) è oggi possibile identificare alcuni standard di valutazione, almeno per alcune categorie di intangibles (es. marchi e brevetti). Nel 1998 l'IFAC⁷³ ha realizzato un documento contenente i principali approcci di valutazione del Capitale Intellettuale che si stanno affermando a livello internazionale. L'ASB⁷⁴ pubblica ogni anno l'USPAP⁷⁵, un insieme di standard professionali appropriati anche alla valutazione del Capitale Intangibile. L'ASA⁷⁶ integra gli standard USPAP e fornisce linee guida utili sempre per la valutazione di tale risorsa, come possono esserle quelle citate di seguito:

→ *Technology Broker* (Brooking – 1996)

Metodo secondo il quale il valore del Capitale Intellettuale di un'azienda può essere valutato mediante un questionario diagnostico di venti domande raggruppate in 4 aree (metodologia puramente teorica).

→ *Inclusive Valuation Methodology* (McPherson – 1998)

Tecnica che utilizza gerarchie di indicatori pesati e opportunamente combinati per stimare il valore del CI.

→ *Total Value Creation* (Anderson & McLean – 2000)

Proposta avviata dal "Canadian Institute of Chartered Accountants" che utilizza i cash-flow (flussi di cassa) attualizzati dei progetti intrapresi per lo sviluppo delle risorse immateriali al fine di riesaminare come gli eventi impattino sulle attività pianificate (come i risultati degli investimenti influiscono sulla strategia aziendale).

⁷³ *International Federation of Accountants* – corpo formato nel 1977 a Monaco e composto da 163 membri che rappresentano 2,5 milioni di ragionieri in 119 paesi del mondo, nato al fine di sviluppare e promuovere linee guida e standard utilizzati a livello internazionale da ragionieri e responsabili di accounting.

⁷⁴ *Appraisal Standards Board* – organo indipendente composto da 6 'periti' + un presidente nominati per un mandato di tre anni dal Consiglio di Amministrazione (Board of Trustees) della 'Appraisal Foundation'. L'ASB scrive, sviluppa, interpreta ed emana i principi USPAP e partecipa a riunioni annuali che si tengono al fine di aggiornare i clienti, i contabili, i periti ed altri su possibili revisioni degli stessi.

⁷⁵ *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice* – sono dei principi contabili e professionali, rappresentanti degli standard generalmente accettati in America, che vengono utilizzati in tutte le discipline che richiedono valutazioni, stime e perizie, dai beni immobili ai beni mobili ed alter ancora.

⁷⁶ *American Society of Appraisers* – organizzazione di periti professionisti ed altri soggetti interessati a tale professione, nata al fine di stabilire dei criteri uniformi per i periti e i contabili.

- *“Q” di Tobin* (Steward – 1997 & Bontis – 1999)
La “q” è un indicatore determinato dal rapporto tra il valore di mercato dell’azienda ed il costo di rimpiazzo dei suoi asset. Cambiamenti di questo indice consentono di misurare la performance del Capitale Intellettuale di un’azienda.
- *Investor Assigned Market Value* (Standfielf – 1998)
Questo modello parte dal valore dell’azienda (numero di azioni per il prezzo di mercato) e lo scompone nelle sue componenti: Capitale Tangibile + Capitale Intellettuale + Erosione del Capitale Intellettuale + SCA (Sustainable Competitive Advantage).
- *Market-to-Book Value* (Stewart – 1997 & Luthy – 1998)
Secondo questo metodo il valore del Capitale Intellettuale è dato dalla differenza tra il valore dell’azienda sul mercato azionario ed il suo valore a libro.
- *Economic Value Added – EVA* (Stewart – 1997)
L’EVA è un indice che viene calcolato nel seguente modo: margine dopo le tasse – costo di utilizzo del capitale + aggiustamenti contabili. Cambiamenti del valore dell’EVA, da periodo a periodo, forniscono indicazioni sulla produttività del Capitale Intellettuale.
- *Human Resource Costing & Accounting* (Johansson – 1996)
Il Capitale Intellettuale è misurato dal contributo delle Risorse Umane di un’azienda diviso per il loro costo capitalizzato.
- *Knowledge Capital Earnings* (Lev – 1999)
I guadagni derivanti dal ‘Knowledge Capital’ sono determinati come porzione dei guadagni che eccedono quelli attribuibili al Capitale Tangibile.
- *IC-Index* (Roos, Edvinsson – 1997)
Indicatore o misurazione assoluta che deriva dalla combinazione matematica di numerosi altri indicatori di maggior dettaglio sviluppati per ciascuna dimensione di analisi. I cambiamenti degli indici sono messi in relazione con le variazioni del valore aziendale.

Decisioni importanti riguardanti gli intangibles spesso sono ostacolate dalla mancanza di misure capaci di determinarne il valore e soprattutto il contributo al

processo di creazione di ricchezza per l'impresa. Dopo aver analizzato i modelli che le imprese hanno a disposizione per la valutazione della complessiva performance aziendale, di seguito è stato fornito un approccio, sono stati individuati una serie di metodi (modelli statistici) che permettono di stimare il valore dei beni immateriali, valore non presente nei documenti che costituiscono il bilancio delle imprese ed in particolar modo il contributo di questi beni alla determinazione della performance dell'impresa. Tutte le analisi svolte di seguito fanno riferimento ad una campione composto da 28.883 imprese quotate alla borsa valori di New York dal 1980 al 1999 e sono state effettuate da Gu e Lev alla Boston University School of Management Accounting nel 2003.

Stima del Capitale Intangibile

→ Alcuni studiosi, come accennato all'inizio del capitolo, hanno tentato di misurare il valore degli intangibles, basandosi sulla capitalizzazione di mercato, ossia partendo dalla seguente formula:

$$\text{Valore di Mercato}^{77} - \text{Valore Contabile}^{78}$$

data dalla differenza tra il valore di mercato del capitale dell'impresa ed il relativo valore contabile (valore di bilancio delle risorse fisiche e materiali). Questo primo metodo risulta essere insoddisfacente, in quanto basato su due assunzioni non corrette: la prima sostiene l'assenza di mispricing all'interno del mercato dei capitali e la seconda che i valori storici dei beni rilevati in bilancio siano prossimi ai rispettivi valori correnti. Inoltre questo metodo risulta essere "circulatory": con questi modelli si ricercano delle misure per valutare gli intangibles al fine di fornire nuove informazioni a manager ed investitori; qual è

⁷⁷ E' il prezzo al quale si suppone che un'attività finanziaria o reale possa essere venduta. È il prezzo che 'prenderebbe' quel bene nel mercato, se fosse venduto immediatamente. Nell'ambito di un mercato concorrenziale, tale valore ha origine dalle contrattazioni tra soggetti informati, ognuno dei quali non ha la facoltà di influenzare il prezzo d'equilibrio, che è infatti stabilito unicamente dall'incontro tra domanda e offerta.

⁷⁸ E' il valore di un'attività, così come è registrato nei libri contabili dell'impresa. Il valore contabile del bene è generalmente il relativo costo di acquisizione meno deprezzamento. Esso può essere superiore o inferiore al valore di mercato. Nel contesto delle sicurezze, il valore del mercato è spesso differente da valore contabile perché il mercato considera il potenziale di espansione futuro.

il fine di utilizzare misure che derivano da ciò che gli investitori già conoscono (valore contabile e di mercato)?

→ Solow (1956 – 1957)

Questo modello per misurare il valore del Capitale Intangibile è basato sulla nozione economica di “*funzione di produzione*”, in cui la performance economica di un’azienda si ipotizza essere determinata da tre classi distinte di beni: risorse materiali, risorse finanziarie e beni immateriali.

$$\text{Economic Performance} = \alpha \times \text{Physical Assets} + \beta \times \text{Financial Assets} + \gamma \times \text{Intangible Assets}$$

La Figura 1 descrive meglio la procedura di stima del valore del Capitale Intangibile. Il valore degli assets sta proprio nella loro capacità di generare profitti nel passato e specialmente nel futuro. I coefficienti α , β e γ rappresentano il contributo di un’unità di bene alla performance dell’impresa (normal rates of return), mentre la performance economica aziendale è determinata come media tra i rendimenti passati e futuri e fa perciò riferimento ad un “valore normalizzato”. Dopo aver calcolato una stima della “enterprise performance” è necessario misurare i driver di performance, ossia il valore delle risorse fisiche (beni immobili, fabbricati, attrezzature) e delle risorse finanziarie (cassa, azioni), valori contenuti nello stato patrimoniale dell’azienda. La stima del contributo del patrimonio intangibile (IDE: Intangibles-driven earnings) si ottiene sottraendo i rendimenti stimati derivanti dalle risorse finanziarie e fisiche (il contributo derivante da un’unità di asset fisico e finanziario moltiplicato per il valore di bilancio di tali risorse) dalla stima della performance economica d’impresa. Attraverso la capitalizzazione del valore stimato di IDE sugli anni futuri si ottiene una stima del Capitale Intangibile (IC).

Risultati: la tabella riportata in Figura 2 mette in evidenza le stime del Capitale Intangibile e del contributo di questo alla performance aziendale (utilizzando l’approccio descritto prima) ed altre statistiche registrate su un campione di 28.883 aziende nel periodo 1980 – 1999 (come accennato in precedenza). Ad esempio il rapporto tra il Capitale Intangibile ed il valore contabile descrive quanto un’azienda è intangibles-based: più alto è il rapporto, più gli intangibles

della stessa sono valutati rispetto alle risorse tangibili. Si può notare che questa statistica è particolarmente alta per le aziende caratterizzate da una grande base tecnologica o aziende guidate dall'innovazione, come le aziende farmaceutiche per le quali il valore si aggira intorno al 6.14 o quelle mediche e di computer; anche le aziende appartenenti alla cosiddetta 'old economy' presentano comunque un valore abbastanza alto, come per esempio le aziende alimentari (valore pari a 4). Ancora, per le aziende del campione, è stato calcolato il rapporto tra il valore di mercato ed il valore contabile (denominato "price multiple" – multipli di mercato), metodologia che permette di rapportare la capitalizzazione di mercato delle società quotate e i valori contabili dei capitali netti delle stesse. Maggiore è il divario tra il valore di mercato ed il valore contabile, maggiore sarà il valore assunto da questo rapporto e maggiore sarà di conseguenza l'importanza e la consapevolezza del grande peso assunto dai beni intangibili per lo più non iscritti nei bilanci delle imprese. Questo rapporto risulta essere superiore a 5 per le aziende knowledge-based, raggiungendo addirittura valore 10.87 per le imprese di software ed un valore che si aggira intorno a 9 per le aziende farmaceutiche e quelle che operano nel campo delle comunicazioni; fattore che suggerisce la limitata importanza del valore contabile per la determinazione del valore di mercato dell'impresa stessa. Il "Comprehensive Value" rappresenta invece la somma tra Capitale Intangibile e valore contabile; analizzando il rapporto tra il valore di mercato e questo valore è possibile concludere che più questo rapporto si avvicina ad uno più le imprese risulteranno essere knowledge-intensive e maggiore sarà il peso economico degli asset intangibili per investitori ed analisti del mercato. L'ultima colonna mostra il tasso di crescita annuale dell'IDE per le aziende del campione per un periodo che va dal 1990 al 1999: le aziende operanti nel settore dei servizi di consulenza, per le quali le Risorse Umane e di conseguenza le risorse intangibili rappresentano l'asset patrimoniale più importante, presentano il più alto grado di crescita (31.1%), seguite dalle industrie di elettronica e di computer.

Stima dei driver del Capitale Intangibile

Dopo aver verificato il contributo che le risorse intangibili forniscono per il raggiungimento della performance aziendale, ora è necessario determinare i

driver del Capitale Intangibile, quelle attività su cui oggi si basa la crescita e la profittabilità dell'impresa, misure non riconosciute come asset nei report finanziari. Come già accennato in precedenza il Capitale Intellettuale è determinato da vari fattori: l'innovazione, il Capitale Umano, il capitale organizzativo, le relazioni con clienti e fornitori ed altri ancora. Per molti di questi driver però non si hanno a disposizione informazioni, perciò la maggior parte degli studi possono essere intrapresi solamente per quelle categorie di intangibles driver che presentano valori nel bilancio d'esercizio delle società.

R&S, Pubblicità

Molte ricerche accertano che le spese e gli investimenti in Ricerca & Sviluppo ed in Pubblicità sono associati positivamente con la creazione di ricchezza. In particolar modo la R&S è la maggior forma di investimento in Capitale Intangibile che un'azienda generalmente sostiene ed il suo contributo alla crescita e allo sviluppo dell'impresa è altamente documentato⁷⁹. Nonostante questo asset non venga riconosciuto tale sotto le regole di contabilità tradizionali (negli Stati Uniti), gli investitori lo considerano ugualmente un investimento profittevole. La Pubblicità è un altro importante strumento, un'altra importante risorsa che le aziende hanno a disposizione per creare ricchezza ed agisce attraverso l'aumento della consapevolezza del marchio aziendale e quindi attraverso la fidelizzazione del cliente. Le prime ricerche sulle spese sostenute per promuovere gli investimenti in questa risorsa, trovano esservi una forte legame tra i benefici prodotti, anche se di breve termine, ed i risultati raggiunti dalle imprese (in ambito concorrenziale). Altre forme di investimento sono rappresentate dal 'Capital Expenditure', il quale rappresenta un insieme di risorse intangibili incorporate negli asset fisici, ossia il sistema amministrativo, le reti informatiche ed altre risorse appartenenti al Capitale Strutturale. Il modello indicato stima perciò il contributo dei driver appena elencati attraverso la

$$IDE_{it} = a_0 + a_1 ADVT_{it} + a_2 RD_{it} + a_3 CAPEXP_{it} + e_{it}$$

regressione di IDE (contributo degli Intangibles alla performance aziendale) su ADVT (spese di pubblicità), R&D (spese si ricerca e sviluppo) e CAPEXP (spese 'capitali').

⁷⁹ Lev and Sougiannis (1996) – *"The capitalization, amortization and value-relevance of R&D"*.

Risultati: tutte le regressioni producono stime positive e significative dei coefficienti (ad un livello di significatività fissato pari all'1%), elementi che indicano il contributo economico significativo dei driver sopra citati e la forte correlazione tra questi ed il valore degli intangibles (Figura 3). Per esempio nella prima regressione che include tutti e tre i driver contemporaneamente, i coefficienti stimati indicano che per 1\$ investito in R&S, pubblicità e 'spese capitali', il contributo di questo al valore degli intangibles è rispettivamente di 0.131\$, 0.229\$ e 0.052\$.

Marchi

Prima di procedere con la stima del modello di regressione, si vuol studiare l'associazione (correlazione) (Figura 4) esistente tra il valore dei marchi e le misure basate sugli intangibles (IDE: contributo degli intangibles alla performance aziendale – IC: valore, stima del Capitale Intellettuale). I marchi sono importanti asset economici, sebbene simili agli investimenti in Ricerca e Sviluppo in quanto non riconosciuti come risorse soggette a rilevazione contabili sotto gli US GAAP; questo è dovuto essenzialmente al fatto che i marchi rappresentano risorse difficilmente stimabili. Nonostante ciò alcuni studi⁸⁰ dimostrano che la correlazione tra il valore dei marchi ed entrambi gli indicatori basati sugli intangibles risulta essere positiva e statisticamente significativa per un livello di significatività fissato pari all'1%; lo stesso studio dimostra anche che il valore dei marchi è positivamente e significativamente associato con il valore di mercato delle imprese. Ritorniamo ora al modello di regressione. Il contributo di tali asset è stimato attraverso il seguente modello:

$$VI_{it} = b_0 + b_1 RDCAP_{it} + b_2 BRAND_{it} + b_3 FOOD_{it} + v_{it}$$

in cui VI rappresenta una delle misure basate sugli intangibles, RDCAP rappresenta la stima degli investimenti in R&S, BRAND il valore dei marchi e FOOD rappresenta una variabile dummy che assume valore 1 per le aziende che operano nel mercato alimentare e delle bevande e pari a 0 altrimenti.

Risultati: per tutte le regressioni (Figura 5) il coefficiente associato ai marchi risulta essere positivo e significativo e questo varia a seconda della variabile dipendente definita ed individuata per il modello. La stima del valore dei

⁸⁰ Barth (1998) – “Brand values and capital market valuation”.

marchi risulta essere associata in misura più significativa con il valore degli intangibles (IDE – 0.078) rispetto ai rendimenti aziendali (reported earnings – 0.061). Un investimento in marchi pari a \$1 genera approssimativamente \$1.02 di intangibles nella regressione su IDE (ossia investire 1 dollaro in marchi fornisce un contributo pari a 1.02 dollari al valore degli intangibles e di conseguenza al valore di mercato dell'azienda). Il coefficiente relativo agli investimenti in R&S risulta essere superiore rispetto al valore dei marchi in tutte le regressioni, suggerendo l'esistenza di una più alta produttività dei marchi associati alle spese in R&S. Il coefficiente di determinazione (R^2) conferma infine quanto detto fin'ora: il modello che meglio riesce a descrivere i dati è proprio quello che include tutte le variabili ed in particolar modo il valore dei marchi.

Capitale Umano

Come definito nei primi capitoli, entrano a far parte delle risorse intangibili anche le competenze delle persone che operano in azienda, le loro conoscenze, le loro idee, le loro capacità: il cosiddetto Capitale Umano. I dipendenti contribuiscono a generare reddito nel momento in cui lavorano e svolgono le proprie funzioni al fine di raggiungere lo scopo che l'azienda si prefigge; i dipendenti non devono perciò lavorare separatamente gli uni dagli altri con il fine di soddisfare puramente i propri interessi personali, ma devono lavorare in modo coerente ed interagire tra loro con il fine ultimo che l'impresa stessa si prefigge di raggiungere. Per far in modo che questi soggetti lavorino con questo fine è necessario promuovere una serie di incentivi, di compensi necessari per stimolarli, per incoraggiarli, per animarli, per indirizzarli verso la rotta che il management si pone. E così le imprese investono molte risorse nel loro Capitale Umano attraverso la formazione e l'educazione dello stesso in quanto le stesse non esisterebbero senza i propri dipendenti: il Capitale Umano rappresenta la più importante fonte di ricchezza, la risorsa, l'asset più rilevante. Ricerche empiriche dimostrano però che lo studio del contributo di questo Capitale alla profittabilità dell'impresa e alla determinazione del valore di mercato della stessa è molto raro e difficoltoso in quanto non esistono informazioni pubbliche circa questa risorsa (aspetto centrale della tesi!). Diventa perciò difficile riuscire a valutare separatamente i benefici derivanti dalle spese

nel Capitale Umano in rapporto con altri investimenti. Una prova è stata ugualmente effettuata: attraverso il modello riportato di seguito sono stati

$$VI_{it} = c_0 + c_1 RDCAP_{it} + c_2 CAPEXP_{it} + c_3 SGA_{it} \\ + c_4 LPCT_{it} + c_5 BPCT_{it} + u_{it}$$

analizzati, per ciascun dipendente, gli incentivi di lungo termine pagati e sostenuti dalle imprese nei loro confronti (LPCT: long term incentive pay) e i bonus annuali calcolati come percentuale dei rispettivi salari base (BPCT: percentage of annual bonus). Oltre a queste variabili, rientrano nel modello le spese sostenute per la ricerca e lo sviluppo (RDCAP), le spese 'capitali' (CAPEXP) e SGA che rappresentano le spese amministrative e generali sempre relative al personale.

Risultati: dalle stime ottenute (Figura 6) risulta che alle aziende (il campione è costituito da un sottoinsieme delle aziende iniziali si riferimento; ossia sono state analizzate 500 aziende su un arco di tempo che va dal 1996 al 1999) che perseguono questa politica è associato un più elevato valore degli intangibles, come anche un più alto valore di mercato ed un più alto rendimento azionario⁸¹. Sulla base delle responsabilità e dei poteri del manager, sono stati individuati due livelli – middle and high level – per i quali sono stati analizzati due separati modelli di regressione. Gli effetti degli incentivi, dei compensi pagati ai dipendenti appaiono essere più forti per il livello medio (0.771) rispetto a quello più alto (0.061) e comunque in entrambi i casi i coefficienti risultano essere significativamente associati al valore del Capitale Intangibile. Dalle stime del modello ed in particolar modo attraverso il calcolo della statistica R² (coefficiente di determinazione) si nota che, se analizzati insieme nello stesso modello, questi due driver (LPCT e BPCT) spiegano più del 40% della variazione della performance aziendale dovuta appunto all'utilizzo di queste risorse intangibili; perciò il modello migliora nel momento in cui queste variabili vengono incluse.

⁸¹ Tra gli incentivi forniti ai dipendenti rientrano anche i diritti di opzione posseduti da coloro che posseggono delle azioni, quali quote di proprietà dell'azienda.

Capitale Organizzativo

Analogamente al Capitale Umano, anche le informazioni circa il capitale organizzativo sono raramente fornite dalle aziende; nonostante questo alcune analisi confermano esservi un'associazione positiva tra il valore di mercato delle aziende e gli investimenti nel sistema informatico e in acquisti tecnologici, elementi che contribuiscono positivamente al funzionamento del sistema aziendale.

Conclusioni

L'approccio utilizzato per stimare il valore degli intangibles e dei relativi driver risulta essere efficiente in quanto produce, per ciascun modello, stime (di parametri relativi agli intangibles) economicamente significative. I risultati indicano che gli investimenti in R&S, Pubblicità, Marchi, Tecnologia Informatica e Risorse Umane rappresentano importanti driver del Capitale Intangibile: gli stessi sembrano riuscire a catturare il valore di quelle attività che risultano essere i pilastri della crescita e della profittabilità delle imprese, ma che non sono riconosciuti come tali nei tradizionali report finanziari. Le misure basate sugli intangibles forniscono informazioni più rilevanti rispetto alle convenzionali misure di performance, dai rendimenti ai flussi di cassa, agli indicatori di redditività quali ROA, ROE, ecc. Quest'approccio suggerisce pertanto che i risultati ottenuti circa le stime del valore delle varie categorie di intangibles possono essere comparati e combinati con i già esistenti parametri di performance al fine di fornire una più completa visione del valore dell'azienda. Per esempio, il valore del Capitale Intangibile può essere aggiunto al valore contabile presente a libro per produrre una stima più accurata che prenda in considerazione tutti gli asset che costituiscono il patrimonio aziendale, dalle risorse tangibili come le attrezzature e i macchinari, agli intangibles come i marchi e i brevetti: questo è proprio ciò che in precedenza abbiamo definito 'Comprehensive Value'. Per questo motivo, l'approccio seguito risulta essere di estrema importanza in quanto utile e facilmente utilizzabile da investitori ed analisti alla continua ricerca di informazioni sulla performance futura delle risorse immateriali.

LA COMUNICAZIONE

Sono sempre più numerosi i ricercatori che riconoscono il valore dei beni immateriali come il punto di forza di ogni organizzazione che voglia mantenersi competitiva sul mercato. Molto spesso accade però di trovarsi di fronte ad una contraddizione: coloro che agiscono all'interno del mercato dei capitali (gli investitori) necessitano di informazioni sul Capitale Intellettuale per effettuare le scelte migliori, per individuare quali tra le diverse alternative permette loro di ottenere un maggior rendimento, mentre altri "attori" dello stesso mercato rifiutano questo fatto (asimmetria informativa). Vi un'esigenza di riservatezza: i manager delle aziende sono riluttanti a fornire informazioni "private" legate alle conoscenze, alle capacità, alle competenze, al loro know-how, a tutto ciò che sta alla base del loro successo, a divulgare all'esterno notizie riferite al profilo strategico-operativo della gestione a causa della paura di comunicare e trasmettere dati per loro troppo importanti e ritenuti "segreti" o per cercare a volte anche di nascondere esiti negativi e quindi evitare o, perlomeno, ritardare ricadute negative sull'immagine e sul management dell'impresa. D'altro canto però le informazioni di tipo non finanziario facilitano una più precisa valutazione dell'impresa da parte degli investitori finanziari, diminuiscono il rischio da loro affrontato nell'investire in una determinata impresa, accrescono inoltre la liquidità nel mercato azionario attraverso l'aumento della domanda di titoli⁸². Effettuando un'analisi costi-benefici è possibile individuare pro e contro connessi ad un'ampia e completa reportistica aziendale con riferimento ad informazioni di tipo non finanziario collegate al patrimonio intangibile. Da una parte questa completa *disclosure* può rafforzare la credibilità da parte degli stakeholders aziendali, migliorando le relazioni con gli investitori e a livello macroeconomico potrebbe favorire la razionale allocazione dei capitali; dall'altra parte invece questa potrebbe generare maggiori costi di comunicazione o rischi legati alla perdita di competitività dovuti all'appropriazione da parte dei concorrenti di informazioni critiche relative ai driver, alle risorse che costituiscono la base del successo aziendale.

⁸² Diamond & Verrecchia (1991) – "*Disclosure, liquidity and the cost of equity capital*".

Asimmetria informativa: le cause

Questa forma di ambivalenza, di asimmetria informativa può essere spiegata mettendo in luce cinque possibili cause della stessa:

1. *Knowledge problem*

Molto spesso chi opera all'interno del mercato dei capitali non riesce a comprendere il vero significato, l'importanza assunta dagli intangibles negli ultimi anni. Questa lacuna può essere causata dalla mancanza di informazioni: queste vengono individuate, analizzate, studiate ma non comunicate; recenti ricerche hanno confermato infatti l'enorme contributo che gli investimenti nel Capitale Intellettuale, nel Capitale Umano forniscono alla crescita aziendale, ma queste non giungono a chi ne è veramente interessato.

2. *Uncertainty problem*

Nel momento in cui gli investitori riescono invece a comprendere il forte legame esistente tra gli indicatori del CI e la performance aziendale, può accadere che gli stessi siano esitanti, siano restii ad effettuare determinati investimenti in intangibles, in quanto non sono certi di volersi affidare interamente alle stime e valutazioni fornite dagli indicatori stessi. Riescono questi driver a spiegare, a misurare in modo valido e affidabile il valore degli intangibles a cui si riferiscono?

3. *Ownership problem*

Come accennato nella classificazione degli intangibles il Capitale Umano, le competenze dei membri che agiscono all'interno dell'organizzazione, non possono essere di proprietà di nessuno al di fuori della persona che le possiede. Un'impresa non può possedere le capacità individuali intrinseche nei dipendenti e proprio in relazione a ciò si individua un certo grado di rischio legato alla perdita delle stesse.

4. *Management problem*

Misurare e comunicare le informazioni raccolte sugli intangibles è una cosa; amministrarle, comprenderle, utilizzarle in modo adeguato e profittevole è un'altra. I manager sono in grado di 'prendersene cura'?

5. *Mentality problem*

Il più importante 'deterrente' che frena l'interesse nei confronti degli intangibles è la mentalità di gruppo degli analisti. Questi ultimi dipendono gli uni dagli altri anche se allo stesso tempo competono tra loro: lavorano in gruppo, posseggono dei propri segreti che stanno alla base del loro successo e hanno bisogno di venire a conoscenza, di acquisire i segreti legati al mercato del capitale. Perciò lavorano continuamente, non hanno spazio e tempo per le loro emozioni, per i sentimenti umani, agiscono solamente con la loro mente. In questo modo è molto difficile per loro riuscire a comprendere le emozioni e le attitudini, le capacità, le esigenze dei singoli, degli essere umani. Essendo loro materiali, puntando unicamente al successo, all'ottenimento della più alta remunerazione, al potere, alla stima, alla sicurezza non hanno tempo per la riflessione; si comportano in modo competitivo, a volte aggressivo. In questo nuovo contesto operativo caratterizzato da un forte sviluppo tecnologico, dalla crescita della comunicazione elettronica, il lavoro degli analisti diviene sempre più isolato. Il contatto fisico, il lavoro di gruppo si attenua. In entrambi i casi la distanza tra loro e le persone comuni, aumenta. Facendo riferimento ad esempio alla vendita di azioni, possiamo notare che negli ultimi anni la figura dell'analista, del venditore si è affievolita. Ora come ora grazie ad una serie di sistemi elettronici e automatizzati, un dipendente di un'azienda può acquisire una azione in breve tempo senza ricorrere per forza ad un intermediario. A causa di questa distanza risulta difficile riuscire a capire le emozioni ed i pensieri di coloro che ti stanno distanti, ma soprattutto risulta difficoltoso riuscire a cogliere i loro desideri, i loro interessi, nonché i loro bisogni, le loro aspettative. Crescono così le barriere tra gli analisti del mercato dei capitali e i dipendenti, le persone che lavorano all'interno delle imprese.

Le imprese che producono report e trasmettono informazioni rivolte agli 'attori' esterni si sono sviluppate nella scia della globalizzazione e dell'integrazione del mercato dei capitali⁸³. Gli sviluppi tecnologici, l'importanza crescente di nuovi settori economici, come il settore della biotecnologia, hanno favorito lo sviluppo di un'economia in cui il processo di creazione di valore è strettamente legato alla disponibilità da parte delle aziende di risorse intangibili. Questo rende il compito, il ruolo dell'informazione e della scoperta della stessa, di primaria importanza. Molti studi recenti (in particolare da parte delle organizzazioni nordiche) hanno focalizzato la loro attenzione sulla creazione di nuove forme di reporting, tipi di comunicazione e di trasmissione volontaria di informazioni per soddisfare le esigenze e le richieste di maggiore informativa da parte dei partecipanti al mercato dei capitali⁸⁴. Ma forse il problema non riguarda tanto la mancanza di informativa, quanto la difficoltà di interpretazione delle informazioni che vengono prodotte. Holland & Johanson (2003) sostengono che la mancanza di regole empiriche che permettano di interpretare le nuove tipologie di informazione rappresenta un ostacolo: analisti e investitori non sono contrari ad imparare nuove pratiche, nuove tecniche, ma semplicemente non ne hanno i mezzi e le conoscenze appropriate per farlo. Gli 'intellectual capital statements', report 'nuovi' prodotti dalle imprese non sono facilmente comprensibili da coloro che necessitano di informazioni; è necessario sviluppare delle nuove regole che facilitino l'interpretazione di questi rendiconti, che mostrino il contenuto degli stessi e che ne permettano il confronto con quelli prodotti da altre imprese.

Sistema di report aziendale: i nuovi 'Intellectual Capital Statements'

Le aziende incontrano una richiesta crescente di comunicazione che sia più soddisfacente e maggiormente differenziata con il mercato finanziario, poiché i tradizionali report finanziari prodotti dalle stesse riflettono sempre meno le risorse che stanno alla base del processo di creazione di valore e le

⁸³ Holland (1997) – *“Corporate Communications with Institutional Shareholders: Private Disclosure and Financial Reporting.”*

Beattie (1999) – *“Business Reporting: The inevitable Change”.*

Beattie & Pratt (2001) – *“Business Reporting: Harnessing the power of the internet for users”.*

⁸⁴ Johanson (2002) – *“Why are capital market actors ambivalent to information about certain indicators on intangibles?”.*

competenze dell'organizzazione. Sono stati quindi proposti dei cambiamenti associati a questo declino di utilità delle informazioni finanziarie, in particolar modo nello spiegare il prezzo delle azioni e perciò nel loro utilizzo all'interno del mercato dei capitali. Molte organizzazioni hanno modificato il loro asset, passando dalle risorse tangibili ad un patrimonio caratterizzato in gran parte dagli intangibles⁸⁵; in questo modo i tradizionali metodi di accounting risultano essere inadeguati a valutare quelle aziende il cui asset è costituito in prevalenza da risorse immateriali. I tradizionali rendiconti che cercano di rappresentare l'andamento dell'azienda, non sono più considerati di primaria importanza perché fondati su numeri, sulla valorizzazione degli asset finanziari e fisici, materiali; sono indifferenziati e rigidi. E' proprio per questo motivo che nascono gli '*Intellectual Capital Statements*', rendiconti, sistemi di report flessibili che permettono di descrivere questo nuovo fenomeno in modo differenziato da settore a settore e da impresa a impresa e che possono adattarsi al tempo ed al modificarsi del profilo strategico. Secondo Mourtisen e secondo il Ministero Danese di Scienze e Tecnologia, gli ICS rappresentano dei report, i quali attraverso indicatori, illustrazioni e testi comunicano il valore d'uso dell'impresa, ossia le ambizioni del management non solo in relazione alla performance attuale (come facevano i report tradizionali), ma anche in riferimento alla strategia che l'azienda si propone di perseguire in futuro; comunicano le risorse intangibili a disposizione dell'impresa nella forma di dipendenti, clienti, processi e tecnologie utilizzati al fine di raggiungere quanto descritto dal valore d'uso ed infine comunicano i compiti del management al fine di garantire continuità e sviluppo all'azienda. A differenza dei rendiconti finanziari, questi report sul CI non hanno un set di sistemi contabili standard e non sono nemmeno supportati dagli analisti finanziari e dagli investitori, da tempo abituati a lavorare con report di tipo finanziario. Essendo questo un fenomeno nuovo, il mercato dei capitali sta ancora cercando di sviluppare delle leggi, delle regole empiriche sufficienti e tali da permettere loro di comprendere il messaggio fornito da queste informazioni in modo tale che le stesse possano contribuire al processo decisionale e a fornire un'immagine molto più chiara e precisa dell'impresa oggetto di studio.

⁸⁵ Edvinsson & Malone (1997) – "*Intellectual Capital*".

IPO Prospectuses

L'agenzia danese per lo sviluppo del commercio e dell'industria in collaborazione con ricercatori ed analisti e 17 imprese danesi hanno sviluppato un progetto, in seguito elaborato da Bukh nel 2001⁸⁶, riguardante i prospetti IPO – Inizial Public Offering – prodotti dalle imprese danesi nel momento della loro prima vendita di azioni riservate al pubblico al fine di ottenere capitale per espandere il proprio commercio. Scopo dello studio è l'analisi delle informazioni sul Capitale Intellettuale (informazioni di tipo non finanziario relative alle risorse intangibili) contenute nei prospetti prodotti da un campione di imprese danesi quotate alla Borsa Valori di Copenaghen dal 1990 fino al 2001. Come introdotto in precedenza, negli ultimi anni la scoperta di informazioni sul Capitale Intellettuale ha acquisito importanza a causa della globalizzazione, della crescente competizione, ecc⁸⁷, e la comunicazione esterna di tali informazioni ha assunto rilevanza in special modo per quelle imprese che basano la loro forza competitiva e perciò il valore, la ricchezza dell'impresa stessa sul know-how, sulle competenze dei propri dipendenti, sui marchi, sui brevetti e più in generale sugli intangibles. Questi cambiamenti nel processo di creazione di valore hanno indotto molte imprese a sperimentare nuovi modelli di comunicazione esterna, modelli che trasmettano informazioni non presenti nei tradizionali report finanziari. Vari studi indicano che vi è una sostanziale differenza tra i tipi d'informazione prodotti dai report annuali e l'informativa domandata dal mercato⁸⁸, da analisti ed investitori (asimmetria informativa tra management e stakeholders esterni): sebbene le informazioni di tipo non finanziario hanno assunto maggiore importanza, gli utilizzatori di queste considerano la loro 'disclosure' ancora insufficiente. I tradizionali report sono prodotti allo scopo di rappresentare in linea generale la performance raggiunta dall'impresa, a differenza dei prospetti che analizzeremo, realizzati con il fine di illustrare le prospettive future dell'azienda, gli intenti, la direzione strategica da queste seguita e anticipare risorse e capacità di cui essa dispone per poter ottenere e mantenere un vantaggio competitivo nel lungo periodo. In questo

⁸⁶ Bukh, Nielsen, Gormsen, Mourtisen (2001) – *"Disclosure of Information on Intellectual Capital in Danish IPO Prospectuses"*.

⁸⁷ Vedi introduzione.

⁸⁸ Eccles (2001) – *"The value reporting revolution: moving beyond the earnings game"*.
Eccles & Mavrinac (1995) – *"Improving the corporate disclosure process"*.

modo è possibile andare oltre la semplice rappresentazione dei risultati raggiunti; sono selezionate quelle informazioni che permettono all'azienda di comunicare le basi del proprio successo, del processo di creazione di ricchezza ad investitori ed analisti al fine appunto di incrementare la crescita e la ricchezza degli shareholder. Il livello di 'disclosure' obbligatoria che le imprese sono tenute a comunicare all'esterno non è sufficiente a fornire un'immagine vera e reale dell'impresa, del suo valore corrente e delle previsioni circa il futuro: per questo motivo è necessaria una 'disclosure' volontaria supplementare. Nel momento in cui un'impresa decide di quotarsi in Borsa viene prodotto e pubblicato un prospetto (IPO Prospectuses) al fine di vendere le azioni ai potenziali investitori. È proprio questo momento che offre l'opportunità unica di studiare ed analizzare il tipo e la quantità d'informazione volontaria prodotta dalle imprese stesse. Essendo i manager incentivati a presentare, a raffigurare l'azienda nel migliore dei modi al fine di massimizzare il processo di emissione di titoli⁸⁹, sarà loro cura fornire più informazioni possibili riguardanti le leve di cui l'azienda dispone per aumentare il proprio valore. I report prodotti dovranno perciò fornire informazioni circa le capacità e le competenze dei dipendenti, le abilità del management, la capacità finanziaria dell'azienda, la performance attuale e le previsioni circa quella futura ed altri asset posseduti dall'impresa stessa che permettono di crescere e aumentare la ricchezza dei propri shareholders al fine di dimostrare agli investitori che investire nella stessa permetterà loro di ottenere un rendimento certo. Questi 'sforzi' per attirare gli investitori sono centrati proprio sugli IPO Prospectuses. Certo questi prospetti hanno un gruppo di 'lettori' molto più limitato rispetto ai tradizionali report prodotti dall'impresa, ma in relazione a questi forniscono maggiori e più importanti informazioni.

Lo studio seguente è stato effettuato su un campione di 57 imprese danesi (il primo report danese sul Capitale Intellettuale è stato pubblicato nel 1998) al fine, come accennato sopra, di analizzare l'estensione della rilevazione volontaria di informazioni effettuata dall'impresa e investigare se questa può essere spiegata da 4 variabili di controllo: le differenze circa i settori in cui le imprese operano, i diritti di proprietà posseduti dai manager prima della

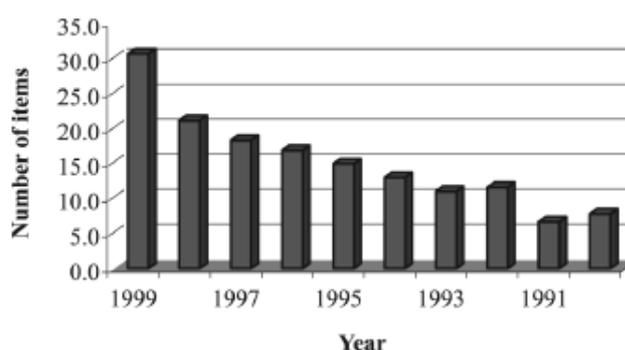
⁸⁹ Mather (2000) – *"The use and representational faithfulness of graphs in Australian IPO Prospectuses"*.

produzione dei prospetti, la grandezza e l'età dell'impresa (questo aspetto verrà affrontato con più precisione in seguito). Sono stati individuati 78 "items" (es.: numero di brevetti, soddisfazione del cliente, giro d'affari) da includere nel report, al fine di quantificare e misurare l'ammontare delle informazioni relative al Capitale Intellettuale; questi sono poi stati suddivisi in 6 categorie, quali:

| | | |
|-----------------------------|------------------------|------------|
| Disclosure Index (78 items) | Employees | (27 items) |
| | Customers | (14 items) |
| | IT | (5 items) |
| | Processes | (8 items) |
| | Research & Development | (9 items) |
| | Strategic Statements | (15 items) |

Oltre a questa suddivisione ne è stata effettuata un'altra, in cui gli items sono stati suddivisi sulla base del settore di appartenenza delle imprese analizzate: Produzione – IT ed alta tecnologia – Commercio e imprese di servizi – Ricerca, biotecnologia e farmaceutica. Il grafico sottostante può confermare esattamente quanto esplicitato fino ad ora: dal 1990 al 1999 la quantità di informazioni fornite circa gli intangibles è aumentato in modo significativo per ciascuna delle categorie considerate; sviluppo che predomina in particolar modo per le categorie di dipendenti, R&S e strategic statement. Le imprese sono molto più

“aperte” ed assumono un orientamento volto al futuro nella redazione dei loro report. Stanno entrando in una nuova logica: un report aziendale deve fornire non solo informazioni circa il valore creato



dall'azienda, ma informazioni relative al modo in cui le aziende riescono a produrlo, chi sono i clienti, cosa crea valore per il cliente al fine di individuare le leve su cui l'azienda dovrebbe agire per la propria crescita futura. Questo permette una più attenta e accurata valutazione della performance aziendale e permette soprattutto all'insieme di stakeholders portatori di interesse nei

confronti dell'impresa di effettuare scelte legate ad un minor grado di rischio e di incertezza. Come specificato prima questo studio ha cercato di individuare anche i fattori che possono rappresentare le cause di questa 'disclosure' sul Capitale Intellettuale. Attraverso un test di analisi della varianza (ANOVA) è stato analizzato se l'età, la grandezza, la tipologia dell'impresa (high-tech/low-tech) e il possesso di diritti di proprietà da parte del management (variabili indipendenti) possono influire sulla rilevazione di informazioni sugli intangibles (variabile dipendente).

- *Tipologia di impresa*: come ipotizzato le imprese operanti in settori strettamente legati alle risorse intellettuali (high-tech companies/intangibles-intensive companies), quali per esempio i settori della biotecnologia, dei computer, della medicina sono propensi a fornire maggiori informazioni sugli intangibles (31.7%) se relazionati con i settori tradizionali (low-tech companies) quali il commercio, il settore manifatturiero (16,4%)⁹⁰.
- *Diritti di proprietà posseduti dal management*: importante fattore che indica ai potenziali investitori se le persone che conoscono più da profondo l'azienda e le loro previsioni circa il rendimento futuro della stessa, considerano l'impresa un buon investimento o meno. Le imprese in cui i manager possiedono delle azioni di proprietà nel momento in cui la stessa si quota nel mercato dei capitali, forniscono maggiori informazioni sul Capitale Intellettuale (26.4%) rispetto alle altre imprese (17.1%).
- *Grandezza dell'impresa*: le imprese sono state suddivise in due categorie – piccole imprese (meno di 250 dipendenti) e medie-grandi imprese (più di 250 dipendenti). Vi sono differenti punti di vista: alcuni studiosi sostengono che non vi sia una relazione tra la 'company size' e l'estensione della 'disclosure'⁹¹, mentre altri non sono d'accordo con ciò⁹². Da una parte questi affermano che le imprese di maggiori dimensioni hanno un accesso più facilitato ad ogni tipo di risorsa e sostengono dei rischi meno elevati

⁹⁰ Mavrincac & Boyle (1996) – Mavrincac & Siesfeld (1997).

⁹¹ Wallance (1988) – Stanga (1976).

⁹² Adrem (1999) – Ahmed & Courtis (1999).

investendo nel mercato dei capitali a differenza delle imprese di piccole dimensioni: le prime, detenendo già una posizione stabile e ben radicata, una posizione di vantaggio all'interno del mercato in cui operano, avendo perciò un'immagine già consolidata agli occhi della clientela, sono meno riluttanti a fornire informazioni sul proprio Capitale Intangibile perché meno preoccupate dei rischi che potrebbero correre rendendo 'trasparenti' i fattori che stanno alla base del loro successo. D'altro canto le imprese minori dovrebbero essere più propense a fornire informazioni sulle risorse immateriali di cui dispongono allo scopo di incentivare i risparmiatori ad investire il loro denaro in azioni, in titoli con il fine ultimo di crescere, di svilupparsi e di raggiungere una posizione competitiva all'interno del mercato stesso; perciò dovrebbero essere queste ultime a giocare un ruolo dominante in Borsa.

- *Età dell'impresa*: imprese giovani (meno di 20 anni di attività) e imprese 'vecchie' (più di 20 anni di attività). Anche per questo fattore, vi è una contraddizione: alcuni analisti sostengono che vi è una relazione inversa tra l'età e la disclosure. Più giovane è l'impresa, meno anni di vita ha, maggiore sarà l'informativa da essa fornita nel momento della sua prima quotazione in Borsa al fine di farsi conoscere al di fuori. Altri analisti invece, come per la grandezza dell'impresa, sostengono che non vi sia una relazione tra questo fattore e la 'disclosure'.

I risultati di questo studio confermano, in linea generale, l'importanza dell'informativa legata agli intangibles, al Capitale Intellettuale e il contributo delle risorse immateriali, quali brevetti, investimenti in R&S nel processo di creazione di valore. La scoperta, la rilevazione volontaria di informazioni circa il Capitale Intellettuale nei prospetti IPO è cresciuta sostanzialmente nell'ultimo decennio e di conseguenza a ciò la necessità di sviluppare un insieme di linee guida per la redazione e la pubblicazione completa e maggiormente accurata di queste informazioni nei report prodotti dalle aziende.

INTANGIBLES E CAPITAL MARKET

Nei capitoli precedenti abbiamo esaminato il modo in cui le informazioni sul Capitale Intellettuale vengono prodotte e comunicate dalle imprese agli investitori, agli analisti, a coloro che operano all'interno del mercato dei capitali: si è perciò preso in considerazione il 'mercato dell'informazione' e come questo sia organizzato al fine di utilizzare le informazioni sul CI all'interno del mercato dei capitali per la valutazione del valore di mercato, valore azionario delle aziende. Il *mercato dell'informazione* può essere concepito come un mezzo per collegare l'attività di fornitura delle informazioni aziendali all'attività di domanda delle stesse⁹³: la prima proviene dai produttori e 'scopritori' di tali informazioni nella forma di aziende quotate (attraverso l'elaborazione dei tradizionali 'financial accounting statements' e dei nuovi 'intellectual capital statements'), la seconda è effettuata dal mercato azionario (exchange market). In questi termini il mercato delle informazioni assume il ruolo d'intermediario ed assume importanza come fonte d'informazione per analisti e 'fund manager'. Nel capitolo 7 abbiamo analizzato e stimato il valore degli intangibles ed il contributo da questi fornito allo sviluppo della performance aziendale; in questo capitolo invece cercheremo di approfondire (solamente dal punto di vista teorico e non pratico) il possibile legame che può sussistere tra il Capitale Immateriale ed il valore di mercato delle imprese, il rendimento azionario delle stesse.

Una ricerca svolta da Holland⁹⁴ nel 2002 su un campione d'impresе del Regno Unito rivela il ruolo centrale assunto dal Capitale strutturale e dal Capitale Umano (2 categorie di intangibles) nella determinazione del valore corrente (valore d'uso) delle imprese. Attraverso l'analisi della catena di creazione di valore, costituita da tre processi tra loro interconnessi, i quali rappresentano a loro volta il cuore della 'corporate disclosure' rivolta ai FMs (fund managers), sono state valutate le informazioni sugli intangibles prodotte negli stessi. I tre livelli di questa catena sono i seguenti:

⁹³ Gonedes (1976) – *"The capital market, the market for information, and external accounting"*.
Keane (1983) – *"Stock Market Efficiency – Theory and Implications"*.

⁹⁴ Holland (2002) – *"Accounting, Auditing and Accountability Journal"*.

- *Hierarchical value creation process*

In questo processo viene analizzata l'azienda secondo una linea gerarchica, ossia prendendo come punto di riferimento coloro che, all'interno della stessa, assumono un ruolo 'di vertice', individuando così elementi del Capitale Intangibile che sono intrinseci nei soggetti analizzati, presenti perciò a livello direzionale e strategico, quali la qualità del top management, gli intenti, le aspettative dello stesso, la credibilità e la coerenza della strategia aziendale con l'attività effettivamente svolta, l'efficacia degli schemi di remunerazione del management, ecc.

- *Horizontal value creation process*

Questo processo invece analizza l'azienda sotto il profilo orizzontale e consiste nella ricerca, trasformazione e produzione di informazioni circa gli intangibles ad un livello più operativo. All'interno dello stesso vengono sfruttate risorse quali il sistema di R&S, i marchi, i brevetti, il processo di innovazione per nuovi prodotti e le abilità tecniche legati alla produzione vera e propria di tali informazioni perciò tutti driver del Capitale Intangibile legati alle Risorse Umane, nonché le relazioni con clienti e fornitori per quanto riguarda invece la divulgazione delle stesse ed in relazione perciò al Capitale esterno.

- *Network value creation process*

Quest'ultimo processo comprende infine la valutazione degli asset tangibili ed intangibili all'interno nel mercato azionario e perciò la stima del contributo degli stessi nella determinazione del valore di mercato delle imprese (argomento che vorremmo approfondire proprio qui).

In questa ricerca Holland analizza quali intangibles vengono creati ed utilizzati all'interno di ciascun processo e come gli stessi interagiscono tra loro al fine di creare maggior valore per l'impresa in termini di cash flow e di crescita economica. Dal 1990 in poi i manager si sono sempre più interessati agli intangibles, in particolar modo alla qualità del top management o alle abilità relative alla gestione dei brevetti, ecc., al fine di analizzare come gli stessi influiscono sul prezzo e sul valore delle azioni, nonché sulla massimizzazione del valore per gli azionisti (shareholders). Come accennato prima le imprese forniscono una serie di informazioni (limitate!) sugli intangibles che creano

valore per i fund managers e per gli altri partecipanti del mercato dei capitali; alcune informazioni però, una volta ricevute dagli stessi, sono molto difficili da valutare e da utilizzare per prendere decisioni e agire di conseguenza nel mercato azionario. D'altra parte però informazioni private fornite dalle imprese 'volontariamente' rappresentano tra il 25% ed il 50% delle informazioni che vengono poi utilizzate nella valutazione finale dell'azienda: questo per evidenziare il fatto che dati qualitativi circa il Capitale Umano e Strutturale combinati con dati quantitativi (prodotti per legge dalle imprese) creano una nuova base per la stima della performance aziendale e del rendimento azionario.

Stima del contributo degli intangibles alla determinazione del rendimento azionario delle imprese

Studi e ricerche dimostrano l'esistenza di una forte correlazione (positiva) tra il valore del Capitale Intangibile ed il rendimento azionario (stock returns) ottenuto dalle imprese quotate in Borsa attraverso la compravendita di titoli. Tradizionalmente la redditività delle azioni veniva misurata da parametri monetari, di tipo finanziario come i flussi di cassa, i valori contabili presenti in bilancio; nell'ultimo periodo invece gli economisti hanno individuato tra le variabili che contribuiscono alla sua determinazione, anche il valore assunto dalle Risorse Intellettuali. Queste, anziché focalizzarsi sulla performance "storica" fornita dagli asset aziendali, prestano maggior attenzione alle possibilità delle imprese di ottenere vantaggi nel lungo periodo, perciò si focalizzano sulle risorse critiche, la cui stima contribuisce alla determinazione di previsioni circa la performance futura dell'azienda. E' proprio il valore attribuito a queste risorse che riesce in parte a spiegare il divario esistente tra il valore contabile di un'impresa, iscritto nel bilancio d'esercizio, ed il valore che questa assume nel mercato dei capitali, ossia il suo valore di mercato. Dovendo analizzare la relazione esistente tra intangibles e valore di mercato – valore azionario – delle imprese facenti parte del campione di riferimento, al fine di ottenere dei risultati facilmente comprensibili ed interpretabili, sarebbe necessario in primo luogo individuare le variabili indipendenti, indicatori che possono in qualche modo influire sulla formazione del rendimento delle azioni.

Sarebbe possibile individuare e costruire un modello di regressione che spieghi una variabile risposta in funzione di un'insieme di variabili esplicative. Come variabile dipendente potrebbe essere individuato il rendimento azionario per le imprese incluse nel campione o meglio ancora il prezzo delle azioni, in modo tale da poterlo successivamente confrontare con l'utile raggiunto dalle imprese stesse e attraverso l'individuazione del rapporto prezzo/utile, sarebbe possibile calcolarne un indice di redditività. Tra le variabili indipendenti invece si potrebbero individuare:

- *Book Value*: valore contabile determinato dalla differenza tra il costo di acquisto o di produzione (compresi tutti i costi accessori e gli oneri direttamente imputabili al prodotto) e gli ammortamenti (deprezzamento del prodotto).

Tra gli indicatori di redditività, in quali si occupano di valutare la capacità dell'impresa di produrre risultati economici soddisfacenti, possiamo includere:

- *ROE* (Return on Equity): indicatore di redditività del Capitale Proprio (patrimonio netto) determinato dal rapporto tra il Reddito Netto ed il Capitale Netto. Esso rappresenta il massimo indicatore di sintesi della redditività d'impresa, esprimendo in termini percentuali il rendimento complessivo dell'azienda dal punto di vista del portatore del Capitale Proprio.
- *ROA* (Return on Assets): indice di redditività dell'attivo netto legato alla gestione operativa⁹⁵, caratteristica dell'attività tipica svolta dall'impresa e che rappresenta a sua volta la principale area di intervento per migliorare la redditività del patrimonio netto di un'impresa. Questo indicatore è definito dal rapporto tra il Reddito Operativo⁹⁶ e l'Attivo Netto (totale degli investimenti, degli impieghi)⁹⁷ ed esprime sempre in termini percentuali il rendimento di tutte le attività impiegate nella gestione caratteristica e nella gestione accessoria (insieme gestione operativa), prescindendo dalle modalità e dai

⁹⁵ L'insieme delle operazioni svolte dall'impresa può essere classificato in cinque aree gestionali, al fine di osservare e valutare la capacità di conduzione della gestione correlando i valori a specifiche aree di gestione e comprendere così il contributo delle diverse aree alla determinazione del risultato economico di sintesi. Le aree di gestione sono: la gestione caratteristica e patrimoniale che congiuntamente identificano il settore operativo della gestione; la gestione finanziaria; la gestione straordinaria ed infine la gestione fiscale.

⁹⁶ Risultato economico che deriva dalle diverse forme di impiego del Capitale – sia nella gestione caratteristica che in altre attività – al lordo degli interessi passivi, dei proventi e oneri straordinari e delle imposte.

⁹⁷ Esprime il totale delle risorse finanziarie impiegate nella gestione (reperite attraverso l'indebitamento a breve e a lungo e attraverso il patrimonio netto).

costi del finanziamento, nonché dai fattori straordinari e dall'imposizione fiscale. Questo indicatore può essere a sua volta scomposto in:

- *ROS*: indice di redditività delle vendite ottenuto dal rapporto tra il Reddito Operativo e i Ricavi Netti di Vendita; riflette (sempre in termini percentuali) la relazione tra ricavi e costi operativi.
- *Rotazione dell'attivo netto* (degli impieghi): Ricavi Netti di Vendita sull'Attivo Netto. Questo indice misura, in termini assoluti, quante volte il totale degli impieghi "ruota" per effetto delle vendite nel periodo considerato⁹⁸, esprimendo così un indicatore di efficienza riguardo la capacità di vendere a partire da un dato ammontare di risorse impiegate nella gestione.
- *ROI* (Return on Investments): indicatore di redditività del Capitale Investito definito dal rapporto tra il Reddito Operativo ed il Capitale Investito. A differenza dell'Attivo Netto che rappresenta in sintesi il fabbisogno finanziario complessivo e le sue forme di copertura, il Capitale Investito esprime quali siano i fabbisogni finanziari che residuano dopo aver considerato anche le fonti finanziarie create "spontaneamente" dalla gestione, come il finanziamento da parte dei fornitori (debiti commerciali) o da parte del personale (TFR).
- *R/I*: rapporto di indebitamento determinato dal rapporto tra il Totale degli Investimenti ed il Patrimonio Netto.
- *T/I*: Tasso di indebitamento relativo alla gestione finanziaria⁹⁹ e definito dal rapporto tra i Mezzi di Terzi ed il Patrimonio Netto. Questo indice viene utilizzato per valutare la struttura delle fonti di finanziamento, in quanto esprime la proporzione tra i mezzi di terzi ed i mezzi propri: l'indice perciò tenderà a crescere quanto più rilevante risulterà essere il peso dei debiti sul totale delle fonti.
- *C/I*: Costo dell'Indebitamento (costo dei mezzi di terzi) rappresentato dal rapporto tra gli Oneri Finanziari ed i Mezzi di Terzi.

⁹⁸ L'indice misura quante volte nel corso dell'esercizio l'attivo netto viene completamente smobilizzato attraverso le vendite e quindi reinvestito.

⁹⁹ Gestione relativa alle operazioni di raccolta, rimborso e remunerazione di fondi che traggono origine dall'indebitamento. Nel conto economico questa è rappresentata principalmente dagli oneri finanziari.

- *Incidenza degli oneri e proventi fiscali e straordinari*: indicatore relativo alla gestione straordinaria¹⁰⁰ e fiscale¹⁰¹ definito dal rapporto tra il Reddito Netto ed il Risultato Lordo di Competenza (somma algebrica tra il risultato operativo e gli oneri finanziari derivanti dal ricorso all'indebitamento).

Tra gli indicatori di solidità patrimoniale possiamo invece individuare:

- *LIQ*: Indice o Quoziente di Liquidità Primaria definito dal rapporto tra la somma delle Liquidità Immediate e Differite ed il Passivo Corrente¹⁰².
- *DIS*: Indice o Quoziente di Disponibilità (o di liquidità secondaria) risultante dal rapporto tra l'Attivo Circolante¹⁰³ ed il Passivo Corrente.

Questi ultimi due indicatori permettono di indagare sull'equilibrio tra fabbisogni e fonti di finanziamento nel breve periodo, in relazione cioè al tempo che impiegano le prime ad assorbire e i secondi a liberare risorse. Per ritenere equilibrata la situazione finanziaria è necessario che le risorse che tornano in forma liquida siano sufficienti per rimborsare i finanziamenti in scadenza.

- *MT*: Margine di Tesoreria definito dalla differenza tra (Attivo Circolante – Rimanenze) ed il Passivo Corrente (simile al Quoziente di Liquidità, ma definito da una differenza anziché da un rapporto).
- *MS*: Margine di Struttura caratterizzato dalla differenza tra il Patrimonio Netto e l'Attivo Immobilizzato.
- *EF*: Elasticità delle Fonti determinata dal rapporto tra Passivo Corrente e Totale dei Finanziamenti.
- *EI*: Elasticità degli Impieghi definita dal rapporto tra Attivo Circolante e Totale degli Investimenti.
- *IOF*: Incidenza degli Oneri Finanziari definita dal rapporto tra gli Oneri Finanziari ed i Ricavi Netti di Vendita.
- *IDF*: Incidenza dei Debiti Finanziari determinata invece dal rapporto tra Debiti Finanziari e Ricavi Netti di Vendita.
- *TCI*: Tasso di Copertura degli Interessi Passivi determinato dal rapporto tra il Reddito Operativo e gli Oneri Finanziari.

¹⁰⁰ Insieme di operazioni estranee alla normale attività dell'impresa, operazioni che di conseguenza si stima non si presentino con regolarità e frequenza nella vita aziendale.

¹⁰¹ Valori correlati alle norme fiscali in tema di imposte sul reddito dell'esercizio.

¹⁰² Ammontare delle fonti finanziarie a breve termine che dovranno essere rimborsate nell'arco di 12 mesi.

¹⁰³ Ammontare delle risorse finanziarie investite a breve termine che dovranno tornare in forma liquida dell'arco di 12 mesi.

Tra gli indicatori di rotazione e durata possiamo inoltre includere:

- *RAC*: Rotazione delle Attività Correnti definita dal rapporto tra i Ricavi Netti di Vendita e l'Attivo Circolante.
- *RC*: Rotazione dei Crediti caratterizzata sempre dal rapporto tra Ricavi Netti di Vendita e Crediti Commerciali e breve termine.
- *DC*: Durata dei Crediti definita come rapporto tra Crediti Commerciali e Ricavi Netti di Vendita moltiplicati per 360.
- *DD*: Durata dei Debiti definita dal rapporto tra Debiti Commerciali e Acquisti moltiplicati sempre per 360.

Come spiegato sopra rientrano tra le variabili indipendenti anche gli Intangibles, ossia:

- *RD* (Research & Development): Costi di Ricerca & Sviluppo.
- *ADVT* (Advertising): Costi di Pubblicità.
- *PATENT*: Diritti di Brevetto Industriale.
- *COPYRIGHT*: Diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno.
- *SOFTWARE*: Software applicativo.
- *CONCESSION*: Concessioni
- *LICENSE*: Licenze
- *BRAND*: Marchi
- *STARTUP*: Avviamento
- *ACCOUNT*: Immobilizzazioni in corso ed acconti
- *OTHER*: Altre immobilizzazione immateriali

Oltre alle variabili sopra elencate se ne possono individuare altre che influiscono sul funzionamento del mercato, quali:

- Il settore di appartenenza dell'impresa.
- La grandezza, le dimensioni dell'impresa (in termini di numero di dipendenti).
- L'età dell'impresa.
- La struttura proprietaria (come il numero di soci e le rispettive quote di proprietà oppure, come accennato sopra, il fatto che i manager possiedano o meno quote di proprietà).

Un possibile modello (che vale per una generica impresa 'i' del campione) che potrebbe essere costruito facendo riferimento a tutte queste variabili, potrebbe essere il seguente:

$$\text{STOCK PRICE}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \text{BOOK VALUE}_i + \alpha_2 \cdot \text{IR}_i + \alpha_3 \cdot \text{IS}_i + \alpha_4 \cdot \text{IR}_i + \alpha_5 \cdot \text{IntellectualCapital}_i + \alpha_6 \cdot \text{Other}_i + \text{Error}_i$$

dove

- 'IR' sono gli indici di redditività

$$\text{IR}_i = \beta_0 \cdot \text{ROA}_i + \beta_1 \cdot \text{ROE}_i + \beta_2 \cdot \text{ROI}_i + \beta_3 \cdot \text{RI}_i + \beta_4 \cdot \text{TI}_i + \beta_5 \cdot \text{CI}_i + \beta_6 \cdot \text{IncidenzaOneri}_i$$

- 'IS' sono gli indici di solidità patrimoniale

$$\text{IS}_i = \gamma_0 \cdot \text{LIQ}_i + \gamma_1 \cdot \text{DIS}_i + \gamma_2 \cdot \text{MT}_i + \gamma_3 \cdot \text{MS}_i + \gamma_4 \cdot \text{EF}_i + \gamma_5 \cdot \text{EI}_i + \gamma_6 \cdot \text{IOF}_i + \gamma_7 \cdot \text{IDF}_i + \gamma_8 \cdot \text{TCl}_i$$

- 'IR' sono gli indici di rotazione e durata

$$\text{IR}_i = \delta_0 \cdot \text{RAC}_i + \delta_1 \cdot \text{RC}_i + \delta_2 \cdot \text{DC}_i + \delta_3 \cdot \text{DD}_i$$

- 'Intellectual Capital' è una variabile che contiene tutte le categorie di intangibles che sono state individuate fino ad ora

$$\text{IntellectualCapital}_i = \lambda_0 \cdot \text{RD}_i + \lambda_1 \cdot \text{ADVT}_i + \lambda_2 \cdot \text{PATENT}_i + \lambda_3 \cdot \text{COPYRIGHT}_i + \lambda_4 \cdot \text{SOFTWARE}_i + \lambda_5 \cdot \text{CONCESSION}_i + \lambda_6 \cdot \text{LICENSE}_i + \lambda_7 \cdot \text{BRAND}_i + \lambda_8 \cdot \text{STARTUP}_i +$$

- 'Other' è una vettore che contiene invece le altre variabili che influiscono sul funzionamento del mercato.

Non sono state effettuate analisi empiriche sul modello proposto sopra, ma comunque studi e ricerche svolti da economisti e ricercatori confermano l'esistenza di una più alta correlazione tra il Capitale Intangibile e i rendimenti azionari delle aziende rispetto alla correlazione esistente tra questi ultimi e i tradizionali indicatori di performance, quali i rendimenti (iscritti a libro) ed i flussi di cassa (sempre riportati nei bilanci delle imprese). Gli stessi studiosi che hanno analizzato la relazione esistente tra il valore degli intangibles e la performance aziendale, di cui abbiamo analizzato precedentemente i modelli di regressione ed i risultati da questi ottenuti, hanno realizzato un modello di stima anche per analizzare la relazione esistente tra i rendimenti azionari ed il valore degli intangibles. Il modello si basa sulla regressione di RET (rendimento

$$RET_{it} = d_0 + d_1 EARN_{it} + d_2 \Delta EARN_{it} + d_3 IDE_{it} + d_4 \Delta IDE_{it} + \zeta_{it}$$

azionario annuale) su EARN (profitto riportato in bilancio), $\Delta EARN$ (variazione annuale di EARN), IDE (guadagno derivante dal contributo degli intangibles) e ΔIDE (variazione annuale di IDE). Prima di analizzare i risultati, le stime di questo modello, osserviamo la tabella riportata in Figura 7 che mostra, per il periodo che va dal 1989 (prima non si hanno a disposizione i dati) al 1999, i coefficienti di correlazione tra i rendimenti azionari delle imprese – ‘stock return’ – ed il valore degli indicatori basati sugli intangibles in contrapposizione con la correlazione esistente sempre tra i rendimenti azionari ed il valore attribuito ai tradizionali parametri di performance. Prima di tutto è necessario fare una distinzione tra IDE (AF) che rappresenta il valore di IDE calcolato utilizzando i rendimenti previsti dagli analisti finanziari ed IDE (SF) calcolato utilizzando invece un modello di crescita prestabilito; EARN rappresenta i profitti riportati in bilancio (come detto prima), mentre CFO rappresenta i flussi di cassa. I coefficienti che esprimono la relazione tra i rendimenti azionari e i profitti delle aziende, i flussi di cassa delle stesse ed i valori degli intangibles risultano essere rispettivamente pari a 0.29, 0.53 (o 0.40 per IDE(SF)) e 0.11. Naturalmente questa correlazione tra la profittabilità delle aziende, il valore di mercato delle stesse ed il valore assunto dagli intangibles risulta essere ancora maggiore per quelle aziende che si trovano ad operare in settori ‘nuovi’, caratterizzati da un forte sviluppo tecnologico ed innovativo, quali per esempio il settore farmaceutico, della biotecnologia, medico ed informatico rispetto invece

ai tradizionali mercati, quali i settori degli alimentari, della carta, dei servizi, ecc. Ora osserviamo in Figura 8 i risultati della regressione. Come ipotizzato, le stime dei coefficienti di IDE sono superiori rispetto a quelle di EARN; anche i valori assunti dai coefficienti di determinazione R^2 conferma quanto detto fino ad ora: il valore di questo indicatore aumenta nel momento in cui vengono incluse nel modello anche le variabili legato proprio al valore degli intangibles, spiegando perciò il significativo potere che viene attribuito alla variabile in questione. Il modello finale infatti che include sia IDE che ΔIDE è proprio quello che riesce a spiegare meglio i dati.

CONCLUSIONI

In questa tesi abbiamo analizzato l'importanza assunta dalle risorse intangibili ed in particolar modo dal Capitale Intellettuale in quel nuovo contesto operativo ed ambientale in cui le imprese si trovano oggi a svolgere la propria attività. Temi di interesse non solo per il *management*, nella prospettiva di governo e direzione dell'impresa, ma anche per le diverse tipologie di *stakeholder* esterni all'azienda quali i clienti, i fornitori, gli azionisti e gli operatori del mercato, i quali in un modo o nell'altro sono portatori di interesse nei confronti dell'impresa stessa. Gli esiti delle analisi svolte evidenziano la presenza di rilevanti fabbisogni informativi insoddisfatti con riferimento al profilo di immaterialità che caratterizza le imprese. Le ragioni di questo ritardo possono essere molteplici: in primo luogo il passaggio da un'economia materiale, dall'impresa industriale ad un'economia immateriale, basata sulla conoscenza e sull'informazione e ad una realtà d'impresa post-industriale, è relativamente recente e di conseguenza rappresenta un fenomeno che le aziende stesse stanno ancora cercando di analizzare e studiare. Inoltre a causa della complessità che è propria del patrimonio intangibile, della eterogeneità dei suoi elementi e della forte interrelazione tra beni immateriali, è difficile riuscire a sviluppare modelli interpretativi universalmente accettati, ad individuare dei principi e dei parametri facilmente utilizzabili per la loro valutazione ed indicatori autonomi (i beni immateriali devono essere considerati gli uni insieme agli altri e non in modo singolo ed individuale). A ciò si aggiungono gli atteggiamenti in particolare da parte dei manager, che si sono dimostrati per lungo tempo tendenzialmente indifferenti e poco propensi alla diffusione all'esterno di informazioni riguardanti il patrimonio immateriale, risorsa considerata di vitale importanza per le imprese e da tenere stretta per assicurarsi un certo vantaggio competitivo. Stewart accusa le aziende di trascurare colpevolmente il Capitale Umano, la risorsa strategica più importante dei nostri anni: sono ancora troppe le organizzazioni in cui le energie e il capitale di conoscenza dei dipendenti non solo non vengono stimolati a crescere, ma sono lasciati a languire, con gravi danni economici e perdita di competitività. Il principale problema però proviene dai tradizionali strumenti economico-finanziari che rappresentano un freno per la

misurazione/rappresentazione del patrimonio intangibile; i principi contabili dettati dal Codice Civile non sono in grado di valorizzare e valutare il valore di queste risorse 'nuove', il tradizionale modello di bilancio adottato dalle imprese non riconosce tra gli asset patrimoniali delle imprese le risorse intellettuali, quell'insieme di risorse astratte, intangibili che sono proprie dei membri di un'organizzazione. Il vantaggio fornito dall'utilizzo di misure, indicatori basati sugli intangibles rispetto ai tradizionali parametri di performance finanziari si riflette d'altro canto anche nella maggior rilevanza informativa che gli stessi forniscono ad investitori ed analisti; proprio in relazione a questa scoperta le imprese si sono adoperate al fine di produrre nuovi modelli di corporate reporting che permettano appunto di trasmettere informazioni in parte sconosciute circa le risorse intangibili. L'importanza, il grande apporto fornito dal Capitale Intellettuale è un dato di fatto ormai noto; ora analisti, economisti, studiosi e ricercatori devono impegnarsi al fine di individuare e definire linee guida, modelli, strumenti facilmente utilizzabili ed interpretabili con lo scopo ultimo di stimolare i manager più restii a tenere in giusta considerazione il valore di questi asset, che oggi come oggi rappresentano veramente le risorse su cui le aziende possono centrare il proprio successo e la proprio forza.

ALLEGATI

INTANGIBLE ASSETS

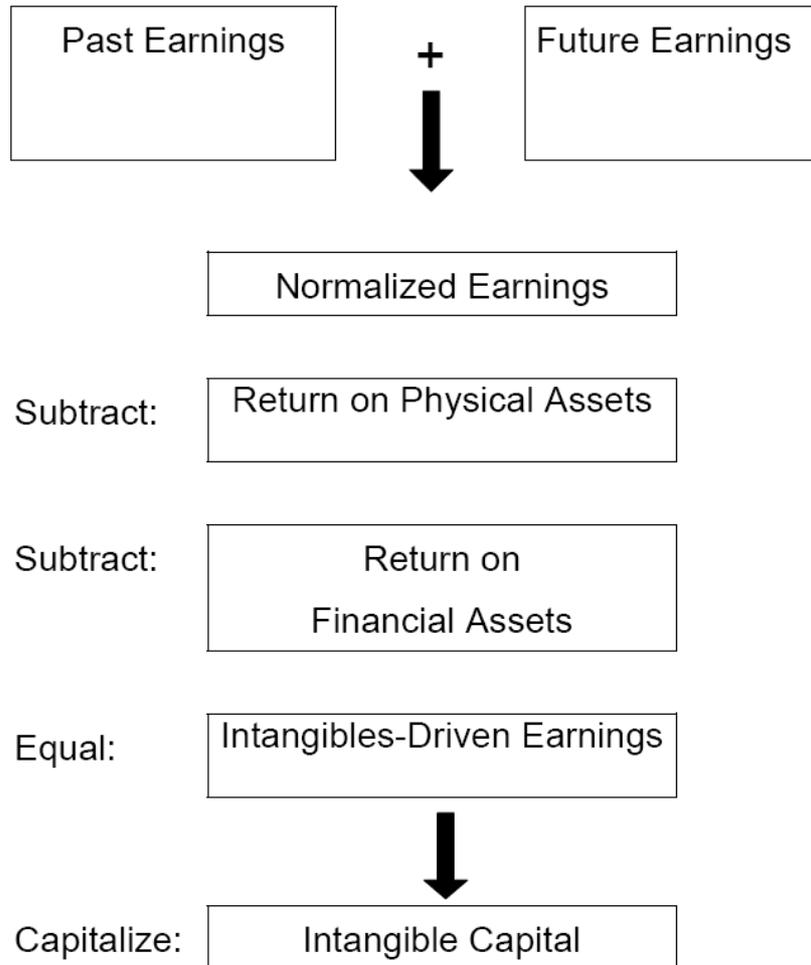


Figura 1
Procedura di stima del contributo del Capitale Intangibile alla Performance Aziendale secondo il modello di Solow.

Table 1: Industry Average Intangibles-Driven Earnings and Intangible Capital for Fiscal Year 1999

| SIC | Industry | Number of Firms | Intangible Capital (\$ millions) | Intangibles-Driven Earnings (\$ millions) | Intangible Capital / Book Value * | Market Value / Book Value * | Market Value / Comprehensive Value * | Compound Annual Growth Rate of IDE ** (%) |
|-----|-----------------------------|-----------------|----------------------------------|---|-----------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|---|
| 13 | Oil and gas | 80 | 1,274 | 43 | 1.72 | 2.61 | 0.96 | 9.9 |
| 20 | Food and beverage | 67 | 6,653 | 317 | 4.24 | 5.45 | 1.04 | 6.7 |
| 27 | Printing and publishing | 40 | 2,340 | 135 | 2.62 | 3.01 | 0.83 | 8.1 |
| 28 | Chemical (without 2834) | 141 | 3,617 | 199 | 1.80 | 3.30 | 1.18 | 4.4 |
| 283 | Drugs | 99 | 9,508 | 472 | 6.14 | 9.19 | 1.29 | 13.7 |
| 33 | Primary metal | 60 | 1,347 | 62 | 1.78 | 2.60 | 0.94 | 3.7 |
| 34 | Fabricated metal | 43 | 2,140 | 98 | 3.82 | 3.49 | 0.72 | 11.5 |
| 355 | Special industry machinery | 33 | 1,434 | 68 | 4.26 | 6.39 | 1.21 | 24.3 |
| 357 | Computer | 76 | 5,235 | 205 | 3.40 | 6.35 | 1.44 | 19.4 |
| 366 | Communication equipment | 74 | 5,332 | 190 | 4.48 | 9.41 | 1.72 | 18.9 |
| 367 | Electronic components | 100 | 3,567 | 207 | 2.99 | 7.50 | 1.88 | 24.2 |
| 371 | Motor vehicles | 42 | 5,710 | 378 | 1.48 | 1.94 | 0.78 | 16.6 |
| 382 | Scientific instruments | 51 | 941 | 36 | 4.25 | 4.10 | 0.78 | 17.1 |
| 384 | Medical instruments | 80 | 1,283 | 49 | 5.35 | 6.59 | 1.04 | 13.1 |
| 421 | Trucking services | 24 | 349 | 21 | 1.74 | 1.56 | 0.57 | 11.8 |
| 451 | Airline | 21 | 2,313 | 121 | 1.45 | 1.70 | 0.69 | 17.9 |
| 481 | Telephone communications | 40 | 12,923 | 823 | 0.94 | 3.41 | 1.75 | 12.2 |
| 49 | Electricity and gas utility | 115 | 1,755 | 119 | 1.03 | 1.69 | 0.83 | 5.8 |
| 50 | Wholesale of durable goods | 72 | 775 | 86 | 1.81 | 1.77 | 0.63 | 9.5 |
| 56 | Apparel and accessory store | 42 | 1,564 | 81 | 4.31 | 4.49 | 0.85 | 5.1 |
| 581 | Restaurants | 34 | 1,169 | 67 | 2.13 | 3.97 | 1.27 | 4.8 |
| 59 | Retailing service | 75 | 924 | 30 | 2.53 | 3.83 | 1.08 | 2.0 |
| 737 | Software | 246 | 2,747 | 119 | 4.84 | 10.87 | 1.86 | 17.6 |
| 87 | Consulting services | 45 | 850 | 30 | 4.37 | 3.96 | 0.74 | 31.1 |

* Ratios are equal to sum of the numerator divided by sum of the denominator.

** For the period of 1990 - 1999.

Figura 2

Stime del Capitale Intangibile e del contributo di questo alla performance aziendale sempre attraverso l'utilizzo del metodo di Solow.

Table 2: Regression Results of Major Intangible Value Drivers

| Dependent Variable | Obs. | Independent Variables | | | | Adj. R ² |
|-----------------------------------|--------|-----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|
| | | Intercept | ADVT | RD | CAPEXP | |
| Intangibles-Driven Earnings (IDE) | 4,270 | 0.029 (0.0001) | 0.131 (0.0001) | 0.229 (0.0001) | 0.052 (0.0001) | 0.16 |
| Intangibles-Driven Earnings (IDE) | 5,434 | 0.047 (0.0001) | 0.115 (0.0001) | 0.291 (0.0001) | | 0.11 |
| Intangibles-Driven Earnings (IDE) | 15,019 | 0.054 (0.0001) | | 0.324 (0.0001) | | 0.12 |
| Intangibles-Driven Earnings (IDE) | 8,562 | 0.061 (0.0001) | 0.135 (0.0001) | | | 0.01 |
| Intangibles-Driven Earnings (IDE) | 22,820 | 0.048 (0.0001) | | | 0.049 (0.0001) | 0.05 |
| Intangibles-Driven Earnings (IDE) | 11,691 | 0.037 (0.0001) | | 0.301 (0.0001) | 0.041 (0.0001) | 0.18 |

Figura 3

Stime del contributo degli investimenti in R&S e Pubblicità alla determinazione del valore degli intangibles.

Panel A. Correlation Coefficients between Brand Value and Intangibles-based Measures

| | Pearson | Spearman |
|--------------------------------|------------------|------------------|
| Intangible Capital (IC) | 0.31 (0.0001) | 0.44 (0.0001) |
| Adjusted Intangible Capital ** | 0.63 (0.0001) | 0.47 (0.0001) |
| Intangibles-Driven Earnings | 0.33 (0.0001) | 0.54 (0.0001) |

Figura 4

Correlazione esistente tra il valore dei marchi e le misure, gli indicatori di performance basati sugli intangibles.

Panel B. Regression results

| Dependent Variable | Intercept | RDCAP | BRAND | FOOD | Adj. R ² |
|-----------------------------|--------------------|--------------------|-------------------|--------------------|---------------------|
| Intangibles-Driven Earnings | 0.166 (0.0001) | 0.397 (0.0001) | | 0.102 (0.0186) | 0.10 |
| Intangibles-Driven Earnings | 0.061 (0.0001) | 0.277 (0.0001) | 0.078 (0.0001) | -0.039 (0.2174) | 0.54 |
| Intangible Capital (IC) | -2.403 (0.0042) | 13.499 (0.0001) | | 2.766 (0.0544) | 0.09 |
| Intangible Capital (IC) | -3.921 (0.0001) | 12.146 (0.0001) | 1.017 (0.0001) | 1.234 (0.3831) | 0.16 |
| Adjusted Intangible Capital | 1.643 (0.2417) | -0.903 (0.7440) | 1.267 (0.0001) | -0.373 (0.8591) | 0.09 |
| Reported Earnings | 0.167 (0.0001) | 0.236 (0.0001) | | 0.106 (0.0019) | 0.06 |
| Reported Earnings | 0.076 (0.0001) | 0.155 (0.0001) | 0.061 (0.0001) | 0.015 (0.5730) | 0.47 |

Figura 5
Stime del contributo dei marchi alla determinazione del valore degli intangibles.

Panel C. Regression results for ALL years --- High v.s. Middle levels

| Dependent Variable | Level | Intercept | RD | CAPEXP | SGA | LPCT | BPCT | Adj. R ² |
|-----------------------------|--------|------------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|---------------------|
| Intangibles-driven Earnings | High | 0.034 (0.001) | 0.457 (0.001) | -0.009 (0.86) | 0.100 (0.001) | | | 0.36 |
| Intangibles-driven Earnings | High | 0.020 (0.001) | 0.427 (0.001) | -0.028 (0.001) | 0.122 (0.001) | 0.001 (0.001) | 0.014 (0.001) | 0.44 |
| Intangibles-driven Earnings | Middle | 0.037 (0.001) | 0.421 (0.001) | -0.009 (0.81) | 0.099 (0.001) | | | 0.31 |
| Intangibles-driven Earnings | Middle | 0.022 (0.001) | 0.333 (0.001) | -0.030 (0.01) | 0.104 (0.001) | 0.028 (0.001) | 0.021 (0.01) | 0.42 |
| Intangible Capital | High | 0.323 (2.45) | 11.894 (0.001) | 0.690 (0.01) | 2.496 (0.001) | | | 0.36 |
| Intangible Capital | High | 0.259 (1.73) | 10.261 (0.001) | 0.032 (0.11) | 2.983 (0.001) | 0.061 (0.001) | 0.019 (0.21) | 0.44 |
| Intangible Capital | Middle | 0.341 (2.50) | 10.507 (0.001) | 0.633 (0.01) | 2.634 (0.001) | | | 0.34 |
| Intangible Capital | Middle | 0.222 (1.49) | 8.577 (0.001) | 0.163 (0.55) | 2.638 (0.001) | 0.771 (0.001) | -0.334 (0.14) | 0.42 |

Figura 6
Stime del contributo del Capitale Umano alla determinazione del valore del Capitale Intangibile.

Table 6: Comparison of Value-relevance of Alternative Performance Measure

| SIC | Industry | N | Correlation with Stock Returns | | | |
|-------|--------------------------|--------|--------------------------------|-----------|-----------|-------|
| | | | EARN | I DE (AF) | I DE (SF) | CFO |
| 15 | Construction | 167 | 0.05 | 0.46 | 0.21 | -0.07 |
| 54 | Grocery stores | 185 | 0.07 | 0.46 | 0.30 | 0.18 |
| 48 | Telecommunication | 574 | 0.08 | 0.25 | 0.13 | 0.10 |
| 78 | Motion pictures | 119 | 0.12 | 0.42 | 0.29 | 0.18 |
| 26 | Paper products | 376 | 0.15 | 0.50 | 0.14 | 0.12 |
| 28 | Chemicals & drugs | 1,487 | 0.16 | 0.40 | 0.23 | 0.13 |
| 49 | Utilities | 1,596 | 0.19 | 0.38 | 0.30 | 0.08 |
| 73 | Software | 1,397 | 0.23 | 0.48 | 0.36 | 0.11 |
| 87 | Consulting services | 213 | 0.26 | 0.51 | 0.27 | 0.10 |
| 51 | Nondurable wholesale | 313 | 0.28 | 0.42 | 0.30 | -0.09 |
| 59 | Miscellaneous Retail | 385 | 0.28 | 0.50 | 0.37 | 0.01 |
| 50 | Durable wholesale | 538 | 0.28 | 0.56 | 0.43 | -0.14 |
| 80 | Health services | 335 | 0.29 | 0.58 | 0.44 | 0.17 |
| 34 | Fabricated metal | 343 | 0.29 | 0.58 | 0.37 | 0.10 |
| 38 | Instruments | 1,131 | 0.30 | 0.61 | 0.43 | 0.13 |
| 27 | Publishing & printing | 404 | 0.31 | 0.57 | 0.40 | 0.25 |
| 20 | Food & beverage | 584 | 0.31 | 0.48 | 0.38 | 0.13 |
| 37 | Transportation equipment | 586 | 0.31 | 0.54 | 0.38 | 0.09 |
| 25 | Furniture & fixtures | 232 | 0.32 | 0.47 | 0.44 | 0.14 |
| 42 | Trucking | 177 | 0.34 | 0.56 | 0.37 | 0.30 |
| 39 | Manufacturing | 204 | 0.34 | 0.59 | 0.41 | 0.10 |
| 33 | Primary metal | 487 | 0.35 | 0.56 | 0.42 | 0.11 |
| 36 | Electronics | 1,471 | 0.37 | 0.66 | 0.49 | 0.16 |
| 29 | Oil refinery | 258 | 0.39 | 0.51 | 0.37 | 0.10 |
| 13 | Oil & gas | 617 | 0.39 | 0.58 | 0.50 | 0.35 |
| 63 | Insurance | 866 | 0.39 | 0.50 | 0.41 | 0.19 |
| 23 | Apparel | 213 | 0.41 | 0.62 | 0.56 | 0.04 |
| 22 | Textile | 219 | 0.41 | 0.67 | 0.52 | 0.20 |
| 58 | Restaurants | 346 | 0.41 | 0.62 | 0.49 | 0.37 |
| 35 | Computer & machinery | 1,343 | 0.41 | 0.66 | 0.50 | 0.17 |
| 24 | Lumber & wood | 154 | 0.42 | 0.57 | 0.46 | 0.17 |
| 56 | Apparel retailing | 245 | 0.42 | 0.77 | 0.59 | 0.38 |
| 30 | Rubber & plastic | 242 | 0.44 | 0.57 | 0.50 | 0.05 |
| 45 | Airlines | 204 | 0.54 | 0.66 | 0.54 | 0.41 |
| 57 | Home furniture store | 158 | 0.55 | 0.74 | 0.66 | 0.30 |
| 53 | Department store | 218 | 0.59 | 0.68 | 0.58 | 0.14 |
| Total | | 23,130 | 0.29 | 0.53 | 0.40 | 0.11 |

Figura 7

Confronto tra misure di performance alternative in relazione al contributo fornito loro per la valutazione del rendimento delle azioni delle imprese.

Stime del modello di regressione che spiega il rendimento azionario in funzione dei profitti aziendali e dei rendimenti forniti dal Capitale Intangibile.

Figura 8: Regression of Contemporaneous Stock Returns on Earnings and Intangibles-Driven Earnings

| Obs | Intercept | EARN | ΔEARN | IDE (AF) | ΔIDE (AF) | IDE (SF) | ΔIDE (SF) | Adj. R ² |
|-------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------------|
| 8,883 | 0.133 (0.001) | 0.626 (0.001) | 0.887 (0.001) | | | | | 0.08 |
| 8,883 | 0.035 (0.001) | 0.466 (0.001) | | 1.886 (0.001) | | | | 0.09 |
| 8,883 | 0.080 (0.001) | 0.480 (0.001) | | | | 1.580 (0.001) | | 0.08 |
| 8,883 | 0.129 (0.001) | | 0.534 (0.001) | | 4.070 (0.001) | | | 0.17 |
| 8,883 | 0.133 (0.001) | | 0.369 (0.001) | | | | 3.533 (0.001) | 0.11 |
| 8,883 | 0.077 (0.001) | 0.227 (0.001) | 0.406 (0.001) | 0.795 (0.001) | 3.435 (0.001) | | | 0.19 |
| 8,883 | 0.089 (0.001) | 0.286 (0.001) | 0.173 (0.001) | | | 0.869 (0.001) | 2.937 (0.001) | 0.12 |

BIBLIOGRAFIA

-  Anderson & McLean (2000) – *“Accounting for the Creation of Value”*
-  Andrem A. H. (1999) – *“Essays on disclosure practices in Sweden: causes and effects”*
-  Barth (1998) – *“Brand values and capital market valuation”*
-  Bontis N. (2000) – *“Assessing knowledge assets: a review of the models used to measure intellectual capital”*
-  Brooking A. (1996) – *“Intellectual Capital: Core asset for the third millennium”*
-  Bukh N. (2002) – *“Commentary – The relevance of Intellectual Capital disclosure: a paradox”* from ‘Accounting, Auditing & Accountability Journal’
-  Bukh, Gormsen, Nilesen and Mourtisen (2002) – *“Disclosure of Intellectual Capital indicators in Danish IPO Prospectuses”*
-  Bukh, Mourtisen, Nilesen, Johansesn and Gormsen (200.) – *“Intellectual Capital Statements on they way to the Stock Exchange? Analyzing new reporting forms”*
-  Carnegie Andrew (1902) – *“The Empire of Business”*
-  Cerbioni, Cinquini, Sostero (2003) – *“Contabilità e bilancio: la valutazione delle immobilizzazioni immateriali”*
-  Codice Civile – Sezione IX – del Bilancio (Art. 2423/2427)

- 📖 Diamond & Verrecchia (1991) – *“Disclosure, liquidity and the cost of equity capital”*
- 📖 Eccles (2001) – *“The Value Reporting Revolution: Moving beyond the Earnings Game”*
- 📖 Edvinsson and Malone (1997) – *“Intellectual Capital”*
- 📖 Edvinsson e Skandia (1996) – *“European Management Journal”*
- 📖 Eustace (2001) – *“The Intangible Economy impact and policy issues”*
- 📖 Favotto F. (2001) – *“Economia aziendale: modelli misure casi”*
- 📖 Gonedes (1976) – *“The capital market, the market of information and external accounting”*
- 📖 Guthrie, Johanson, Bukh and Sanchez (2003) – *“Intangibles and the transparent enterprise: new strands od knowledge”* from ‘Journal of Intellectual Capital’
- 📖 Guthrie, Petty, Yongvanich and Ricceri (2004) – *“Using content analysis as a research method to inquire into Intellectual Capital reporting”* from ‘Journal of Intellectual Capital’
- 📖 Gu F. and Lev B. (2001) – *“Intangibles Assets: Measurement, Drivers, Usefulness”*
- 📖 Hirschey and Weygandt (1985) – *“Amortization Policy for Advertising and Research and Development Expenditures”* from ‘Journal of Accounting Research’

-  Holland J. (2002) – *“Intellectual Capital and the Capital Market – organisation and competence”* from ‘Accounting, Auditing & Accountability Journal’
-  Johansson U. (1997) – *“A model illustration and implications”*
-  Johansson U. (2003) – *“Why are capital market actors ambivalent to information about certain indicators on Intellectual Capital?”* from ‘Accounting, Auditing & Accountability Journal’
-  Kaplan & Norton (1992) – *“The Balanced Scorecard”*
-  Keane (1983) – *“Stock Market Efficiency – Theory and Implications”*
-  Krugman P. (2000) – *“Economisti per caso”*
-  Lev B. (2000) – *“Intangible Assets: Concepts and Measurements”*
-  Lev B. (2001) – *“Intangibles: Management, Measurement, and Reporting”*
-  Lev and Sougiannis (1996) – *“The capitalization, amortization and value-relevance of R&D”*
-  Luthy D. (1998) – *“Intellectual Capital and its Measurement”*
-  Mavrincac S. & Boyle T. (1996) – *“Sell-side Analysis, Non-financial Performance, Evaluation & the Accuracy of Short-term Earnings Forecasts”*
-  Mavrincac S. & Siesfeld A. (1997) – *“Enterprise value in the knowledge economy”*

-  McPherson (1998) – *“Accounting, empirical measurement and intellectual capital”*
-  PriceWaterhouseCoopers Corporate Finance & Università Bocconi (2004) – *“Le risorse immateriali nel bilancio delle imprese”*
-  Rifkin J. (2000) – *“L’era dell’accesso: la rivoluzione della new economy”*
-  Romer P. (1990) – *“Endogenous Technological Change”*
-  Solow R (1956) – *“A Contribution to the Theory of Economic Growth”*
-  Stewart T. (1991) – *“Brain Power - How Intellectual Capital Is Becoming America's Most Valuable Asset”*
-  Stewart T. A. (1997) – *“Intellectual Capital: the New Wealth of Organizations”*
-  Standfield K. (1998) – *“Extending the intellectual capital framework”*
-  Stanga K. G. (1976) – *“Disclosure in published annual reports from ‘Financial Management’”*
-  Sveiby K. (1998) – *“Measuring intangibles and intellectual capital”*
-  Wallace G. & McLoughlin J. A. (1988) – *“Learning disabilities: Concepts and characteristics”*