



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**L'INFORMATIVA DI BILANCIO NELLE AZIENDE EUROPEE: UN FOCUS
SUI BRAND**

RELATORE:

CH.MO PROF. MICHELE FABRIZI

LAUREANDO: MANUEL LUNARDI

MATRICOLA N. 1088854

ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017

Indice generale

INTRODUZIONE	5
CAPITOLO 1: Disclosure e analisi della letteratura	7
1.1 La comunicazione obbligatoria e volontaria.....	7
1.1.1 Motivazioni e limiti dell’informativa obbligatoria.....	8
1.1.2 L’esigenza di informativa volontaria	9
1.2 Teorie sulla disclosure	11
1.2.1 Teoria dell’agenzia.....	11
1.2.2 Signalling Theory	14
1.2.3 Teoria della legittimità	16
1.2.4 Teoria degli stakeholder	17
1.2.5 Proprietary cost theory	20
CAPITOLO 2: Disclosure degli intangibili	23
2.1 La definizione e la contabilizzazione degli intangibili	23
2.2 La rilevanza e la disclosure degli intangibili	26
2.3 La disclosure delle immobilizzazioni immateriali secondo gli IAS/IFRS	29
2.4 Le proposte per ridurre il gap informativo degli intangibili	30
2.4.1 La visione di DiPiazza.....	30
2.4.2 I modelli di rendicontazione del capitale intellettuale	31
2.4.3 La proposta di Lev.....	31
CAPITOLO 3: Ricerca empirica	35
3.1 Obiettivo della ricerca.....	35
3.2 Metodologia	36
3.3 Analisi della popolazione e del campione	41
3.4 Risultati	46
3.4.1 Qualità della disclosure	46
3.4.2 Determinanti della disclosure.....	48
3.5 Conclusioni	50
BIBLIOGRAFIA	51

INTRODUZIONE

Nel corso degli anni l'informativa economico-finanziaria delle imprese ha assunto una crescente rilevanza, sia a livello nazionale che internazionale. L'importanza della comunicazione aziendale deriva da un progressivo e profondo cambiamento nel rapporto tra impresa e stakeholder: da una sostanziale reticenza e vaghezza dell'informativa societaria all'instaurazione di un vero e proprio dialogo, spiegato non solo dai benefici conseguenti al soddisfacimento dei crescenti fabbisogni informativi dei destinatari, ma anche dall'emergere di una nuova cultura aziendale all'insegna della trasparenza (Avallone, 2008). L'obiettivo del presente lavoro è quello di fornire una panoramica dell'informativa di bilancio, evidenziandone i limiti, le determinanti e i benefici associati, sia in termini generali sia con particolare riferimento alle risorse intangibili.

Nel primo capitolo si affronta il tema della comunicazione economico-finanziaria. Viene innanzitutto illustrato il concetto di disclosure obbligatoria assieme alle ragioni che ne giustificano l'esistenza e ai limiti ad essa associati. Si passerà quindi a trattare il tema della disclosure volontaria quale mezzo per ridurre il gap informativo esistente tra comunicazione obbligatoria ed esigenze informative provenienti dal mercato finanziario e dagli stakeholder. La seconda parte del capitolo è interamente dedicata ad esaminare i quadri teorici di riferimento il cui obiettivo è spiegare, in modo coerente, le ragioni che possono condizionare la propensione alla disclosure delle imprese.

Vengono citate in primo luogo la teoria dell'agenzia e la *signalling theory*, che trovano un comune fondamento, vale a dire la presenza di asimmetrie informative.

La teoria degli stakeholder e la teoria della legittimità evidenziano invece la rilevanza dei soggetti con i quali l'impresa entra in relazione, e sono impiegate principalmente per analizzare le determinanti della diffusione dell'informativa di natura sociale e ambientale.

Infine, la *proprietary cost theory* offre una serie di motivazioni che spiegano come le aziende, in alcuni casi, tendano a limitare piuttosto che ampliare il livello di comunicazione volontaria da diffondere.

Il secondo capitolo si focalizza sulla disclosure relativa alle risorse immateriali. Dopo aver definito gli intangibili e analizzato il loro trattamento dal punto di vista contabile, viene posta evidenza alla loro rilevanza nella creazione di valore per le imprese. Come conseguenza logica, all'importanza delle risorse immateriali corrispondono alte esigenze informative da parte degli stakeholder, le quali, come si potrà notare, sembrano non essere pienamente soddisfatte dalle imprese. Si prosegue poi a trattare la disciplina dell'informativa di bilancio delle risorse immateriali prevista dai principi contabili internazionali. Infine, poiché gli IFRS sembrano

diventare sempre meno rilevanti per gli investitori, vengono presentate alcune proposte il cui obiettivo è porre rimedio alla mancanza di informazioni sulle risorse intangibili.

Preso atto della carenza di adeguate informazioni riguardanti gli intangibili, si proseguirà con un'analisi empirica su una particolare risorsa immateriale, che oggi più che mai risulta di fondamentale importanza per la creazione di valore: il brand. L'obiettivo della ricerca è valutare il grado di *compliance* della *mandatory disclosure* nei bilanci d'esercizio con specifico riferimento ai brand attraverso un indice che misura la qualità della disclosure fornita dalle imprese. Al fine di perseguire l'obiettivo di ricerca sopra descritto, è stato analizzato il contenuto di 50 bilanci d'esercizio di società quotate nell'indice STOXX[®] Europe 600. Dopo aver valutato il grado di completezza dell'informativa di bilancio, viene effettuata un'analisi mediante un modello di regressione lineare multivariata, in modo da individuare eventuali determinanti che possono spiegare le ragioni che spingono le imprese a fornire informazioni più dettagliate rispetto alle altre.

Anticipando i risultati dell'analisi, si potrà notare un livello di disclosure complessivamente buono, ma che richiede ampi margini di miglioramento per quasi la metà delle aziende analizzate, lasciando intuire come siano necessari interventi da parte dei *regulators* al fine di indirizzare le imprese verso una maggior comunicazione delle informazioni rilevanti previste dai principi contabili internazionali. Con riferimento alle determinanti della disclosure delle aziende, dall'analisi emerge come l'unica variabile che influenza il livello di disclosure sia il settore di appartenenza: le imprese che tendono a comunicare informazioni con maggior accuratezza sono quelle il cui brand rappresenta un *asset* strategico per il proprio *business model*.

CAPITOLO 1: Disclosure e analisi della letteratura

1.1 La comunicazione obbligatoria e volontaria

La comunicazione economico-finanziaria può essere definita come “la trasmissione dalla direzione aziendale indistintamente a tutti gli interlocutori sociali – o soltanto ad alcuni di essi – di informazioni relative all’evoluzione dell’assetto reddituale, finanziario e patrimoniale dell’azienda e finalizzata, in senso stretto, ad assolvere gli obblighi informativi cui le imprese sono tenute per effetto di disposizioni normative, e ancora, in senso più ampio, a favorire la gestione del consenso di una serie di interlocutori sociali rendendo esplicito il legame esistente tra contributi richiesti agli interlocutori sociali e capacità dell’impresa di soddisfare le attese dei medesimi interlocutori” (Favotto, Bozzolan e Parbonetti, 2012, p. 311).

Dalla definizione si intuisce come si possano distinguere la comunicazione obbligatoria (o *mandatory disclosure*) e la comunicazione volontaria (o *voluntary disclosure*).

La comunicazione obbligatoria si fonda sulla presenza di disposizioni normative che obbligano le aziende a divulgare determinate informazioni fissandone i contenuti, le tempistiche e le modalità attraverso cui devono essere comunicate. Le informazioni comunicate volontariamente invece non sono soggette ad obblighi di rendicontazione e di certificazione, indipendentemente dalla loro natura (quantitativa o qualitativa) e dal canale attraverso il quale vengono comunicate al mercato (Bozzolan, 2005).

Sebbene la distinzione tra informativa volontaria e obbligatoria sia in prima battuta evidente, dal punto di vista concreto è possibile classificare le informazioni in ulteriori tipologie di disclosure, sempre basandosi sul vincolo dell’obbligatorietà come elemento discriminante. In particolare, Avallone (2008) individua quattro diverse categorie di informazioni.

Una prima categoria di informativa è quella “obbligatoria puntuale”: essa comprende esclusivamente tutte le informazioni dettagliatamente richieste dalla normativa applicabile, escludendo tutte le disposizioni che presentano un contenuto alquanto vago poiché diversamente interpretabili.

Una seconda categoria, definita “volontaria condizionata”, include invece le informazioni cosiddette “reattive” (Quagli, 2001, p. 22), ossia comunicate per rispondere a specifiche richieste provenienti dagli stakeholder o per smentire eventuali *rumours*, e le informazioni divulgate per imitazione delle *best practices* adottate dai principali concorrenti sul mercato dei capitali.

Vi è poi l’informativa “di completamento”, che racchiude tutte le informazioni che costituiscono l’interpretazione estensiva degli obblighi di legge. Il management può integrare

le informazioni obbligatorie previste dal dettato normativo accompagnandole da rielaborazioni per migliorarne l'intelligibilità, o da informazioni aggiuntive allo scopo di potenziare il flusso informativo.

Ultima categoria è quella dell'informativa "volontaria pura", vale a dire tutte quelle informazioni relative a tematiche completamente ignorate dalle normative e divulgate per esclusiva volontà del management in assenza di qualunque condizionamento esterno.

1.1.1 Motivazioni e limiti dell'informativa obbligatoria

Esistono diverse ragioni che motivano l'esistenza dell'informativa obbligatoria.

Una prima motivazione che spiega l'esigenza degli obblighi informativi è rappresentata dal fatto che, globalmente, se le informazioni sono prodotte internamente dalle imprese, i costi per la loro produzione sono minori rispetto a quelli che sarebbero stati sostenuti nel caso in cui tali informazioni venissero prodotte da agenzie esterne. Ciò in quanto tali soggetti non dispongono dell'accesso ad un'informativa completa ed esauriente, ed inoltre nella maggior parte dei casi non sono in grado di comprendere in toto quelle che sono le finalità e gli obiettivi del management (Quagli, 2004).

Inoltre, l'informazione può essere considerata un bene pubblico dato che alcuni richiedenti (ad esempio i potenziali investitori) possono usare l'informativa prodotta senza pagare alcun prezzo, mentre gli attuali azionisti dell'impresa implicitamente pagano per la produzione di informazioni. In questo senso, i regolamenti servono ad evitare lo sviluppo di fenomeni di *free-riding* e una conseguente sottoproduzione di informativa economico-finanziaria.

Si consideri poi che l'estensione degli obblighi informativi riduce la probabilità che vengano messi in atto dei comportamenti opportunistici da parte di alcuni soggetti interni o a stretto contatto con l'impresa, i quali potrebbero sfruttare le asimmetrie informative derivanti dal possesso di informazioni riservate a proprio vantaggio.

Infine, ulteriore funzione svolta dalla comunicazione obbligatoria consiste nel dare credibilità all'informativa diffusa. Questo in quanto la normativa, oltre a rendere obbligatorie la diffusione di determinate informazioni, stabilisce delle sanzioni per i soggetti che non rispettano tali regolamenti o che diffondono informazioni che non sono veritiere (Quagli, 2004).

Quanto sopra esposto fa capire quali siano alcune delle ragioni per le quali i contenuti e la composizione dell'informativa obbligatoria siano stati ampliati con il passare degli anni.

In questo senso, basti pensare a come l'obbligatorietà dell'adozione (per alcune tipologie di imprese) dei principi contabili internazionali nella redazione del bilancio d'esercizio abbia conferito all'informativa una maggior comprensibilità, così da agevolare gli interlocutori

nell'effettuare confronti tra imprese e poter quindi assumere le decisioni in maniera più appropriata.

Tuttavia persistono ancora alcuni limiti che inficiano l'efficacia dell'informativa di bilancio.

Il primo limite è dovuto all'utilizzo di un linguaggio monetario e contabile, che spesso non risulta di facile comprensione per gli stakeholder (in alcuni casi anche per coloro che dispongono di conoscenze professionali); il contributo di Beattie, McInnes e Pierpoint (2008) evidenzia come, attraverso la presentazione di documenti complementari di bilancio in cui le informazioni fornite sono di tipo descrittivo (il *management commentary*), le imprese migliorino la comprensibilità della comunicazione relativa ai risultati aziendali.

Ulteriore limite consiste nell'orientamento al passato del bilancio, in quanto fondato su una logica *ex post*, quando invece molte informazioni richieste dagli investitori e dal mercato finanziario sono proiettate al futuro: assume rilevanza non solo la comprensione dello stato di salute attuale dell'azienda, ma anche (e soprattutto) la dinamica che l'impresa potrebbe registrare nel futuro. Per far fronte a tale limite si è assistito ad un ampliamento dell'informativa di tipo previsionale riguardante l'evoluzione della gestione e della strategia aziendale.

Infine, ultimo limite è dato dalla non adeguata rappresentazione delle performance sociali e ambientali nel bilancio di esercizio. Si tratta di un limite in parte superato grazie alla presentazione da parte delle società di grandi dimensioni di rendiconti ambientali e sociali, ma che permane per molte piccole e medie imprese. Una tendenza recente è quella del bilancio di sostenibilità, in cui performance socio-ambientali sono presentate assieme a quelle economiche per offrire una visione d'insieme dei risultati della gestione aziendale. Tra l'altro, in seguito all'attuazione della direttiva 2014/95/UE da parte dell'Italia, a partire dall'esercizio 2017 sarà obbligatorio per gli enti di interesse pubblico e le grandi imprese elaborare una dichiarazione di carattere non finanziario contenente informazioni sociali e ambientali.

1.1.2 L'esigenza di informativa volontaria

Dai limiti sopra esposti emerge come la comunicazione obbligatoria oggi non sia più sufficiente, in quanto esiste un divario fra le richieste di informazioni provenienti dai diversi stakeholder e la limitata offerta di informazioni imposta alle imprese dal contesto normativo (Beretta, 2006).

Nel momento in cui la comunicazione economico-finanziaria viene concepita come un'attività finalizzata esclusivamente al rispetto di un obbligo imposto da precise norme di legge, allora le informazioni che vengono trasmesse sono solo quelle che le imprese sono tenute a comunicare in forza delle normative. In questo modo non vengono però sfruttate appieno le potenzialità informative offerte da tale strumento e allo stesso tempo non vengono soddisfatte le crescenti aspettative informative delle diverse categorie di stakeholder (Favotto, Bozzolan e Parbonetti,

2012). Alla luce di ciò, molte imprese forniscono ulteriori informazioni su base volontaria, consapevoli che le tipiche informazioni contenute nella documentazione pubblicata per effetto degli obblighi posti da regolamenti non sono sufficienti per soddisfare pienamente il fabbisogno informativo proveniente dai vari interlocutori. Se in passato la riservatezza poteva essere considerata, almeno per alcuni aspetti, un valore da difendere nell'interesse degli azionisti, oggi invece le imprese competono per l'acquisizione di risorse anche attraverso la diffusione di informazioni utili a convincere i potenziali investitori e gli analisti delle opportunità che in esse si celano (Beretta, 2006). In questo senso, la comunicazione economico-finanziaria non si limita semplicemente a fornire le informazioni richieste dal dettato normativo, ma piuttosto rappresenta un importante strumento capace di attrarre le risorse di cui l'azienda necessita. Il quadro è per certi versi paradossale, in quanto la comunicazione è volontaria (perché non imposta da disposizioni normative) ma allo stesso tempo necessaria (per soddisfare le convincenti aspettative dei mercati): "la vera scelta non è se comunicare, ma quando e cosa comunicare" (Beretta, 2006, p. 17).

Attraverso la disclosure volontaria, il management può scegliere sia di rilasciare informazioni che non sono assolutamente obbligatorie (si pensi per esempio ad un report che descrive la storia aziendale), sia di arricchire ed integrare le informazioni obbligatorie, migliorando la trasparenza, la completezza e la chiarezza dell'informativa diffusa. In particolare, con riferimento a quest'ultimo aspetto, Bozzolan (2005) individua quattro aree principali che possono essere arricchite grazie ad una più ampia comunicazione volontaria:

- la descrizione della strategia aziendale riguardante le performance attuali e future;
- la descrizione delle informazioni di dettaglio che consentono di meglio comprendere l'evoluzione del complesso assetto economico aziendale;
- la diffusione di informazioni prospettiche (la *forward-looking information*);
- la descrizione del patrimonio immateriale dell'impresa e delle performance socio-ambientali.

Se le imprese tendono però a comunicare solo le informazioni positive che (teoricamente) dovrebbero favorire la crescita del valore delle proprie azioni, il risultato sarà che l'informazione diffusa non ha credibilità e nemmeno alcun valore. Ciò ha contribuito a creare nei mercati finanziari un'idea di assoluta inadeguatezza dell'informativa volontaria necessaria per formulare giudizi sullo stato e sul valore dell'impresa. La globalizzazione dei mercati finanziari ha fatto sì che diverse imprese, in particolar modo quelle maggiormente esposte a livello internazionale, prendessero atto di tali carenze nei processi di comunicazione e cominciasse a porvi rimedio.

Oggi l'informazione, diversamente rispetto a quanto accadeva in passato, viene considerata come un diritto concesso non solo agli azionisti ma anche agli altri stakeholder (Guidara, 2011).

1.2 Teorie sulla disclosure

Ci sono molte ragioni per le quali le imprese forniscono informazioni al di là di quelle previste dalla normativa. Nei paragrafi che seguono verranno esposti alcuni contributi il cui obiettivo è cercare di spiegare queste ragioni in un quadro teorico coerente.

Vengono citate in primo luogo la teoria dell'agenzia e la *signalling theory*, che trovano un comune fondamento, vale a dire la presenza di asimmetrie informative.

La teoria degli stakeholder e la teoria della legittimità evidenziano invece la rilevanza dei soggetti con i quali l'impresa entra in relazione, e sono impiegate principalmente per analizzare le determinanti della diffusione dell'informativa di natura sociale e ambientale.

Infine, la *proprietary cost theory* offre una serie di motivazioni che spiegano come le aziende, in alcuni casi, tendano a limitare piuttosto che ampliare il livello di comunicazione volontaria da diffondere.

1.2.1 Teoria dell'agenzia

Jensen e Meckling (1976, p. 308) definiscono la relazione di agenzia come “un contratto secondo il quale una o più persone (il principale) delegano un'altra persona (l'agente) a svolgere un servizio per loro conto che comporta la delega di alcune autorità decisionali all'agente”.

La teoria dell'agenzia si pone l'obiettivo di analizzare i problemi che si manifestano in tutte le situazioni nelle quali gli interessi delle due parti non solo allineati e in presenza di informazione asimmetrica¹. L'asimmetria informativa è a favore dell'agente in quanto possiede più informazioni del principale sul compito da svolgere, pertanto quest'ultimo non è in grado di controllare l'operato dell'agente, non solo per la mancanza di informazioni, ma anche a causa dei costi dei meccanismi di controllo.

Una delle ipotesi di questo approccio teorico è che principale e agente tendano a massimizzare il proprio benessere, pertanto l'agente è incentivato a sfruttare le informazioni di cui dispone ai danni del principale, generando due ordini di problemi: la selezione avversa e l'azzardo morale. In termini generali, la selezione avversa può essere definita come “il comportamento scorretto messo in atto da un soggetto nella fase di stipulazione di un contratto, in presenza di asimmetria informativa, che gli permette di nascondere o manipolare informazioni per ingannare la controparte” (Costa, Gubitta e Pittino, 2016, p. 113). L'azzardo morale invece è “il

¹ Con informazione asimmetrica si intende una condizione in cui una delle due parti dispone di informazioni che l'altra non possiede (in termini quantitativi e/o qualitativi).

comportamento scorretto messo in atto da un soggetto nell'esecuzione delle sue obbligazioni contrattuali in presenza di asimmetria informativa, contratto incompleto e difficoltà di stabilire, anche a causa della non osservabilità delle azioni, se le parti hanno rispettato i termini del contratto” (Costa, Gubitta e Pittino, 2016, p. 113).

Tutto ciò comporta dei costi (c.d. costi di agenzia), che possono essere classificati in tre categorie.

I primi sono i costi di monitoraggio (*the monitoring expenditures by the principal*), che sono quelli sostenuti dal principale per limitare le attività dell'agente che possono recargli un danno. Infatti, il principale ricorrerà a strumenti di monitoraggio per cercare di contenere le conseguenze di eventuali comportamenti opportunistici dell'agente e a sistemi di incentivi per ridurre la divergenza di interessi.

Vi sono poi i costi di obbligazione (*the bonding expenditures by the agent*), sostenuti dall'agente per garantire che nessun danno agli interessi del principale possa derivare dalle sue decisioni e azioni.

Ultima tipologia di costo è la perdita residua (*the residual loss*), la quale deriva dallo scostamento tra le decisioni dell'agente e le decisioni che massimizzerebbero il benessere del principale.

Di conseguenza, il costo di agenzia è dato dalla somma dei costi di monitoraggio, dei costi di obbligazione e della perdita residua (Jensen e Meckling, 1976, p. 308).

Sono molti i rapporti che possono rientrare nella definizione di relazione di agenzia; se consideriamo il caso di una società, gli agenti corrispondono ai manager, mentre il principale è rappresentato dall'insieme degli azionisti. Sono stati diversi gli scandali finanziari che, sia negli Stati Uniti che in Europa, hanno coinvolto top manager che hanno sfruttato le asimmetrie informative per influenzare le performance delle imprese gestite agli occhi degli investitori, e di conseguenza la loro remunerazione (Costa, Gubitta e Pittino, 2016).

Il rapporto di agenzia porta al problema dell'asimmetria informativa a causa del fatto che i manager possono accedere a informazioni più approfondite rispetto a quelle in possesso degli azionisti (Jensen e Meckling, 1976), ed inoltre gli interessi sono divergenti in quanto il management punta alla massimizzazione del valore corrente dell'impresa (e quindi della sua remunerazione e fama), mentre gli azionisti sono interessati al valore di lungo periodo. Tutto ciò va a svantaggio della valutazione del capitale economico dell'impresa (Healy e Palepu, 2001), a causa dei comportamenti opportunistici messi in atto dal management e ai costi che l'impresa deve sostenere per controllare le attività dei manager.

Un mezzo che, in linea teorica, potrebbe attenuare il problema di agenzia è rappresentato dai contratti completi, in quanto tendono ad allineare gli interessi degli azionisti con gli interessi dei manager (Healy e Palepu, 2001). Un contratto può dirsi completo nel momento in cui precisa in dettaglio il comportamento che gli attori devono tenere al verificarsi di ogni possibile circostanza, ed inoltre si è certi che i termini del contratto vengano eseguiti. Tuttavia, è facile intuire come tali ipotesi trovino difficilmente riscontro nella realtà, pertanto i contratti sono spesso incompleti.

I problemi di agenzia possono quindi essere ridotti proprio attraverso la disclosure volontaria: nel momento in cui i manager diffondono volontariamente informazioni, i costi d'agenzia si riducono poiché in questo modo si convincono gli investitori che l'impresa è ben gestita e responsabilmente condotta con la finalità di soddisfare le loro aspettative (Watson, Shrivess, e Marston, 2002; Bozzolan, 2005).

La disclosure riduce i costi di agenzia che derivano dalla divergenza di interessi e dall'asimmetria informativa, rappresentando così sia un utile strumento non solo per gli investitori attuali che possono meglio monitorare l'operato del management, ma anche per gli investitori potenziali, i quali saranno maggiormente propensi ad investire in un'impresa che mette a disposizione del mercato ulteriori informazioni sulla propria attività. È però opportuno evidenziare che la disclosure può rappresentare una soluzione al problema di agenzia soltanto se le informazioni che il management diffonde sono considerate attendibili dal mercato: l'attendibilità delle informazioni dipende non solo dalla corretta applicazione delle regole contabili, ma anche dai meccanismi di controllo interni e dalla governance dell'impresa (Corsi, 2013).

Seppur non sempre confermate dalle ricerche empiriche, alcune determinanti della disclosure che dal punto di vista teorico vengono comunemente associate al problema dell'agenzia sono la dimensione, la leva finanziaria, e la redditività.

Innanzitutto, i costi di agenzia dipendono dalla dimensione aziendale non solo per il fatto che generalmente le grandi imprese stipulano un maggior numero di contratti più complessi rispetto a quelli delle aziende di piccole dimensioni, ma anche (e soprattutto) perché gli effetti negativi della separazione tra la proprietà dell'azienda ed il management sono maggiormente visibili nelle aziende di grandi dimensioni, non solo perché sono più esposte alle aspettative dei propri interlocutori (Giacosa, 2015), ma anche in quanto, nella maggior parte dei casi, presentano una proprietà più dispersa; pertanto le aziende più grandi dovrebbero rivelare informazioni volontariamente per ridurre questi costi.

In secondo luogo, i costi di agenzia sono più alti quando aumenta l'indebitamento. Un'impresa ad alta leva finanziaria tende quindi a fornire maggiori dettagli per soddisfare le esigenze di informazione dei creditori rispetto ad un'azienda più patrimonializzata.

Terzo, margini più elevati e una più alta redditività portano ad un maggiore livello di disclosure per ottenere e giustificare migliori condizioni contrattuali. In questo senso, i manager forniranno informazioni dettagliate per mettere in luce la buona gestione della società e quindi migliorare le loro remunerazioni (Giner, 1997).

In sintesi, secondo questo approccio teorico, la disclosure è una strategia comunicativa il cui obiettivo è ridurre i costi di agenzia connessi al controllo che gli azionisti sono costretti a mettere in atto per verificare se il management sta gestendo l'impresa nel loro interesse (Bozzolan, 2005, p. 46).

1.2.2 Signalling Theory

La *signalling theory* condivide con la teoria dell'agenzia una delle ipotesi di base: la presenza di asimmetrie informative che generano il fenomeno della selezione avversa. Sebbene tale teoria sia stata originariamente sviluppata per chiarire l'asimmetria informativa sul mercato del lavoro (Spence, 1973), essa è stata utilizzata per spiegare anche la disclosure volontaria nel reporting aziendale (Ross, 1977; Healy e Palepu, 2001). Healy e Palepu (2001) adattano il "problema dei limoni" di Akerlof (1970) al mercato finanziario, considerando una situazione in cui metà delle imprese sono "buone" (*good companies*), mentre l'altra metà è "cattiva", cioè con idee imprenditoriali di scarse prospettive di successo (*bad companies*). Sia gli investitori che gli imprenditori (o i manager) sono razionali e valutano gli investimenti sulla base delle informazioni a loro disposizione. Se gli investitori non possono distinguere tra le due tipologie di imprese, gli imprenditori delle *bad companies* cercheranno di convincere gli investitori che le loro idee sono tanto preziose quanto le idee "buone". In questo caso, gli investitori valuteranno sia idee buone che cattive ad un livello medio, penalizzando le *good companies* che non troveranno soddisfacenti le condizioni proposte dagli investitori. Pertanto, se il problema dei limoni non è completamente risolto, il mercato dei capitali sottovaluterebbe alcune idee imprenditoriali (quelle di alta qualità) e ne sopravvaluterebbe altre (quelle di bassa qualità) in funzione delle informazioni disponibili. In questo contesto, le *good companies* sono incentivate a fornire informazioni aggiuntive circa la propria qualità al fine di ridurre l'incertezza e ottenere una giusta valutazione da parte degli investitori. Pertanto, i manager delle aziende caratterizzate da ottime performance sono incentivati a divulgare volontariamente informazioni al mercato, proprio perché si attendono che ciò venga interpretato come un buon segnale sul rendimento delle loro società e come riduzione delle asimmetrie informative. Il

segnale risulta essere credibile in quanto le *bad companies* non trovano profittevole imitare le *good companies*: infatti, se i manager segnalano di essere di alta qualità quando in realtà non lo sono, una volta che ciò verrà scoperto dal mercato, nessuna successiva comunicazione sarà considerata credibile (Watson, Shrives, e Marston, 2002).

In questo senso, la disclosure volontaria è uno dei mezzi di segnalazione attraverso cui le imprese diffondono più informazioni di quelle che sono richieste dalle leggi e dai regolamenti per segnalare che sono migliori delle altre. Pertanto le aziende con elevate performance possono usare la disclosure per influenzare la percezione degli investitori sulle prospettive future dell'azienda mediante la comunicazione da parte del management di informazioni proprietarie (vale a dire quelle che, in quel momento, nessuno nel mercato possiede). I manager di imprese caratterizzate da forti vantaggi competitivi sostenibili nel medio-lungo periodo diffondono volontariamente informazioni per segnalare all'esterno la loro qualità e il proprio merito per il conseguimento delle buone performance della società. Ciò avviene per due motivazioni diverse: da un lato il management segnala al mercato dei manager la propria capacità di gestione aziendale, mentre dall'altro l'impresa comunica la propria superiorità rispetto ai concorrenti così da trarne vantaggio in fase di acquisizione delle risorse di cui necessita (Bozzolan, 2005). È interessante notare come, secondo la *signalling theory*, il management sia quasi "obbligato" a comunicare informazioni, in quanto gli investitori (attuali e potenziali) potrebbero interpretare l'assenza di informazioni come un'iniziativa volta a nascondere uno scarso stato di salute dell'impresa (Corsi, 2013).

Come per la teoria dell'agenzia, è evidente che alla base del successo della comunicazione vi è la credibilità della stessa. Quando il management vuole segnalare le proprie qualità in quanto ha ben gestito l'impresa ottenendo performance positive, il mercato deve non solo considerare tale informazione come affidabile, ma deve inoltre avere la percezione che tali performance di breve termine non abbiano intaccato la strategia aziendale di medio-lungo periodo. Se ciò non si verifica, tutti i successivi segnali provenienti da quel gruppo di comando perderanno di credibilità.

Secondo Bozzolan (2005) anche le *bad news* (cioè i risultati negativi) dovrebbero essere comunicate, in quanto se il management è considerato credibile nel produrre e comunicare le informazioni, questa strategia comunicativa segnala al mercato che il management non sta cercando scusanti per il mancato raggiungimento degli obiettivi prefissati, e, allo stesso tempo, fa capire agli investitori di essere consapevole dell'insuccesso e delle sue cause. Da ciò consegue che se i motivi che hanno fatto sì che gli obiettivi non venissero realizzati sono ritenuti momentanei, superati oppure gestibili dal mercato, non vi sarà un effetto sul prezzo del titolo come quello che vi sarebbe potuto essere nel caso in cui i manager avessero deciso di non

fornire alcuna informazione, o si fossero limitati alla diffusione di informativa obbligatoria (Bozzolan, 2005).

Nello spiegare le determinanti della disclosure volontaria, vi sono diversi punti in comune tra la teoria dell'agenzia e la *signalling theory*. Nonostante ciò, l'elemento che le differenzia maggiormente riguarda il fatto che la *signalling theory* risponde ad una asimmetria informativa presente nel mercato, mentre nella teoria dell'agenzia questa asimmetria informativa è soltanto con gli azionisti. Tale concetto può essere chiarito con un esempio: se un'impresa ottiene buone performance, secondo la *signalling theory* i risultati vengono comunicati perché i manager vogliono segnalare sia al mercato finanziario nel suo complesso sia al mercato del lavoro manageriale la propria capacità di gestire l'impresa (per le motivazioni sopra esposte); secondo la teoria dell'agenzia invece, il management comunicherà agli azionisti la soddisfacente performance conseguita in modo da assicurare gli azionisti della situazione di solidità finanziaria dell'impresa, per poter consolidare la propria posizione e per poter contrattare così un salario migliore (Giner, 1997; Bozzolan, 2005).

1.2.3 Teoria della legittimità

La teoria della legittimità offre un'altra spiegazione teorica per la comunicazione volontaria delle informazioni. Essa presuppone che un'azienda non abbia il diritto di esistere a meno che i propri valori non siano percepiti come in linea con quelli della comunità in cui opera (Dowling e Pfeffer, 1975), in quanto uno degli assunti fondamentali è l'esistenza di un "contratto sociale" (Guthrie et al., 2004, p. 284) tra l'organizzazione e la società, secondo cui per l'impresa è necessario non soltanto conseguire buoni risultati economici e finanziari, ma anche ricoprire un ruolo attivo nella crescita economica e sociale della comunità in cui è stabilita.

Suchman (1995, p. 574) definisce la legittimità come "una percezione che le azioni di un'entità siano desiderabili, giuste o appropriate all'interno di un determinato sistema di norme, valori, credenze e definizioni socialmente costruito". Se la legittimità di un'impresa è minacciata poiché gli stakeholder percepiscono la sua performance come non sostenibile e non in linea con le loro aspettative, la sopravvivenza nel lungo periodo dell'azienda è a rischio.

Secondo questa prospettiva, la disclosure volontaria rappresenta uno strumento per le aziende che vogliono far percepire alla comunità che operano in accordo con i valori sociali, così da ottenere e mantenere la legittimità sociale (Patten, 2002) diffondendo le informazioni che la comunità si aspetta di ricevere, assicurando così maggior trasparenza. Infatti, la teoria della legittimità è stata utilizzata per analizzare la contabilità sociale e ambientale da parte delle imprese (Guthrie e Parker, 1989; Patten, 2002). Più precisamente, poiché l'obiettivo della contabilità è fornire informazioni che aiutano nel processo decisionale così come soddisfare gli

interessi sociali, la teoria è stata integrata negli studi contabili come “mezzo per spiegare perché, quando e come vengono affrontati determinati temi dal management nella comunicazione con il pubblico esterno” (Magness, 2006, p. 542). Dunque, le differenze nell’estensione della comunicazione di informazioni sono funzione delle differenze nelle pressioni degli stakeholder con le singole imprese. Pertanto, una modifica in queste pressioni dovrebbe comportare a conseguenti cambiamenti nella portata e nei temi affrontati della disclosure.

Se la teoria della legittimità descrive correttamente il processo decisionale della disclosure, una strategia comunicativa efficace richiede al management di tenere traccia dei temi verso i quali la comunità dimostra maggior sensibilità, considerare l’importanza relativa di diversi gruppi di stakeholder e quindi redigere le informazioni sociali di conseguenza (Magness, 2006).

È possibile identificare quattro diverse strategie, tutte strettamente collegate con la comunicazione volontaria, che un’impresa può adottare per ottenere legittimità (Bozzolan, 2005), in particolare:

- educare e mantenere al corrente i propri stakeholder sulle variazioni delle attività e dei risultati conseguiti;
- modificare le percezioni e le cattive interpretazioni che gli interlocutori hanno delle attività e dei risultati ottenuti, senza però cambiare i propri comportamenti;
- spostare l’attenzione degli stakeholder dai temi considerati critici verso temi di minore rilevanza;
- cambiare ed influenzare le aspettative sulle performance future nel caso in cui queste siano irrealistiche ed irraggiungibili.

1.2.4 Teoria degli stakeholder

La teoria degli stakeholder pone l’attenzione al fatto che le imprese sono sistemi aperti, il cui funzionamento dipende dalla capacità di affrontare le pressioni esterne di natura non solo economica, ma anche politica, sociale ed istituzionale a cui sono sottoposte. Freeman (1984, p. 46) definisce gli stakeholder come “qualsiasi gruppo o individuo che può influenzare o essere influenzato dal raggiungimento degli obiettivi dell’impresa”. Gli stakeholder dunque sono tutti gli attori che hanno interesse nella performance dell’impresa, in quanto la condizionano e, direttamente o indirettamente, vi contribuiscono e, quindi, si aspettano un qualche tipo di ritorno (economico o meno). Possiamo distinguere gli stakeholder interni (che comprendono i proprietari, i manager, i lavoratori) da quelli esterni, che hanno un interesse mediato e indiretto: tra questi si possono considerare i fornitori, i clienti, i sindacati, le comunità locali, le istituzioni.

L'impresa deve essere in grado di trovare un equilibrio nel gestire le esigenze contrastanti dei vari stakeholder (Costa, Gubitta e Pittino, 2016).

Il concetto di stakeholder intende “ampliare la visione del management dei suoi ruoli e delle sue responsabilità al di là della massimizzazione della funzione di profitto per includere gli interessi e le pretese dei gruppi che non detengono azioni” (Mitchell, Agle e Wood, 1997, p. 855). Da questo punto di vista, la sopravvivenza di lungo periodo e il successo di un'impresa richiedono il sostegno di tutti gli stakeholder. Per ottenere questo supporto, è necessario che il management instauri un dialogo con gli stakeholder dell'impresa.

Secondo la teoria degli stakeholder, il management di un'organizzazione dovrebbe non solo impegnarsi nelle attività considerate rilevanti dai propri stakeholder, ma anche comunicare loro gli effetti di tali attività in quanto tutte le strategie che vengono attuate dal management hanno delle conseguenze su una o più categoria di stakeholder, e pertanto devono essere accompagnate da un'appropriata disclosure. Questo approccio suggerisce come, adottando una visione allargata del concetto di stakeholder, tutti i portatori di interesse abbiano il diritto di ottenere informazioni relativamente alle attività organizzative che li riguardano (si pensi ad esempio all'interesse delle comunità locali sulle politiche relative all'inquinamento), sebbene non ricoprano un ruolo chiave nella sopravvivenza dell'organizzazione. In questo senso, la teoria degli stakeholder mette in evidenza la responsabilità organizzativa che va oltre le semplici performance economico-finanziarie, e suggerisce come le organizzazioni virtuose dovrebbero diffondere volontariamente informazioni sulle loro attività (in particolar modo quelle relative a temi sociali e ambientali) al di là delle esigenze obbligatorie, al fine di soddisfare le aspettative attuali, potenziali o percepite degli stakeholder.

In realtà, non potendo far fronte alle aspettative (informative e non) di tutti gli stakeholder, le imprese devono necessariamente puntare in primo luogo a soddisfare le esigenze degli stakeholder che sono più rilevanti per la sopravvivenza dell'impresa. La rilevanza di ciascun stakeholder dipende dalla percezione dei manager relativamente a tre specifici attributi di ogni singola relazione (Favotto, Bozzolan e Parbonetti, 2012):

- la legittimità delle aspettative di ciascun stakeholder;
- il potere degli stakeholder di influenzare l'impresa;
- l'urgenza delle rivendicazioni.

Per quanto riguarda la legittimità, tale fattore è stato già analizzato nel paragrafo relativo alla teoria della legittimità, a cui si rinvia².

² Da qui si vede come le due teorie (teoria degli stakeholder e teoria della legittimità) siano interrelate.

Con riferimento invece al potere degli stakeholder, secondo la teoria della dipendenza delle risorse il potere sta in capo a coloro che controllano le risorse di cui l'azienda necessita, creando quindi differenziali di potere fra gli stakeholder (Favotto, Bozzolan e Parbonetti, 2012). In altri termini, il potere di influenzare la gestione aziendale di uno stakeholder può essere considerato come una funzione del grado di controllo degli stakeholder sulle risorse richieste dall'organizzazione (Ullmann, 1985): quanto più fondamentali sono le risorse degli stakeholder per la continuità della redditività e del successo dell'organizzazione, tanto maggiore sarà l'impegno e la tempestività con cui l'impresa dovrà affrontare le richieste degli stakeholder.

L'urgenza viene definita come "il grado con cui le richieste degli stakeholder richiedono un'azione immediata" (Mitchell, Agle e Wood, 1997, p. 867). Si tratta di un attributo bidimensionale, in quanto comprende sia la nozione di sensibilità rispetto al tempo che la nozione di criticità, vale a dire la convinzione da parte dell'interessato che le sue rivendicazioni siano critiche e molto importanti. L'urgenza, in combinazione con il potere e/o la legittimità, ha il potenziale di cambiare le relazioni tra stakeholder e manager, aumentando l'importanza del gruppo stakeholder in questione.

Quanto maggiori sono il potere, la legittimità e l'urgenza di uno stakeholder, tanto maggiore sarà l'impegno e la tempestività con cui l'impresa dovrà affrontare le richieste di tale stakeholder.

Se le attività di comunicazione sono considerate una strategia di gestione efficace per affrontare le richieste degli stakeholder, si prevede una relazione positiva tra il grado di influenza degli stakeholder e le performance in ambito sociale e la diffusione di quest'ultime (Roberts, 1992): sviluppare una reputazione aziendale come socialmente responsabile attraverso l'esecuzione e la divulgazione delle attività di responsabilità sociale fa parte di un piano strategico per la gestione dei rapporti con gli stakeholder.

Ciò suggerisce che la disclosure può essere utilizzata come strumento per dimostrare la conformità aziendale alle norme sociali e alle aspettative degli stakeholder, garantendo così la sopravvivenza e il successo dell'impresa.

Ovviamente l'estensione dell'informativa volontaria dipende da quelle che sono le aspettative dei vari stakeholder nei temi sociali e ambientali: in questo senso, l'estensione dell'informativa dipenderà dalla tipologia di stakeholder prevalente, cioè che detiene un certo livello di influenza. Ad esempio, le imprese dei paesi nordici che sono maggiormente orientate agli stakeholder, probabilmente tenderanno a fornire maggiori informazioni su temi sociali e ambientali se confrontate con le imprese statunitensi, le quali tendono a dare maggior peso alle aspettative degli azionisti. Per quanto riguarda gli shareholder, se una quota rilevante della

proprietà appartiene a degli investitori interessati ad attività sociali (come ad esempio i fondi etici o socialmente responsabili) aumenta la pressione a diffondere informazioni relative ad attività di responsabilità sociale (Ullmann, 1985).

Gli enti governativi e regolatori rappresentano un altro stakeholder che ha sicuramente aspettative e interessi ai temi sociali e ambientali (almeno quelli dei paesi sviluppati). Pertanto, un'azienda che percepisce un alto livello di influenza governativa sulla propria attività dovrebbe caratterizzarsi per un maggiore impegno nella produzione di informativa sociale e ambientale per soddisfare le aspettative del governo.

Mediante diffusione volontaria di informazioni considerati rilevanti, l'impresa rassicura gli stakeholder di riferimento sulle proprie capacità e intenzioni di soddisfare le loro aspettative, cercando di anticipare i loro atteggiamenti futuri ed instaurare con essi solide relazioni (Bozzolan, 2005).

1.2.5 Proprietary cost theory

Per concludere l'analisi delle teorie che analizzano le possibili ragioni che possono condizionare la propensione alla comunicazione è opportuno citare la *proprietary cost theory*, la quale evidenzia l'esistenza di un potenziale ostacolo alla disclosure. Secondo tale teoria un'impresa che diffonde un elevato livello di informazioni potrebbe subire un danno invece che un beneficio (diversamente da quanto previsto dalle altre teorie sopra menzionate), a causa dell'esistenza di una particolare tipologia di costi che l'impresa deve sostenere: i costi proprietari. In questo senso, molti ricercatori (si veda ad esempio Verrecchia, 1983; Darrough e Stoughton, 1990; Darrough, 1993) ipotizzano che le decisioni delle imprese di diffondere informazioni siano influenzate dalla preoccupazione che tali informazioni possano danneggiare la loro posizione competitiva: si pensi al caso in cui un'impresa trasmette al mercato alcune informazioni che possono essere reperite dai concorrenti e utilizzate a svantaggio della stessa azienda. Alla luce di tale considerazione, è evidente che il livello di disclosure è di fatto il prodotto di un'analisi che tiene conto non solo dei benefici ma anche dei costi associati alla divulgazione di informazioni rilevanti (cosiddette "proprietarie"). In questo caso risulta conveniente per le imprese limitare la natura delle informazioni da diffondere al mercato, comunicando soltanto le informazioni che non sono critiche per il proprio vantaggio competitivo (cioè non proprietarie) e mantenendo private quelle proprietarie, cioè che possono rivelarsi strategicamente importanti. In realtà, secondo Dye (1986), le aziende limitano la divulgazione sia delle informazioni proprietarie che non proprietarie quando queste ultime possono rivelare parzialmente l'esistenza delle prime, ad esempio quando esistono interdipendenze statistiche note tra le due tipologie di informazioni.

Prencipe (2004) mostra come i costi proprietari siano particolarmente rilevanti nel caso del *segment reporting*, limitando così l'incentivo per le aziende a fornire tali informazioni al mercato. Sono gli stessi principi contabili internazionali ad ammettere l'esistenza dei suddetti costi; infatti, al paragrafo 19 dell'IFRS 8 relativo ai segmenti operativi si può leggere come sia concesso all'entità di limitare il grado di dettaglio delle informazioni, se queste possono recare danno all'impresa: "Vi può essere un limite pratico al numero di settori oggetto di informativa che un'entità presenta separatamente, al di là del quale le informazioni di settore potrebbero diventare troppo dettagliate".

I costi connessi ad una più ampia informativa non comprendono soltanto i costi relativi alle attività di rilevazione, elaborazione e comunicazione delle informazioni (Verrecchia, 1983), ma anche altre due categorie di costi: la prima categoria comprende i costi riguardanti il timore che la diffusione delle informazioni strategiche possa danneggiare la propria posizione competitiva e quindi fornire un vantaggio ai concorrenti, in particolare se le imprese competono fissando i prezzi (Dye, 1985); la seconda categoria comprende i costi relativi alla paura che le informazioni possano essere utilizzate contro l'interesse della stessa impresa (Bozzolan, 2005): si pensi al caso in cui gli azionisti avviano nei confronti del management cause legali per diffusione di notizie false o imprecise. Questi ultimi costi vengono propriamente definiti *litigation costs*.

Tuttavia, per quanto riguarda la prima tipologia di costi, non sempre rivelare informazioni ai concorrenti riduce i profitti futuri; in alcuni casi le aziende sono incentivate a condividere informazioni per coordinare le azioni a loro vantaggio reciproco: le conseguenze (positive o negative) della disclosure dipendono da altri fattori, come ad esempio la natura della concorrenza di mercato (Darrough, 1993) e la tipologia di informazioni diffuse. Con riferimento a quest'ultimo aspetto, Fried (1984) sostiene che l'impresa rischia di subire un danno soltanto se comunica informazioni "comuni"; con informazioni comuni si intendono quelle che, se entrate in possesso dei concorrenti, vengono sfruttate dagli stessi a proprio vantaggio (e a svantaggio di chi le diffonde). Diversamente, la diffusione di informazioni "*firm-specific*" non comporta costi per l'impresa, poiché i concorrenti non sono in grado di utilizzarle a proprio vantaggio (per esempio le informazioni relative a tecnologie che sono state brevettate dall'azienda). Le informazioni comuni comprendono, per esempio, le informazioni riguardanti la redditività del settore o l'ampiezza del mercato in cui l'impresa opera: eventuali notizie positive richiamano l'attenzione di altre imprese che potrebbero considerare un ingresso nel mercato.

Il ruolo dei *litigation costs* invece è piuttosto incerto poiché in questo caso agiscono due effetti contrapposti: da una parte la minaccia degli azionisti di fare causa al management per una non

appropriata disclosure di informazioni (in particolare se queste informazioni si riferiscono a risultati negativi) dovrebbe incentivare il management stesso a fornire informazioni con maggior attenzione e prontezza³ (Skinner, 1994; 1997); dall'altro lato invece i *litigation costs* riducono la propensione del management alla disclosure per non correre il rischio che le informazioni rilasciate al mercato (specialmente quelle prospettive) possano venire utilizzate contro di esso. Ciò fa sì che nei paesi in cui le citazioni in giudizio sono più frequenti, sarà molto probabile che vengano rilasciate informazioni meno specifiche, soprattutto relativamente ai risultati attesi, in modo da limitare le probabilità che tali previsioni possano rivelarsi poi sensibilmente errate: in questi casi i legali aziendali spesso consigliano un livello di disclosure appena sufficiente a soddisfare le disposizioni normative proprio per diminuire il rischio di cause legali (Bozzolan, 2005).

Complessivamente, dunque, nel rilascio di informazioni il management deve affrontare un trade-off tra l'obiettivo di soddisfare le esigenze conoscitive dei vari interlocutori e garantire un determinato livello di trasparenza, e l'esigenza contrapposta di salvaguardare oltre al buon funzionamento dell'impresa nel suo complesso, anche la posizione del management stesso.

³ Tuttavia, da una ricerca di Francis, Philbrick e Schipper (1994) è emerso che la disclosure preventiva delle notizie negative non fornisce una protezione completa per i manager contro le cause legali da parte degli azionisti.

CAPITOLO 2: Disclosure degli intangibili

2.1 La definizione e la contabilizzazione degli intangibili

In letteratura vi sono diverse definizioni del generico termine “intangibili” (*intangibles* o *intangible assets*). In termini generali, secondo una definizione ampia del termine, gli intangibili sostanzialmente comprendono qualsiasi risorsa immateriale (priva di sostanza fisica) che ha un valore economico per l’impresa. Ciò include tutti i tipi di capitale intellettuale, compresi quelli associati al capitale umano dell’impresa (valore delle abilità del personale, della sua fedeltà e conoscenza), al capitale organizzativo (sistemi, processi, routine organizzative, brevetti che sono incorporati nell’impresa) e alle relazioni esterne (che includono le relazioni con clienti e fornitori, la soddisfazione del cliente, la fedeltà dei clienti, la riconoscibilità del marchio).

In considerazione delle difficoltà pratiche associate a una definizione così ampia, i principi contabili internazionali adottano una definizione più ristretta di intangibili. In particolare, ai sensi dello IAS 38, la definizione di attività immateriali si limita a quelle risorse non monetarie prive di consistenza fisica, che sono identificabili, controllate dall’entità in conseguenza di eventi passati e dalle quali sono attesi benefici economici futuri. Dunque un’attività intangibile, per poter essere definita come immobilizzazione immateriale, deve rispettare tre requisiti:

1. identificabilità;
2. controllabilità;
3. l’esistenza di benefici economici futuri ad essa attribuibili;

Un’attività è identificabile se:

- a) è separabile, ossia può essere separata o scorporata dall’entità e venduta, trasferita, data in licenza, locata o scambiata, sia individualmente che insieme al relativo contratto, attività o passività; o
- b) deriva da diritti contrattuali o da altri diritti legali, indipendentemente dal fatto che tali diritti siano trasferibili o separabili dall’entità o da altri diritti e obbligazioni (IAS 38, par. 12).

Lo IAS 38 stabilisce che l’entità ha il controllo di un’attività se ha il potere di usufruire dei benefici economici futuri derivanti dalla risorsa stessa e può limitare l’accesso da parte di terzi a tali benefici. La capacità dell’entità di controllare i benefici economici futuri derivanti da un’attività immateriale trae origine, in genere, da diritti legali che sono tutelabili in sede giudiziale. In assenza di diritti legali, è più difficile dimostrare che esiste controllo. Tuttavia, la tutela giuridica di un diritto non è una condizione necessaria per il controllo poiché l’entità può

essere in grado di controllare i benefici economici futuri in qualche altra maniera (IAS 38, par. 13).

Infine, i benefici economici futuri derivanti da un'attività immateriale possono includere i proventi originati dalla vendita di prodotti o servizi, i risparmi di costo o altri benefici derivanti dall'utilizzo dell'attività da parte dell'entità (IAS 38, par. 17).

Affinché una risorsa immateriale possa essere autonomamente iscritta nello stato patrimoniale, oltre che rispettare la definizione di immobilizzazione immateriale, deve anche possedere due requisiti. In particolare, lo IAS 38 al paragrafo 21 stabilisce che un'attività immateriale deve essere rilevata come tale se, e solo se:

- a) è probabile che i benefici economici futuri attesi che sono attribuibili all'attività affluiranno all'entità; e
- b) il costo dell'attività può essere determinato attendibilmente.

Con il primo requisito si fa nuovamente riferimento ai benefici economici prospettici, mentre con la seconda condizione si afferma che all'origine del bene immateriale debbano esserci dei costi e che tali costi possano essere identificati e collegati direttamente alla risorsa intangibile (Beretta Zanoni, 2005).

I costi sostenuti per l'acquisizione di un fattore produttivo che non rispetta i requisiti di cui sopra non possono essere considerati immobilizzazioni immateriali, pertanto andranno spesati nel conto economico relativo all'esercizio in cui sono sostenuti.

Lo IAS 38 stabilisce che le attività sviluppate internamente non possono mai essere classificate come attività immateriali (con l'eccezione dei costi di sviluppo delle attività di ricerca e sviluppo nel caso in cui sussistano una serie di condizioni). Più specificatamente, l'avviamento generato internamente non può essere rilevato come un'attività immateriale perché non è una risorsa identificabile (ossia non è separabile, né può derivare da diritti contrattuali o altri diritti legali) controllata dall'entità che può essere attendibilmente misurata al costo. Inoltre, le spese sostenute per generare internamente marchi, testate giornalistiche, diritti di editoria, anagrafiche clienti e altri elementi simili nella sostanza non possono essere distinte dal costo sostenuto per sviluppare l'attività aziendale nel suo complesso (IAS 38, par. 64), perciò non possono essere contabilizzate come attività immateriali. Ciò in quanto l'iscrizione in bilancio di una qualsiasi immobilizzazione presuppone la possibilità di misurare il valore di tale *asset*, e nel caso degli intangibili generati internamente questo valore è difficilmente determinabile oggettivamente, e quindi intrinsecamente inaffidabile.

Tuttavia, lo IAS al paragrafo 34, stabilisce che, in conformità dell'IFRS 3, nel caso di *business combination* la società acquirente ha l'obbligo di contabilizzare, oltre all'avviamento, anche i beni immateriali che soddisfano i requisiti dell'identificabilità, della controllabilità e dell'esistenza dei benefici economici futuri il cui *fair value* può essere determinato in modo attendibile. La contabilizzazione degli intangibili specifici generati internamente si basa sul presupposto che se l'acquirente ha pagato un prezzo per acquisire un'altra azienda, allora esso avrà valutato anche gli intangibili specifici e avrà assegnato un valore ad essi; pertanto i principi contabili richiedono di dare rappresentazione contabile proprio dei valori utilizzati nella determinazione del prezzo di acquisto.

Come si può notare, la possibilità di contabilizzare gli intangibili acquisiti in una *business combination* provoca una disparità di trattamento contabile, in quanto soltanto gli intangibili generati internamente dalla società acquisita vengono contabilizzati, ma ciò non vale per gli intangibili dell'acquirente. Il risultato è che così facendo, due aziende, pur disponendo di un patrimonio immateriale simile, possono presentare una struttura di bilancio sensibilmente diversa per il solo fatto che una è cresciuta per vie interne (e quindi non avrà contabilizzato nessun intangibile generato internamente) e l'altra attraverso aggregazioni aziendali, la quale avrà contabilizzato, oltre agli avviamenti, gli intangibili specifici generati dalle imprese acquisite (Parbonetti, 2010).

Parbonetti (2010) evidenzia la diffusione (in particolare nel mondo del calcio) di operazioni (che solitamente consistono in trasferimenti di rami d'azienda) tese a valorizzare in prevalenza marchi generati internamente che, nonostante siano corrette sul piano formale, lasciano molte perplessità circa l'aderenza sostanziale ai principi di redazione del bilancio in quanto le transazioni sono nella sostanza simulate. Gli scambi infatti avvengono solo formalmente perché lo stesso soggetto figura sia come venditore che come acquirente, in quanto la società venditrice è la controllante della società acquirente. È evidente che in tutti questi casi vi sono molte probabilità che il prezzo di vendita del marchio non venga determinato sulla base di una transazione di mercato tra soggetti indipendenti, ma piuttosto derivi da esigenze specifiche di chi ha posto in essere l'operazione.

Vi sono quindi preoccupazioni circa il diverso trattamento contabile degli intangibili acquisiti attraverso operazioni di esterna gestione (che sono solitamente riconosciuti come attività immateriali) e quelli sviluppati internamente (che non lo sono). Questo in quanto, sebbene l'adozione dei principi contabili internazionali consenta di confrontare le informazioni contabili tra imprese operanti in paesi diversi, alla luce delle considerazioni di cui sopra, tale confronto di fatto risulta difficile in quanto imprese con grandezze di bilancio analoghe, possono però di fatto nascondere un patrimonio intangibile sensibilmente diverso (e viceversa).

2.2 La rilevanza e la disclosure degli intangibili

Già prima degli anni Duemila è maturata la consapevolezza che le risorse immateriali assumono un ruolo chiave nella determinazione del successo delle imprese: con l'affermazione del paradigma post-fordista, le risorse materiali sono diventate vere e proprie *commodities* (Lev, 2001) e, di conseguenza, le attività immateriali hanno acquisito un'importanza sempre crescente, fino ad assumere un ruolo prioritario nel processo di creazione di valore delle imprese.

Data la rilevanza del patrimonio intangibile, il problema conseguente consiste nell'individuare le giuste modalità attraverso le quali comunicare al mercato finanziario e agli stakeholder gli intangibili e i loro contributi nella formazione dei vantaggi competitivi delle imprese, in considerazione del fatto che la domanda di informazioni sulle risorse intangibili è in costante aumento (Beretta Zanoni, 2005). Sono stati diversi gli interventi (soprattutto negli Stati Uniti) volti a sottolineare l'importanza degli *asset* immateriali, nonché l'esigenza di rappresentare e comunicare adeguatamente tali risorse.

Un primo intervento che mise in evidenza l'importanza dell'informativa relativa agli intangibili è il *Jenkins Committee Report* del 1994. Si tratta di un progetto di un comitato (il *Jenkins Committee*) istituito dall'*American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA) nel 1991 al fine di studiare e migliorare la comunicazione esterna delle aziende tenendo conto delle esigenze conoscitive degli *user* di bilancio. Il rapporto sottolinea la rilevanza delle risorse immateriali nella creazione del vantaggio competitivo, pertanto viene conseguentemente evidenziata anche l'esigenza di informazioni da parte degli *user* di bilancio, i quali gradirebbero miglioramenti nella diffusione di informazioni relative alle attività immateriali, sia acquisite che generate internamente (AICPA Special Committee on Financial Reporting, 1994, p. 86).

Successivamente, nel 2001, in un documento del FASB (*Financial Accounting Standards Board*) noto come *Steering Committee Report*, che ha ripreso le considerazioni e gli orientamenti del *Jenkins Committee Report*, si sottolinea l'importanza di rappresentare con grande attenzione, nelle sintesi contabili, informazioni relative agli intangibili (in particolar modo quelli generati internamente), poiché sarebbero particolarmente utili agli investitori nel prendere decisioni di investimento, in quanto tali *asset* sono critici per il successo delle imprese. Negli Stati Uniti anche la SEC (*Security Exchange Commission*), dall'inizio degli anni Duemila, ha incoraggiato le imprese a comunicare ulteriori informazioni sulle attività immateriali. In particolare, il *Garten Report* del 2001 suggerisce ai *regulators* come la creazione di un contesto che incentivi una diffusione volontaria di informazioni (ad esempio

proteggendo i manager dai *litigation costs*) sia preferibile rispetto ad una maggior *mandatory disclosure*.

Per quanto riguarda gli interventi di matrice europea, rilevante è il rapporto *The Intangible Economy – Impact and Policy Issues* del 2000, nel quale viene evidenziato non solo l'impatto che gli intangibili hanno nelle performance aziendali, ma anche la necessità di aggiornare i sistemi di rilevazione economica, statistica e contabile affinché siano in grado di riflettere tale impatto.

Nonostante l'estrema rilevanza del patrimonio intangibile, la comunità finanziaria è ampiamente concorde sul fatto che l'informativa di bilancio relativa alle risorse immateriali non sia sufficiente per soddisfare le esigenze informative del mercato (Amir, Lev e Sougiannis, 2003; Gerpott, Thomas e Hoffmann, 2008).

I limiti dell'informativa di bilancio sono evidenti soprattutto nei settori ad alta tecnologia: Amir e Lev (1996) affermano che, mentre le attività immateriali contribuiscono alla creazione del valore di mercato delle imprese, le regole contabili non danno un'adeguata rappresentazione di tali risorse. Di conseguenza, le informazioni fornite nel bilancio d'esercizio non sono utili per gli investitori nella valutazione delle imprese i cui vantaggi competitivi si basano su una forte presenza di intangibili. Alla luce di ciò, gli autori sostengono che le imprese con livelli significativi di attività immateriali spesso forniscono informazioni ulteriori per integrare l'informativa contenuta nei prospetti contabili.

Anche i risultati della ricerca di Gelb (2002) suggeriscono che le imprese con un alto livello di attività immateriali percepiscono l'informativa di bilancio prevista dalla normativa come un mezzo relativamente poco efficace per comunicare con i propri investitori, e pertanto sono più propense a pubblicare informazioni integrative, evidenziando l'importanza della disclosure volontaria quale mezzo per la comunicazione del valore di questa tipologia di imprese.

È quindi necessario comunicare maggiori informazioni sulle risorse immateriali, in modo da non estromettere gli investitori e tutti gli stakeholder dai benefici derivanti dal possesso di tali informazioni che, seppur non pubblicate nei documenti di bilancio, sono a disposizione del management (Orlandi, 2012). Gli intangibili possono essere considerati una "nozione speculativa" (Penman, 2009, p. 359), in considerazione del fatto che per la maggior parte delle risorse immateriali non esistono mercati attivi, pertanto il valore di tali attività è determinato sulla base di stime e congetture, soggette alla discrezione del gruppo di comando. Gli investitori e gli stakeholder in generale appaiono quindi legittimati a richiedere ulteriori informazioni rispetto a quelle previste dai principi contabili, ad esempio relativamente alle assunzioni e ai modelli di valutazione utilizzati. In questo senso, la disclosure volontaria rappresenta un mezzo

per ridurre le asimmetrie informative tra il management e la proprietà (o, secondo una visione più ampia, gli stakeholder).

Tuttavia, stando ad alcune ricerche empiriche, i manager non sembrano avere incentivi sufficienti per fornire ai propri interlocutori un'informativa completa sulle risorse immateriali.

Con particolare riferimento all'Italia, da una ricerca empirica di Pozza (2004) effettuata su un campione di 192 società quotate alla Borsa Valori di Milano, è emersa una propensione non molto elevata a pubblicare volontariamente informazioni relative al patrimonio intangibile. Nonostante ciò, uno dei risultati di maggior interesse della ricerca è relativo al grado di completezza della disclosure, in quanto una volta analizzata l'informativa delle aziende che decidono di comunicare, i risultati sono positivi (seppur vi siano margini di miglioramento). Dunque, le poche aziende che scelgono di fornire volontariamente informazioni sulle proprie risorse immateriali non si limitano a pubblicare qualche dato in modo non sistematico o casuale, ma cercano di arricchire l'informativa di bilancio mediante l'esposizione sia di dati quantitativi che di descrizioni qualitative, per soddisfare i bisogni informativi dei propri investitori e stakeholder.

Coerentemente con lo studio di Pozza, i risultati di due ricerche (Guidara, 2011) confermano non solo la scarsa propensione da parte delle imprese a comunicare informazioni sui propri intangibili, ma anche la rilevanza degli stessi. Infatti, stando a tali studi, i manager delle imprese oggetto d'indagine hanno riconosciuto negli asset intangibili una delle principali fonti del proprio vantaggio competitivo. La situazione è quindi critica (Guidara, 2011), poiché:

- da un lato vi è la consapevolezza del ruolo chiave assunto da questa tipologia di risorse in quanto contribuiscono a determinare in misura significativa i flussi di risultato, di reddito e di cassa, e dunque informazioni approfondite sulla dotazione di intangibili sono utili anche agli investitori (attuali e potenziali), che possono utilizzarle nel loro processo decisionale al fine di allocare al meglio le proprie risorse;
- d'altra parte le imprese preferiscono evitare di diffondere informazioni trasparenti, in quanto considerate "private".

La generale mancanza di informazioni relativa alle immobilizzazioni immateriali riguarda anche l'informativa obbligatoria.

Studiando il livello di *compliance* della disclosure obbligatoria degli intangibili in un campione di aziende europee e del resto del mondo, Tsalavoutas, André, e Dionysiou (2014) osservano come non vengano del tutto fornite rilevanti informazioni obbligatorie relative alle attività immateriali, nonostante esse rappresentino una buona parte degli *asset* delle società analizzate.

I risultati di una ricerca empirica condotta su un campione di aziende italiane quotate di Devalle e Rizzato (2014) sottolineano come la qualità della *mandatory disclosure* relativamente alle immobilizzazioni immateriali sia molto bassa. Tali risultati vengono confermati da un successivo lavoro degli stessi autori (Devalle, Rizzato e Busso, 2016). In questo caso le preoccupazioni relative alla mancanza di informazioni adeguate dovrebbero essere ancora maggiori considerando il fatto che si tratta di informativa obbligatoria.

Da queste analisi emerge quindi la necessità non solo di incentivare le imprese a fornire spontaneamente informazioni relative al proprio patrimonio intangibile (*voluntary disclosure*), ma anche indirizzare le stesse verso una maggior comunicazione delle informazioni rilevanti previste dai principi contabili (*mandatory disclosure*).

2.3 La disclosure delle immobilizzazioni immateriali secondo gli IAS/IFRS

La disclosure delle immobilizzazioni immateriali nei principi contabili internazionali è disciplinata nei paragrafi che vanno dal 118 al 128 del principio contabile IAS 38.

Di seguito vengono brevemente presentate le principali informazioni che l'impresa deve presentare in bilancio. In particolare, queste riguardano:

- la vita utile delle attività immateriali (definita oppure indefinita);
- le aliquote e i metodi di ammortamento nel caso di attività immateriali a vita utile definita, nonché l'indicazione delle voci di conto economico che includono gli ammortamenti;
- il valore contabile lordo e ogni ammortamento accumulato (insieme alle perdite per riduzione di valore accumulate) all'inizio e alla fine dell'esercizio;
- una riconciliazione del valore contabile all'inizio e alla fine dell'esercizio che mostri le diverse variazioni del valore contabile avvenute nel corso dell'esercizio (per le informazioni puntuali si rimanda al punto e) del paragrafo 118).

Nel caso di beni a vita utile indefinita, è fatto obbligo all'impresa fornire in bilancio, oltre al valore contabile, anche le ragioni che hanno portato alla determinazione di una vita utile indefinita.

L'entità deve riportare informazioni relative alle attività immateriali che hanno subito una riduzione di valore secondo quanto previsto dalle disposizioni dello IAS 36.

È poi necessario fornire informazioni riguardanti le attività immateriali acquisite tramite contributo pubblico e inizialmente rilevate al *fair value* (punto c) del paragrafo 122), e quelle valutate dopo la rilevazione utilizzando il modello della rideterminazione del valore (paragrafo 124).

Inoltre, devono essere indicati gli importi complessivi delle spese di ricerca e sviluppo che sono imputate a conto economico nel corso dell'esercizio, ai sensi del paragrafo 126 del principio contabile.

Infine, lo IAS 38, al paragrafo 128, incoraggia (dunque non obbliga) le imprese a fornire una breve descrizione delle attività immateriali significative controllate dall'entità ma non rilevate come attività perché non soddisfano i criteri per la rilevazione del principio contabile e di quelle attività che pur essendo totalmente ammortizzate sono ancora utilizzate dall'impresa.

Si è detto nel primo capitolo che la disclosure obbligatoria non è più considerata sufficiente per soddisfare i bisogni informativi del mercato. Questo gap informativo è particolarmente evidente nel caso delle immobilizzazioni immateriali, in quanto, come precedentemente detto, l'informativa di bilancio prevista dai principi contabili internazionali non è considerata adeguata (Grüber, 2015).

In questo senso, sebbene l'obiettivo del *financial reporting* sia "fornire informazioni economico-finanziarie che siano utili agli investitori attuali e potenziali, ai finanziatori e agli altri creditori nel prendere decisioni in merito a fornire risorse all'entità" (Conceptual framework, 2010, par. OB2), nel momento in cui le informazioni fornite in bilancio sono incomplete, gli *user* potrebbero non essere in grado di prendere le giuste decisioni in termini di decidere se fornire o meno le risorse di cui l'impresa necessita.

2.4 Le proposte per ridurre il gap informativo degli intangibili

Poiché gli IFRS sembrano diventare sempre meno rilevanti per gli investitori, vi sono state diverse proposte per porre rimedio alla mancanza di informazioni riguardanti le risorse intangibili, alcune delle quali vengono presentate nei paragrafi che seguono.

2.4.1 La visione di DiPiazza

Nel novembre del 2006, gli amministratori delegati dei sei maggiori network internazionali di revisione e consulenza aziendale hanno rilasciato un documento contenente diverse idee per rivedere e migliorare il *financial reporting*, tra cui una relativa agli intangibili.

In particolare, DiPiazza et. al (2006) evidenzia i limiti del modello del bilancio basato sul costo storico, in forza dei grandi differenziali tra i valori contabili e i valori di mercato di molte imprese quotate. Tale differenza è dovuta al fatto che gli intangibili, pur essendo dei veri e propri *value drivers* dell'impresa, non trovano adeguata rappresentazione contabile. Gli investitori e gli stakeholder necessitano di informazioni specifiche su tali intangibili, con particolare riferimento alle modalità attraverso le quali tali risorse immateriali possono influenzare le performance future dell'impresa. Alla luce di ciò, gli autori mettono in luce la

necessità di informazioni *foward-looking*, anche se di fatto sono storiche, come ad esempio il tasso di successo delle innovazioni, misure di soddisfazione dei clienti e dei dipendenti.

2.4.2 I modelli di rendicontazione del capitale intellettuale

Sebbene il tema del capitale intellettuale esuli dal presente lavoro, si ritiene doveroso citare alcune delle diverse proposte di *framework* e di linee guida per incentivare le imprese alla rendicontazione del capitale intellettuale in specifici report. Tra queste, si riportano brevemente i due modelli che hanno trovato maggior diffusione: le linee guida danesi e il Meritum Project.

Nel 2000, venne presentato dall’Agenzia Danese per il Commercio e l’Industria un rapporto intitolato “*A Guideline for Intellectual Capital Statements – A Key to Knowledge Management*” che fornisce raccomandazioni sul processo di preparazione di un modello per la rappresentazione di informazioni specifiche relative agli intangibili chiamato “*Intellectual Capital Statement*” e la sua presentazione per la comunicazione esterna.

Il Meritum Project è un progetto di ricerca cominciato nel 1998 e finanziato dall’Unione Europea che nel 2001 pubblicò un *set* di linee guida per misurare, gestire e comunicare informazioni sugli intangibili. La proposta del Meritum Project prevede la redazione di un bilancio del capitale intellettuale (*Intellectual Capital Report*) da diffondere su base volontaria.

Seppur le due proposte differiscano in termini di struttura dei report, esse presentano molti punti in comune: in ambedue i casi non viene suggerita alcuna modifica ai modelli di reporting esistenti, in quanto vengono proposti dei prospetti specificatamente dedicati alla rappresentazione degli intangibili, e non vengono prese posizioni sul fatto che la comunicazione di tali informazioni debba essere obbligatoria. Inoltre, la valenza dei bilanci del capitale intellettuale è sia interna, in quanto consentono di gestire più efficacemente il patrimonio intangibile dell’impresa, che esterna, poiché rappresentano un mezzo per comunicare agli investitori e agli stakeholder informazioni relative alle proprie risorse immateriali.

2.4.3 La proposta di Lev

Nonostante non vi siano dubbi sulla rilevanza della disclosure volontaria, Lev (2001) sostiene che i manager non abbiano sufficienti incentivi per diffondere le informazioni richieste dal mercato. Per tale motivo, l’autore propone di standardizzare l’informativa relativa agli intangibili, suggerendo una struttura di reporting complementare rispetto a quella convenzionale (il bilancio d’esercizio) in cui fornire informazioni sistematiche e standardizzate sull’innovazione e sugli investimenti in risorse immateriali. Il compito di definire tale struttura di reporting spetta ai *regulators*, i quali dovrebbero creare uno standard informativo esauriente,

che indichi precisamente quali sono i criteri di selezione e di valutazione delle singole voci da presentare in tale struttura informativa, così da ridurre i margini di discrezionalità delle imprese. Tuttavia, Skinner (2008) rileva le difficoltà di un simile approccio, essenzialmente in quanto molte delle informazioni e misure relative agli intangibili sono *industry* o *firm specific*, e quindi difficili da standardizzare e confrontare. Risulterebbe quindi complicato per gli *standard setter* fissare obblighi specifici e significativi con riferimento alla disclosure degli intangibili, cosicché lo standard dovrebbe per forza caratterizzarsi per un alto livello di generalità, in modo da comprendere la grande varietà nella natura e nella misurazione degli intangibili esistente tra i vari settori. In questo modo, tuttavia, è probabile che una norma di questo tipo sia scarsamente efficace, in quanto se la regola manca di specificità, sarà relativamente facile per le imprese diffondere informazioni vaghe e quindi di scarsa significatività.

Secondo Lev (2001) sarebbe inoltre necessario un cambiamento nel sistema contabile che consenta alle imprese di iscrivere in stato patrimoniale gli intangibili: tale proposta prevede un'estensione della definizione contabile degli *asset* immateriali, che rilassi in qualche misura i requisiti del controllo (in base al quale i benefici derivanti dalla risorsa possono essere usufruiti esclusivamente dall'impresa) e dell'attendibilità (per cui i benefici attesi e i costi di acquisizione dovrebbero essere soggetti a una stima attendibile). Data l'incertezza intrinseca delle risorse immateriali, sembrerebbe logico qualificare un investimento in intangibili come *asset* (e quindi iscriverlo in stato patrimoniale) quando l'incertezza sui benefici futuri ad esso associati viene meno, vale a dire dopo aver superato determinati test di fattibilità predefiniti. Se gli intangibili vengono qualificati come *asset*, allora attraverso l'ammortamento si garantisce la correlazione tra costi e ricavi, evitando una distorsione degli utili dovuta al fatto che ai maggiori ricavi negli esercizi successivi dovuti all'investimento in intangibili non corrisponderà alcun costo. In questo secondo caso infatti, vengono posti sullo stesso piano costi di esercizio (che non portano benefici futuri ma solo all'esercizio di competenza) e investimenti aventi un'utilità pluriennale e una ricaduta positiva su più esercizi. Secondo Lev (2001, p. 98), diverse aziende che investono pesantemente in intangibili sono soggette ad una sistematica sottovalutazione da parte del mercato finanziario, e ciò determina un maggior costo del capitale che ostacola la crescita di tali aziende. Lev sostiene inoltre che tale cambiamento sia necessario in quanto "se le imprese registrano valori contabili che sono mediamente pari ad un quarto (o meno) dei rispettivi valori di mercato, c'è qualcosa di fondamentalmente sbagliato nel sistema contabile" (Lev, 2008, p. 210).

Tuttavia, autori quali Skinner (2008) e Penman (2009) non ritengono necessaria tale modifica, in considerazione del fatto che le valutazioni di investitori e analisti non si limitano all'analisi dello stato patrimoniale di un'azienda, ma tengono conto anche di altre informazioni (relative

ad esempio a margini, flussi di cassa, fattori di rischio). Se così non fosse, imprese che presentano *price to book ratio* elevati come ad esempio Facebook, Google o Microsoft, avrebbero difficoltà nella raccolta di capitali, quando di fatto non è assolutamente così.

CAPITOLO 3: Ricerca empirica

3.1 Obiettivo della ricerca

Secondo la definizione ufficiale dell'American Marketing Association, il brand è un “un nome, un termine, un simbolo, un design, o qualsiasi altra caratteristica che identifica i beni o i servizi di un venditore differenziandoli da quelli di altri venditori”. In realtà, i marchi sono molto più di semplici nomi e simboli: sono “l'elemento chiave dei rapporti di un'impresa con i consumatori” (Kotler et al., 2015, p. 341). Essi rappresentano le percezioni e le sensazioni dei consumatori rispetto a un prodotto e alle sue prestazioni, ossia tutto ciò che il prodotto o il servizio significano per i consumatori. Le aziende investono ingenti quantità di denaro per implementare efficaci strategie di branding in modo da creare un'immagine distintiva così da migliorare la riconoscibilità del proprio marchio (la cosiddetta *brand awareness*). Ciò in quanto i brand non solo influenzano le decisioni di acquisto dei consumatori, ma contribuiscono a creare una solida base di clienti fedeli, permettendo così all'impresa di distinguersi in mercati sempre più globalizzati e sempre più competitivi. Il brand rappresenta quindi un potente mezzo per la creazione di valore e di un vantaggio competitivo sostenibile per un'azienda.

La comunicazione di informazioni riguardanti le risorse intangibili distintive come i brand è di fondamentale importanza, poiché la loro piena conoscenza da parte degli investitori (attuali e potenziali) e degli analisti è essenziale per interpretare e spiegare le performance conseguite dall'azienda, nonché per prevedere i suoi possibili andamenti futuri. Questo è dovuto al fatto che tali risorse contribuiscono in misura significativa alla creazione di flussi di risultato, di reddito e di cassa, e soprattutto risultano difficilmente imitabili da parte dei concorrenti.

In un'economia che si caratterizza per l'importanza del brand ma che si scontra con una generale mancanza di informazioni relative alle attività immateriali, l'obiettivo della ricerca è valutare il grado di *compliance* della *mandatory disclosure* nei bilanci d'esercizio (*financial statements*) con specifico riferimento ai brand, cioè si valuta il grado di conformità dell'informativa ai regolamenti che ne dettano i contenuti (in particolare lo IAS 38) attraverso un indice che misura la qualità della disclosure fornita dalle imprese. Al fine di perseguire l'obiettivo di ricerca sopra descritto, è stato analizzato il contenuto di 50 bilanci d'esercizio di società quotate nell'indice STOXX® Europe 600. Dopo aver valutato il grado di completezza dell'informativa di bilancio, viene effettuata un'analisi mediante un modello di regressione lineare multivariata, in modo da individuare eventuali determinanti che possono spiegare le ragioni che spingono le imprese a fornire informazioni più dettagliate rispetto alle altre.

3.2 Metodologia

Per studiare le determinanti dell'indice di disclosure (*DI*), viene stimata la seguente regressione lineare usando il metodo dei minimi quadrati (OLS) con standard error robusti all'eteroschedasticità:

$$DI = \beta_0 + \beta_1 \text{dimensione} + \beta_2 \text{performance} + \beta_3 \text{indebitamento} + \beta_4 \text{RETAIL} + \beta_5 \text{BRAND} + \varepsilon$$

La variabile dipendente e le variabili esplicative vengono meglio spiegate nei paragrafi che seguono.

Indice di disclosure:

L'indice di disclosure valuta il grado di conformità dell'informativa fornita dall'impresa rispetto a quanto previsto dallo IAS 38 in materia di informazioni integrative. In particolare, è stato assegnato un punteggio per valutare la qualità della disclosure in funzione delle informazioni fornite nelle note del bilancio d'esercizio. Tali informazioni sono:

1. Presenza dell'informazione indicante se il marchio ha vita utile definita o indefinita.
2. Indicazione della vita utile o dei tassi di ammortamento utilizzati per i marchi con vite utili definite.
3. Presenza del valore contabile lordo e ogni ammortamento (e/o perdite per riduzione di valore) accumulato all'inizio e alla fine dell'esercizio.
4. Indicazione della voce di conto economico in cui è incluso ogni ammortamento (e le perdite per riduzione di valore).
5. Presenza di una riconciliazione del valore contabile all'inizio e alla fine dell'esercizio.
6. Informazioni sulle ragioni che hanno portato alla determinazione di una vita utile indefinita.
7. Informazioni sulle modalità con cui viene effettuato l'*impairment test*⁴.

Ai fini del calcolo dell'indice di disclosure, i punteggi vengono assegnati come segue:

Per quanto riguarda la prima informazione, viene assegnato 1 punto se l'informazione è presente, 0 altrimenti.

Con riferimento alla seconda informazione, vengono assegnati 2 punti se l'azienda indica il numero esatto di anni (o il tasso di ammortamento in maniera puntuale), 1 punto se viene fornito

⁴ Quest'ultima informazione tiene conto di quanto previsto in materia di disclosure dallo IAS 36 (diversamente dalle altre che invece fanno riferimento a quanto previsto dallo IAS 38).

soltanto un intervallo di anni (ad esempio “da 5 a 10 anni”, oppure “inferiore a 15 anni”), 0 punti se non viene fornita nessuna informazione.

Relativamente all’informazione numero tre, vengono assegnati 2 punti se l’azienda fornisce sia l’informazione relativa all’ammontare del costo storico del marchio e del fondo ammortamento (e del fondo svalutazione), 1 punto se viene fornito solo il valore contabile netto del marchio o soltanto il prezzo di acquisto, 0 se non viene fornita alcuna informazione. Le informazioni devono riferirsi soltanto al marchio, non generalmente alla classe delle immobilizzazioni immateriali.

Per quanto riguarda le informazioni 4, 5, e 6, viene assegnato 1 punto se l’informazione è presente, 0 altrimenti.

Infine, vengono assegnati 2 punti se l’azienda indica informazioni precise e complete sulle modalità attraverso le quali è stato determinato il valore recuperabile del marchio, 1 punto se le informazioni sono soltanto parziali oppure se riferibili all’intera classe di immobilizzazioni immateriali e non specificatamente al brand, 0 punti se non vengono fornite informazioni.

L’informazione numero 2 può essere fornita soltanto se il marchio è a vita utile definita, mentre l’informazione numero 6 soltanto se il marchio è considerato avere una vita utile indefinita. Le informazioni numero 1, 3, 4, 5, 7 dovrebbero essere presenti indipendentemente dal fatto che il marchio sia a utile definita o a vita utile indefinita, dunque concorrono a determinare il punteggio dell’indice di disclosure in entrambi i casi.

Pertanto, il punteggio massimo ottenibile è pari a 9 se il marchio è un *asset* a vita utile definita, mentre è pari a 8 se il marchio è a vita utile indefinita, come si può agevolmente notare dalla tabella seguente.

Tabella 1 - Griglia di valutazione della disclosure

Informazioni	Punteggio massimo	
	Vita utile definita	Vita utile indefinita
1	1	1
2	2	
3	2	2
4	1	1
5	1	1
6		1
7	2	2
Totale	9	8

L'indice di disclosure della singola azienda è calcolato come punteggio ottenuto dall'azienda diviso per il punteggio massimo ottenibile, dunque sarà un numero compreso tra 0 (l'azienda non fornisce nessuna informazione) e 1 (l'azienda fornisce tutte le informazioni con il massimo grado di dettaglio). Nel caso in cui un'azienda presenti in bilancio marchi sia a vita utile definita che indefinita, viene calcolato l'indice di disclosure per entrambe le categorie di marchio, e la media tra i due indici costituirà il punteggio dell'indice di disclosure utile ai fini dell'analisi.

Performance dell'impresa:

La performance aziendale viene misurata da due indici di redditività: il ROA ed il ROE.

Per calcolare il ROA, è stato utilizzato al numeratore il reddito operativo (EBIT), mentre a denominatore il totale attivo medio dell'anno, determinato sommando il totale attivo dell'anno 2016 e il totale attivo dell'anno 2015, e dividendo tale importo per 2, cioè:

$$ROA = \frac{EBIT_{2016}}{\frac{TA_{2016} + TA_{2015}}{2}}$$

Dove $EBIT_{2016}$ rappresenta il reddito operativo dell'esercizio 2016, mentre TA_{2016} e TA_{2015} rappresentano il totale attivo di fine esercizio 2016 e 2015 rispettivamente.

Utilizzando a denominatore il totale attivo della fine dell'esercizio, si confronterebbe una grandezza relativa all'intero anno (grandezza flusso) con una grandezza di fine anno (grandezza stock), e ciò rappresenterebbe un'incoerenza. Inoltre, questo metodo permette di tenere conto di eventuali variazioni significative subite dal totale attivo nel corso dell'esercizio.

Si è tenuto conto delle stesse considerazioni ai fini del calcolo del ROE, che è stato determinato come segue:

$$ROE = \frac{RN_{2016}}{\frac{E_{2016} + E_{2015}}{2}}$$

Dove RN_{2016} è il reddito netto dell'esercizio 2016, mentre E_{2016} e E_{2015} rappresentano l'*equity* di fine esercizio 2016 e 2015 rispettivamente.

Si prevede una relazione positiva tra indice di disclosure e performance.

La teoria dell'agenzia (si veda il paragrafo 1.2.1) suggerisce che i manager di imprese molto redditizie forniranno informazioni dettagliate sulla buona gestione dell'impresa per ottenere vantaggi personali, così da garantire la continuità delle loro posizioni e ottenere migliori remunerazioni.

Secondo la *signalling theory* invece (si veda il paragrafo 1.2.2), nel momento in cui l'impresa ottiene performance positive i manager saranno interessati a diffondere maggiori informazioni

sia per evitare una sottovalutazione dell'impresa da parte del mercato, sia per segnalare all'esterno la loro qualità e il proprio merito per il conseguimento delle buone performance della società.

Dimensione dell'impresa:

Come *proxy* della dimensione dell'impresa vengono utilizzate il logaritmo del totale attivo (*logSIZE*) di fine esercizio 2016 e la capitalizzazione di mercato espressa in termini percentuali (*CAP*) rispetto alla capitalizzazione dell'indice STOXX® Europe 600. Il totale attivo (*SIZE*) è espresso in milioni di Euro; i valori nei bilanci espressi in valuta diversa dall'Euro sono stati convertiti in Euro utilizzando il tasso di cambio alla data di chiusura di bilancio.

Il legame atteso tra variabile dipendente e dimensione aziendale è positivo.

Ciò in quanto le grandi imprese dispongono di ingenti risorse, pertanto è probabile che abbiano la possibilità di gestire sofisticati sistemi informativi e di impiegare professionisti che consentono loro di generare informazioni di maggior qualità e a costi relativamente più bassi, rispetto a quelli sostenuti dalle piccole e medie imprese (Gerpott, Thomas e Hoffmann, 2008). Inoltre, generalmente le grandi imprese sono esposte ad un alto livello di interesse pubblico, che puntano a soddisfare comunicando informazioni con un alto livello di accuratezza.

Infine, per ridurre le asimmetrie informative tra gli azionisti ed il gruppo di comando derivanti dalla separazione tra proprietà e management, le grandi società diffondono informazioni relative ai propri *asset* che sono più approfondite rispetto a quelle pubblicate dalle imprese di minori dimensioni (si veda il paragrafo 1.2.1 per maggiori dettagli sulla teoria dell'agenzia).

Indebitamento dell'impresa:

Come misura dell'indebitamento dell'impresa viene utilizzato un indice di indebitamento (*LEV*), calcolato come segue:

$$LEVERAGE = \frac{D_{2016}}{TA_{2016}}$$

Dove D_{2016} identifica i debiti (di breve e lungo periodo, finanziari e non finanziari) di fine esercizio 2016, TA_{2016} rappresenta il totale attivo di fine esercizio 2016.

La teoria dell'agenzia (si veda il paragrafo 1.2.1) prevede che un'impresa che si caratterizza per una struttura ad alto livello di indebitamento sia soggetta a rilevanti esigenze informative da parte dei creditori di lungo e breve termine, perciò ci si attende che maggiore è l'indice di indebitamento, maggiore sarà la qualità della disclosure pubblicata.

Settore retail:

La quarta variabile esplicativa (*RETAIL*) è una variabile dicotomica che tiene conto del settore di appartenenza, e assume valore 1 se l'azienda opera nel settore retail, 0 altrimenti. In considerazione del fatto che la rilevanza degli intangibili nella creazione di vantaggi competitivi varia da settore a settore (Holland, 2004, p. 39), si prevede una relazione positiva tra indice di disclosure e tale variabile. Questo perché si ritiene probabile che un'azienda che vende prodotti o servizi ai consumatori finali si affidi a forti brand per ottenere la preferenza degli stessi rispetto ai concorrenti, e pertanto sia più precisa nel fornire le informazioni relative ai propri marchi. Sebbene non esista evidenza empirica specificatamente riferita alla disclosure dei brand, uno studio di Tsalavoutas, André, e Dionysiou (2014) sulla *compliance* degli intangibili ha rivelato come il settore in cui il livello di *compliance* è maggiore è quello della Tecnologia (in cui la rilevanza delle risorse immateriali è certamente alta), mentre l'industria che ha ottenuto il punteggio più basso è quella del Petrolio e Gas naturale (in cui i *value drivers* sono perlopiù *asset* materiali). In questo senso, ai settori in cui gli intangibili assumono maggior rilevanza è associata una maggior qualità dell'informativa di bilancio riferibile alle immobilizzazioni immateriali. Tali risultati sono confermati anche da studi che analizzano la *voluntary disclosure* (Pozza, 2004; Kang e Gray, 2011). In particolare, i risultati del lavoro di Pozza (2004) suggeriscono come vi sia una relazione positiva tra la qualità e la quantità delle informazioni pubblicate riguardanti una particolare categoria di intangibili e l'importanza che tale categoria di risorse immateriali assume per l'attività tipica svolta dalle imprese operanti in ciascun settore.

Valore del marchio:

Ultima variabile esplicativa (*BRAND*) è data da una variabile dicotomica che assume valore 1 se il marchio dell'azienda è presente nelle prime 150 posizioni della classifica "*Euro 500 2016 - The most valuable European brands of 2016*" di Brand Finance, 0 altrimenti. Si considera tale variabile come una *proxy* della significatività del brand indipendentemente dal settore di appartenenza. La ragione che ha portato all'inserimento di suddetta variabile è dettata dal fatto che ci si aspetta che, nel momento in cui un'azienda dispone di brand di alto valore e di maggior visibilità, sarà propensa a fornire informazioni con un maggior grado di dettaglio. Anche in questo caso non sembrano esserci studi riferibili esclusivamente ai marchi, tuttavia, da ricerca empirica di Devalle e Rizzato (2014) emerge una relazione positiva tra la significatività degli intangibili e livello di *compliance* della *mandatory disclosure* delle immobilizzazioni immateriali. Nel lavoro di Devalle e Rizzato, la significatività degli intangibili è misurata

mediante valori contabili, mentre nel presente lavoro la significatività del brand è misurata da una variabile che si riferisce a valori di mercato⁵.

3.3 Analisi della popolazione e del campione

La popolazione è rappresentata dalle 600 aziende quotate nell'indice STOXX[®] Europe 600. Le tabelle che seguono descrivono la composizione della popolazione in termini di settore e Paese di appartenenza. Come si può notare, il settore che conta il maggior numero di imprese è quello dei prodotti e dei servizi industriali (18%). Per quanto riguarda il Paese di provenienza invece, il Paese che conta il maggior numero di imprese è il Regno Unito (29,2%), seguito da Francia (13,8%) e Germania (11,8%).

Tabella 2 - Composizione della popolazione per settore

Settore	# Aziende	%
Automobiles & Parts	17	2,8%
Banks	44	7,3%
Basic Resources	20	3,3%
Chemicals	26	4,3%
Construction & Materials	21	3,5%
Financial Services	29	4,8%
Food & Beverage	21	3,5%
Health Care	42	7,0%
Industrial Goods & Services	108	18,0%
Insurance	36	6,0%
Media	28	4,7%
Oil & Gas	20	3,3%
Personal & Household Goods	35	5,8%
Real Estate	30	5,0%
Retail	29	4,8%
Technology	23	3,8%
Telecommunications	20	3,3%
Travel & Leisure	21	3,5%
Utilities	30	5,0%
Totale	600	100,0%

⁵ La scelta di misurare la significatività dei marchi in termini di valori di mercato e non contabili è dovuta al fatto che non tutte le imprese oggetto d'analisi presentano in bilancio l'informazione relativa al valore contabile lordo e/o netto dei brand, e dunque non si avrebbe potuto calcolare il valore di tale variabile per la totalità del campione.

Tabella 3 - Composizione della popolazione per Paese

Paese	# Aziende	%
Austria (AT)	8	1,3%
Belgio (BE)	15	2,5%
Svizzera (CH)	50	8,3%
Repubblica Ceca (CZ)	2	0,3%
Germania (DE)	71	11,8%
Danimarca (DK)	23	3,8%
Spagna (ES)	29	4,8%
Finlandia (FI)	16	2,7%
Francia (FR)	83	13,8%
Regno Unito (GB)	175	29,2%
Irlanda (IE)	8	1,3%
Italia (IT)	32	5,3%
Lussemburgo (LU)	3	0,5%
Paesi Bassi (NL)	27	4,5%
Norvegia (NO)	11	1,8%
Portogallo (PT)	3	0,5%
Svezia (SE)	44	7,3%
Totale	600	100,0%

Dalle 600 aziende sono state escluse 109 imprese operanti nel settore bancario, dei servizi finanziari e assicurativi (rispettivamente etichettati come “*Banks*”, “*Financial servises*” e “*Insurance*”), ottenendo così la popolazione “depurata”. Questo in quanto per tali aziende la normativa riguardante la redazione del bilancio d’esercizio e la comunicazione esterna è diversa rispetto a quella delle società operanti negli altri settori. Le tabelle che seguono mostrano le stesse informazioni delle tabelle 2 e 3 per la popolazione depurata. In termini percentuali, i dati non subiscono sostanziali variazioni rispetto a quelli che si riferiscono alla popolazione di partenza.

Tabella 4 - Composizione della popolazione depurata per settore

Settore	# Aziende	%
Automobiles & Parts	17	3,5%
Basic Resources	20	4,1%
Chemicals	26	5,3%
Construction & Materials	21	4,3%
Food & Beverage	21	4,3%
Health Care	42	8,6%
Industrial Goods & Services	108	22,0%

Media	28	5,7%
Oil & Gas	20	4,1%
Personal & Household Goods	35	7,1%
Real Estate	30	6,1%
Retail	29	5,9%
Technology	23	4,7%
Telecommunications	20	4,1%
Travel & Leisure	21	4,3%
Utilities	30	6,1%
Totale	491	100,0%

Tabella 5 - Composizione della popolazione depurata per Paese

Paese	# Aziende	%
Austria (AT)	6	1,2%
Belgio (BE)	11	2,2%
Svizzera (CH)	39	7,9%
Repubblica Ceca (CZ)	1	0,2%
Germania (DE)	64	13,0%
Danimarca (DK)	18	3,7%
Spagna (ES)	20	4,1%
Finlandia (FI)	15	3,1%
Francia (FR)	74	15,1%
Regno Unito (GB)	143	29,1%
Irlanda (IE)	7	1,4%
Italia (IT)	21	4,3%
Lussemburgo (LU)	3	0,6%
Paesi Bassi (NL)	22	4,5%
Norvegia (NO)	8	1,6%
Portogallo (PT)	3	0,6%
Svezia (SE)	36	7,3%
Totale	491	100,0%

Dalla popolazione depurata è stato estratto un campione di 50 aziende su cui è stata effettuata l'analisi. Le imprese sono state estratte mediante un campionamento casuale semplice senza ripetizioni: se l'azienda estratta non presentava in bilancio alcun marchio tra le immobilizzazioni immateriali, tale impresa è stata esclusa dal campione in quanto per definizione avrebbe ottenuto un punteggio dell'indice di disclosure pari a zero.

Anche per il campione si presentano la composizione dello stesso in termini di settore e Paese di appartenenza nelle tabelle 6 e 7 rispettivamente.

Tabella 6 - Composizione del campione per settore

Settore	# Aziende	%
Automobiles & Parts	3	6,0%
Basic Resources	1	2,0%
Chemicals	2	4,0%
Construction & Materials	1	2,0%
Food & Beverage	5	10,0%
Health Care	4	8,0%
Industrial Goods & Services	5	10,0%
Media	6	12,0%
Oil & Gas	1	2,0%
Personal & Household Goods	6	12,0%
Real Estate	0	0,0%
Retail	8	16,0%
Technology	4	8,0%
Telecommunications	1	2,0%
Travel & Leisure	2	4,0%
Utilities	1	2,0%
Totale	50	100,0%

Tabella 7 - Composizione del campione per Paese

Paese	# Aziende	%
Austria (AT)	0	0,0%
Belgio (BE)	1	2,0%
Svizzera (CH)	5	10,0%
Repubblica Ceca (CZ)	0	0,0%
Germania (DE)	7	14,0%
Danimarca (DK)	2	4,0%
Spagna (ES)	2	4,0%
Finlandia (FI)	2	4,0%
Francia (FR)	6	12,0%
Regno Unito (GB)	13	26,0%
Irlanda (IE)	1	2,0%
Italia (IT)	4	8,0%
Lussemburgo (LU)	0	0,0%
Paesi Bassi (NL)	3	6,0%
Norvegia (NO)	0	0,0%
Portogallo (PT)	0	0,0%
Svezia (SE)	4	8,0%
Totale	50	100,0%

Si può osservare che il settore al quale corrisponde la frequenza più alta è il settore retail (16%). Per quanto riguarda la provenienza invece, il Paese che conta il maggior numero di imprese è anche a livello campionario il Regno Unito (26%), seguito da Germania (14%) e Francia (12%).

La tabella che segue riporta le principali statistiche descrittive delle variabili esplicative incluse nell'analisi (quelle riguardanti la variabile dipendente saranno presentate nel paragrafo relativo ai risultati dell'analisi).

Tabella 8 - Statistiche descrittive delle variabili esplicative

	logSIZE	CAP	ROA	ROE	LEV	RETAIL	BRAND
N	50	50	50	50	50	50	50
Media	9,1494	0,0023	0,1096	0,1733	0,5670	0,1600	0,2400
Dev. Std.	1,3852	0,0039	0,0957	0,1777	0,1465	0,3703	0,4314
Minimo	6,8892	0,0002	-0,0277	-0,0826	0,2452	0,0000	0,0000
p25	8,0321	0,0004	0,0588	0,0756	0,4485	0,0000	0,0000
p50	9,0295	0,0010	0,0888	0,1241	0,5767	0,0000	0,0000
p75	10,3848	0,0022	0,1438	0,2168	0,6441	0,0000	0,0000
Massimo	12,1470	0,0230	0,5215	0,9317	0,9143	1,0000	1,0000

Le aziende considerate si caratterizzano per un totale attivo medio pari a circa 24.080 milioni di Euro (la media del logaritmo del totale attivo è invece circa uguale a 9,15, come presentato in tabella); la capitalizzazione media è pari allo 0,23% dell'indice STOXX[®] Europe 600. Per quanto riguarda gli indici di performance, le imprese hanno conseguito in media un ROA pari al 10,96% ed un ROE del 17,33%. L'indice di indebitamento medio invece risulta essere pari al 56,70%. In termini di composizione settoriale, dalla tabella 8 emerge che il 16% delle aziende del campione appartiene al settore retail; infine, il 24% del campione possiede un marchio presente nelle prime 150 posizioni della classifica "Euro 500 2016 - The most valuable European brands of 2016" di Brand Finance.

La tabella 9 riporta i coefficienti di correlazione di Pearson tra le variabili incluse nel modello.

Tabella 9 - Matrice di correlazione

	DI	logSIZE	CAP	ROA	ROE	LEV	RETAIL	BRAND
DI	1							
logSIZE	-0,2293	1						
p-value	(0,1092)							
CAP	0,0002	0,6328***	1					
p-value	(0,9989)	(0,0000)						

ROA	0,0826	-0,3397**	0,0098	1				
<i>p</i> -value	(0,5687)	(0,0158)	(0,946)					
ROE	0,0701	-0,2919**	-0,0752	0,8378***	1			
<i>p</i> -value	(0,6284)	(0,0397)	(0,6037)	(0,0000)				
LEV	-0,014	0,0578	-0,1765	-0,1639	0,0987	1		
<i>p</i> -value	(0,9233)	(0,6900)	(0,2200)	(0,2555)	(0,4955)			
RETAIL	0,3409**	-0,0299	-0,1327	-0,1045	-0,1761	-0,1047	1	
<i>p</i> -value	(0,0154)	(0,8368)	(0,3584)	(0,4703)	(0,2212)	(0,4692)		
BRAND	-0,1191	0,4322***	0,3598**	0,0041	-0,0696	0,085	0,138	1
<i>p</i> -value	(0,4101)	(0,0017)	(0,0103)	(0,9775)	(0,6309)	(0,5573)	(0,3394)	

(**) e (***) indicano la significatività statistica rispettivamente al livello del 5% e 1%.

L'analisi della matrice di correlazione rivela una relazione positiva tra l'indice di disclosure e la variabile dicotomica *RETAIL*, facendo intuire come l'appartenenza al settore retail sia associata ad un maggior livello di disclosure, mentre non emergono correlazioni significative tra variabile dipendente e le altre variabili esplicative. Si può inoltre notare una forte correlazione positiva tra *ROE* e *ROA*, poiché entrambi gli indici misurano la performance dell'impresa. Lo stesso vale per *CAP* e *logSIZE*, in quanto sono variabili rappresentative della dimensione aziendale. Queste due correlazioni non fanno emergere problemi legati a multicollinearità in quanto le due variabili di ogni correlazione non vengono contemporaneamente inserite in uno stesso modello di regressione. Vi è poi una correlazione debole/moderata tra alcune variabili esplicative, pertanto conviene testare la presenza di multicollinearità calcolando il VIF (*variance inflation factor*) delle variabili esplicative una volta stimato il modello di regressione.

3.4 Risultati

3.4.1 Qualità della disclosure

Per poter effettuare considerazioni sulla qualità della disclosure delle 50 aziende appartenenti al campione, vengono presentate le statistiche descrittive dell'indice di disclosure nelle tabelle 10 e 11.

Tabella 10 - Statistiche descrittive della variabile dipendente

	DI
N	50
Media	0,6115
Dev. Std.	0,2420
Minimo	0,1111
p25	0,3750
p50	0,6667
p75	0,8333
Massimo	1,0000

Tabella 11 - Livello di compliance della disclosure

Valore dell'Indice di disclosure (%)	# Aziende	%
Uguale a 0	0	0,0%
Tra 1 e 10	0	0,0%
Tra 10 e 20	1	2,0%
Tra 20 e 30	2	4,0%
Tra 30 e 40	10	20,0%
Tra 40 e 50	6	12,0%
Tra 50 e 60	3	6,0%
Tra 60 e 70	9	18,0%
Tra 70 e 80	6	12,0%
Tra 80 e 90	8	16,0%
Tra 90 e 99	1	2,0%
Uguale a 100	4	8,0%
Totale	50	100,0%

Come si può osservare dalla tabella 10, il punteggio medio dell'indice di disclosure è pari al 61,15%. Il livello di *compliance* della disclosure dei brand sembra essere medio/alto, considerando che la metà delle aziende del campione ha ottenuto un punteggio dell'indice di disclosure superiore al 66,67%. Analizzando le informazioni presentate nella tabella 11, sono 13 le aziende (il 26% del campione) che hanno ottenuto un punteggio dell'indice di disclosure superiore all'80%, e le aziende che hanno fornito tutte le informazioni con il massimo grado di dettaglio (a cui corrisponde un indice di disclosure pari ad 1) sono state 4 (l'8% delle imprese analizzate). Dunque un discreto numero di aziende diffonde in bilancio informazioni piuttosto dettagliate sui propri brand. Si noti però che per ben 19 aziende (il 38% del campione), il livello dell'indice di disclosure è inferiore al 50%. Questo dato risulta per certi versi sorprendente

considerando che si tratta di informazioni che le imprese dovrebbero obbligatoriamente comunicare nei propri bilanci d'esercizio.

3.4.2 Determinanti della disclosure

Poiché sono state utilizzate due diverse variabili per misurare sia la performance (reddittività operativa, *ROA*, e reddittività netta, *ROE*) che la dimensione aziendale (logaritmo totale attivo di fine esercizio 2016, *logSIZE*, e capitalizzazione di mercato espressa in termini percentuali, *CAP*), per individuare eventuali determinanti del livello di disclosure vengono stimati quattro diversi modelli di regressione così da poter esaurire tutte le possibili combinazioni tra le variabili sopra citate:

$$DI = \beta_0 + \beta_1 \logSIZE + \beta_2 ROA + \beta_3 LEV + \beta_4 RETAIL + \beta_5 BRAND + \varepsilon \quad (1)$$

$$DI = \beta_0 + \beta_1 \logSIZE + \beta_2 ROE + \beta_3 LEV + \beta_4 RETAIL + \beta_5 BRAND + \varepsilon \quad (2)$$

$$DI = \beta_0 + \beta_1 CAP + \beta_2 ROA + \beta_3 LEV + \beta_4 RETAIL + \beta_5 BRAND + \varepsilon \quad (3)$$

$$DI = \beta_0 + \beta_1 CAP + \beta_2 ROE + \beta_3 LEV + \beta_4 RETAIL + \beta_5 BRAND + \varepsilon \quad (4)$$

Le stime dei quattro modelli di regressione vengono presentate nella seguente tabella.

Tabella 12 - Analisi di regressione

	(1)	(2)	(3)	(4)
	DI	DI	DI	DI
logSIZE	-0,026 (-0,86)	-0,027 (-0,90)		
CAP			9,965 (0,68)	10,020 (0,73)
ROA	0,204 (0,60)		0,361 (1,12)	
ROE		0,109 (0,57)		0,183 (1,06)
LEV	0,092 (0,36)	0,056 (0,23)	0,170 (0,74)	0,108 (0,47)
RETAIL	0,239** (3,21)	0,240** (3,21)	0,275*** (3,67)	0,278*** (3,67)
BRAND	-0,0626 (-0,69)	-0,0566 (-0,66)	-0,137 (-1,69)	-0,130 (-1,67)

Costante	0,747* (2,54)	0,781** (2,85)	0,442** (2,85)	0,482** (3,37)
Osservazioni	50	50	50	50
R ²	0,178	0,178	0,183	0,181

(*), (**), (***) indicano la significatività statistica rispettivamente al livello del 10%, 5% e 1%.

Tra parentesi si riportano le statistiche *t* robuste all'eteroschedasticità.

Per analizzare l'eventuale presenza di multicollinearità nei modelli di regressione, di seguito viene calcolato il VIF per ogni variabile esplicativa inclusa nei modelli.

Tabella 13 - Calcolo dei VIF

	(1) DI	(2) DI	(3) DI	(4) DI
	VIF	VIF	VIF	VIF
logSIZE	1,48	1,38		
CAP			1,28	1,28
ROA	1,24		1,05	
ROE		1,16		1,05
LEV	1,06	1,03	1,13	1,10
RETAIL	1,08	1,09	1,11	1,12
BRAND	1,34	1,29	1,25	1,24
Media	1,24	1,19	1,16	1,16

Dal calcolo dei VIF, si osserva come ciascuno di essi assuma valori di poco superiori all'unità, pertanto non sembrano essere presenti problemi legati a potenziale multicollinearità nei modelli di regressione.

La tabella 12 riporta i risultati dell'analisi di regressione ottenuti stimando le equazioni (1), (2), (3) e (4). Coerentemente con quanto detto osservando la matrice di correlazione, l'unica relazione significativa tra la variabile dipendente e le variabili esplicative incluse nel modello è quella con la variabile *RETAIL*. Come documentato dal segno, la relazione risulta essere positiva: in particolare, il livello dell'indice di disclosure aumenta mediamente di 24 punti percentuali (28 se la dimensione aziendale viene misurata dalla capitalizzazione di mercato) quando l'azienda opera nel settore retail. Un effetto marginale pari al 24% (o ancor di più del 28%) è molto elevato se si considera che la variabile dipendente assume valori compresi tra 0 e 1. Tale relazione è confermata in ogni modello stimato, con una significatività che passa dal 5% all'1% se la dimensione aziendale viene misurata dalla capitalizzazione di mercato invece

che dal logaritmo del totale attivo. La dimensione, la performance e l'indebitamento non sembrano influenzare l'informativa di bilancio relativa ai brand. Infine, non trova riscontro nei dati l'ipotesi secondo la quale le aziende che dispongono di brand di maggior prestigio sono incentivate a fornire informazioni più dettagliate rispetto alle altre imprese, in quanto la relazione tra l'indice di disclosure e la variabile *BRAND* non risulta significativa in nessuno dei quattro modelli. La non significatività di tale variabile potrebbe essere dovuta al fatto che molti marchi ad alto valore di mercato sono generati internamente, perciò, non trovando rappresentazione contabile, non sono oggetto di disclosure nel bilancio d'esercizio delle imprese.

3.5 Conclusioni

Riassumendo, il livello di disclosure delle aziende analizzate è complessivamente buono, con più di un quarto del campione che fornisce informazioni caratterizzate da un alto livello di dettaglio, sebbene al contempo siano presenti diverse imprese la cui disclosure relativa ai brand è insoddisfacente, in quanto i bilanci d'esercizio contengono meno della metà delle informazioni richieste.

Come descritto nel paragrafo 3.4.2, l'unica determinante che influenza la qualità della disclosure dei brand nelle aziende europee è il settore di appartenenza. L'ipotesi secondo la quale esiste una relazione positiva tra l'appartenenza al settore retail e la qualità delle informazioni pubblicate dalle aziende viene confermata nei dati. Con tutta probabilità ciò è dovuto al fatto che in un settore come quello del retail in cui il successo dell'impresa dipende fortemente dalla conoscenza e dal prestigio del marchio, le aziende tendono a comunicare con maggior dettaglio tali informazioni.

Dunque dall'analisi emerge che le imprese tendono a comunicare informazioni con una maggior accuratezza se queste sono relative ad *asset* strategici per il proprio *business model*. In questo caso dunque, i vantaggi derivanti dalla disclosure sono maggiori rispetto ai costi per due ordini di motivi: in primo luogo, se l'*asset* è importante per il business aziendale, le esigenze informative degli investitori su tale risorsa sono elevate, pertanto l'azienda è incentivata a diffondere informazioni con un maggior grado di precisione per ridurre le asimmetrie informative; inoltre, poiché i brand sono risorse *firm specific* e dunque difficilmente imitabili in quanto consolidati nel tempo, i concorrenti non potrebbero sfruttare a proprio vantaggio informazioni relative a tali risorse, pertanto i costi della disclosure sono bassi rispetto ai benefici ad essa associati.

BIBLIOGRAFIA

AKERLOF, G. A., 1970. The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), 488-500.

AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (AICPA) Special Committee on Financial Reporting, 1994. *Improving Business Reporting – A Customer Focus* [online]. New York. Disponibile su: <[https://www.aicpa.org/InterestAreas/FRC/AccountingFinancialReporting/Downloadable Documents/Jenkins%20Committee%20Report.pdf](https://www.aicpa.org/InterestAreas/FRC/AccountingFinancialReporting/DownloadableDocuments/Jenkins%20Committee%20Report.pdf)> [Data di accesso: 05/07/2017]

AMIR, E., e LEV, B., 1996. Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22 (1), 3-30.

AMIR, E., LEV, B., e SOUGIANNIS, T., 2003. Do financial analysts get intangibles?. *European Accounting Review*, 12 (4), 635-659.

AVALLONE, F., 2008. *L'impatto dell'informativa contabile di tipo volontario sui mercati finanziari: principali evidenze empiriche e problemi di misurazione*. 1° ed. Torino: G. Giappichelli.

BEATTIE, V., MCINNES, B., e PIERPOINT, J., 2008. *The management commentary: comparing narrative outcomes from alternative regulatory regimes*. Londra: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.

BERETTA, S., a cura di., 2006. *No news bad news. Perché e come comunicare informazioni economico finanziarie su base volontaria*. 1° ed. Milano: Egea.

BERETTA ZANONI, A., 2005. *Il valore delle risorse immateriali: equilibrio economico aziendale, beni immateriali e risorse intangibili*. Bologna: Il Mulino.

BOZZOLAN, S., 2005. *Trasparenza informativa e mercato finanziario: modelli e comportamenti di comunicazione volontaria*. 1° ed. Milano: McGraw-Hill.

CORSI, K., (2013). *La comunicazione dell'impairment test dell'avviamento: Tra riflessioni teoriche ed evidenze empiriche* (Vol. 34). 1° ed. Torino: G. Giappichelli Editore.

COSTA, G., GUBITTA, P., e PITTINO, D., 2016. *Organizzazione aziendale: mercati, gerarchie e convenzioni*. 3° ed. Milano: McGraw-Hill.

DANISH AGENCY FOR DEVELOPMENT OF TRADE AND INDUSTRY, 2000. *A Guideline for Intellectual Capital Statements: A Key to Knowledge Management* [online].

Copenaghen. Disponibile su: <<http://ufm.dk/en/publications/2001/files-2001/a-guideline-for-intellectual-capital-statements.pdf>> [Data di accesso: 12/07/2017]

DARROUGH, M. N., 1993. Disclosure policy and competition: Cournot vs. Bertrand. *Accounting Review*, 68 (3), 534-561.

DARROUGH, M. N., e STOUGHTON, N. M., 1990. Financial disclosure policy in an entry game. *Journal of Accounting and Economics*, 12 (1-3), 219-243.

DEVALLE, A., e RIZZATO, F., 2014. The determinants of the quality of mandatory disclosure of intangible assets under IFRS. *GSTF Journal on Business Review (GBR)*, 3 (3), 23-29.

DEVALLE, A., RIZZATO, F., e BUSSO, D., 2016. Disclosure indexes and compliance with mandatory disclosure – The case of intangible assets in the Italian market. *Advances in Accounting*, 35, 8-25.

DIPIAZZA, S.A., et al., 2006. *Global capital markets and the global economy: A vision from the CEOs of the international audit networks* [online]. Disponibile su: <http://www.cybsoc.org/CEO_Vision.pdf> [Data di accesso: 27/06/2017]

DOWLING, J., e PFEFFER, J., 1975. Organizational legitimacy: Social values and organizational behavior. *Pacific Sociological Review*, 18 (1), 122-136.

DYE, R. A., 1985. Disclosure of nonproprietary information. *Journal of Accounting Research*, 23 (1), 123-145.

DYE, R. A., 1986. Proprietary and nonproprietary disclosures. *Journal of Business*, 59 (2), 331-366.

EUSTACE, C., 2000. *The intangible economy-impact and policy issues* [Online]. Bruxelles: Commissione Europea. Disponibile su: <<https://publications.europa.eu/it/publication-detail/-/publication/437e4b37-0918-47da-8d8c-69e0bf8619c3>> [Data di accesso: 11/07/2017]

FAVOTTO, F., BOZZOLAN, S., e PARBONETTI, A., 2012. *Economia aziendale: modelli, misure, casi*. 3° ed. Milano: Mcgraw-Hill.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB), 2001. *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures*. Steering Committee Report, Business Reporting Research Project. Norwalk. Disponibile su: <<http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobkey=id&blobwhere=1175819611134&blobheader=application%2Fpdf&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs>> [Data di accesso: 11/07/2017]

- FRANCIS, J., PHILBRICK, D., e SCHIPPER, K., 1994. Shareholder litigation and corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, 32 (2), 137-164.
- FREEMAN, E. R., 1984. *Strategic Management: A stakeholder approach*. 1° ed. Boston: Pitman.
- FRIED, D., 1984. Incentives for information production and disclosure in a duopolistic environment. *The Quarterly Journal of Economics*, 99 (2), 367-381.
- GARTEN, J. E., 2001. Strengthening Financial Markets: Do Investors Have the Information They Need?. In: SKINNER, D. J., 2008. Accounting for intangibles – a critical review of policy recommendations. *Accounting and Business Research*, 38 (3), 191-204.
- GELB, D. S., 2002. Intangible assets and firms' disclosures: An empirical investigation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29 (3-4), 457-476.
- GERPOTT, T. J., THOMAS, S. E., e HOFFMANN, A. P., 2008. Intangible asset disclosure in the telecommunications industry. *Journal of Intellectual Capital*, 9 (1), 37-61.
- GIACOSA, E., 2015. *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa: Finalità, strumenti e comportamenti attuali e teorici in un modello "ideale" di comunicazione*. 1° ed. Torino: G. Giappichelli Editore.
- GINER, B., 1997. The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms. *European Accounting Review*, 6 (1), 45-68.
- GRÜBER, S., 2015. *Intangible values in financial accounting and reporting: an analysis from the perspective of financial analysts*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- GUIDARA, F., 2011. *La comunicazione finanziaria: come dialogare e convincere il mercato*. 1° ed. Milano: Egea.
- GUTHRIE, J., e PARKER, L. D., 1989. Corporate social reporting: a rebuttal of legitimacy theory. *Accounting and Business Research*, 19 (76), 343-352.
- GUTHRIE, J., et al., 2004. Using content analysis as a research method to inquire into intellectual capital reporting. *Journal of Intellectual Capital*, 5 (2), 282-293.
- HEALY, P. M., e PALEPU, K. G., 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1), 405-440.

HOLLAND, J., 2004. Corporate Intangibles, Value Relevance and Disclosure Content. Edinburgo: Institute of Chartered Accountants of Scotland.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB), 2004. *Intangible assets. International Accounting Standards No. 38 (revised)*. Londra.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB), 2010, *The Conceptual Framework for Financial Reporting*. Londra.

INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS FOUNDATION (IFRS FOUNDATION), 2006. *IFRS 8: Operating segments*. Londra.

JENSEN, M. C., e MECKLING, W. H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.

KANG, H. H., e GRAY, S. J., 2011. Reporting intangible assets: Voluntary disclosure practices of top emerging market companies. *The International Journal of Accounting*, 46 (4), 402-423.

KOTLER, P., et al., 2015. *Principi di marketing*. 15° ed. Milano: Pearson Italia.

LEV, B., 2001. *Intangibles: management, measurement, and reporting*. 1° ed. Washington, DC: Brookings Institution.

LEV, B., 2008. A rejoinder to Douglas Skinner's "Accounting for intangibles—a critical review of policy recommendations". *Accounting and Business Research*, 38 (3), 209-213

MAGNESS, V., 2006. Strategic posture, financial performance and environmental disclosure: an empirical test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19 (4), 540-563.

MERITUM PROJECT, 2001. *Guidelines for Managing and Reporting on Intangibles (Intellectual Capital Report)* [online]. Madrid: Fundación Airtel Móvil. Disponibile su: http://www.pnbukh.com/files/pdf_filer/MERITUM_Guidelines.pdf [Data di accesso: 27/06/2017]

MITCHELL, R. K., AGLE, B. R., e WOOD, D. J., 1997. Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22 (4), 853-886.

ORLANDI, M., 2012. *Il bilancio del capitale intellettuale: gestione, valutazione e misurazione*. 1° ed. Milano: Franco Angeli.

- PARBONETTI, A., 2010. *I principi contabili internazionali: immobilizzazioni e strumenti finanziari*. 1° ed. Roma: Carocci Editore.
- PATTEN, D. M., 2002. Media exposure, public policy pressure, and environmental disclosure: An examination of the impact of tri data availability. *Accounting Forum* 26 (2), 152-171.
- PENMAN, S. H., 2009. Accounting for intangible assets: There is also an income statement. *Abacus*, 45 (3), 358-371.
- POZZA, L., 2004. *Gli intangibili in bilancio. Comunicazione e rappresentazione*, 1° ed. Milano: Egea.
- PRENCIPE, A., 2004. Proprietary costs and determinants of voluntary segment disclosure: evidence from Italian listed companies. *European Accounting Review*, 13 (2), 319-340.
- QUAGLI, A., a cura di., 2001. *Internet e la comunicazione finanziaria* (Vol. 26). 1° ed. Milano: Franco Angeli.
- QUAGLI, A., 2004. *Comunicare il futuro: l'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane* (Vol. 348). 1° ed. Milano: Franco Angeli.
- ROBERTS, R. W., 1992. Determinants of corporate social responsibility disclosure: An application of stakeholder theory. *Accounting, Organizations and Society*, 17 (6), 595-612.
- ROSS, S. A., 1977. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8 (1), 23-40.
- SKINNER, D. J., 1994. Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of Accounting Research*, 32 (1), 38-60.
- SKINNER, D. J., 1997. Earnings disclosures and stockholder lawsuits. *Journal of Accounting and Economics*, 23 (3), 249-282.
- SKINNER, D. J., 2008. Accounting for intangibles – a critical review of policy recommendations. *Accounting and Business Research*, 38 (3), 191-204.
- SUCHMAN, M. C., 1995. Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20 (3), 571-610.
- SPENCE, M., 1973. Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87 (3), 355-374.

TSALAVOUTAS, I., ANDRÈ, P., e DIONYSIOU, D., 2014. *Worldwide Application of IFRS 3, IAS 38 and IAS 36, Related Disclosures, and Determinants of Non-Compliance*. ACCA Research Report, 134.

ULLMANN, A. A., 1985. Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of US firms. *Academy of Management Review*, 10 (3), 540-557.

VERRECCHIA, R. E., 1983. Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5 (1), 179-194.

WATSON, A., SHRIVES, P., e MARSTON, C., 2002. Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK. *The British Accounting Review*, 34 (4), 289-313.