

**Giovanni Bronzetti
Romilda Mazzotta**

**LA DISCLOSURE
DEL CAPITALE
INTELLETTUALE**

**Un'analisi empirica
delle società quotate
italiane**

FrancoAngeli

*Università degli Studi della Calabria
Sezione economica aziendale
Serie scientifica*

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



UNIVERSITÀ DELLA CALABRIA
SEZIONE ECONOMIA AZIENDALE
SERIE SCIENTIFICA

Collana diretta da Giuseppe Fabbrini

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio "Informatemi" per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

**Giovanni Bronzetti
Romilda Mazzotta**

**LA DISCLOSURE
DEL CAPITALE
INTELLETTUALE**

**Un'analisi empirica
delle società quotate
italiane**

FrancoAngeli

Volume stampato con il contributo del Dipartimento di Scienze Aziendali
dell'Università della Calabria.

Il volume è stato sottoposto a referaggio

Copyright © 2012 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

A Vittorio e Niccolò

Tra vent'anni non sarete delusi delle cose che avrete fatto, ma da quelle che non avete fatto.

Allora, abbandonate i porti sicuri, catturate il vento nelle vostre vele.

Esplorate. Sognate. Scoprite.

Mark Twain

A Ida e Carmine

Il mondo è nelle mani di coloro che hanno il coraggio di sognare e di correre il rischio di vivere i propri sogni.

Paulo Coelho

INDICE

INTRODUZIONE, di *Romilda Mazzotta* pag. 9

CAPITOLO PRIMO, di *Romilda Mazzotta* LA DISCLOSURE NELL'ECONOMIA DELLA CONOSCENZA

1.1. Note introduttive	» 17
1.2. Asimmetria informativa e disclosure	» 17
1.3. Il ruolo dell'informativa societaria nella gestione delle asimmetrie informative	» 19
1.4. La disclosure obbligatoria	» 21
1.4.1. La disclosure obbligatoria per le società quotate italiane	» 22
1.5. La disclosure volontaria	» 28
1.6. I vantaggi della disclosure volontaria	» 30
1.7. I costi della voluntary disclosure	» 33

CAPITOLO SECONDO, di *Giovanni Bronzetti* IL CAPITALE INTELLETTUALE

2.1. Le risorse intangibili: note introduttive	» 37
2.2. Il capitale intellettuale e la sua evoluzione	» 40
2.3. Le componenti del capitale intellettuale	» 47
2.4. L'informativa del capitale intellettuale nei documenti di reporting	» 55

CAPITOLO TERZO, di *Giovanni Bronzetti e Romilda Mazzotta*
LA DISCLOSURE SUL CAPITALE INTELLETTUALE

3.1. Note introduttive	pag. 65
3.2. La disclosure sul capitale intellettuale: letteratura	» 67
3.2.1. Gli studi sulla disclosure del capitale intellettuale fondati sul bilancio	» 68
3.2.2. Gli studi sulla disclosure del capitale intellettuale in documenti volontari	» 73
3.3. La value relevance dell'informativa volontaria	» 78

CAPITOLO QUARTO, di *Giovanni Bronzetti e Romilda Mazzotta*
L'INTELLECTUAL CAPITAL DISCLOSURE
NELLE SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE

4.1. Note introduttive	» 87
4.2. La metodologia di analisi	» 89
4.3. La tecnica di raccolta delle informazioni dai documenti obbligatori e volontari: la content analysis	» 92
4.4. La misurazione dell'estensione dell'informativa	» 101
4.5. La quantità e la qualità dell'informativa	» 104
4.6. Il campione	» 106
4.7. I risultati della ricerca	» 108
4.7.1. Il capitale intellettuale nei documenti volontari	» 108
4.7.2. Contenuto dei documenti: "cosa" rendicontano	» 111
4.7.3. Una sintesi	» 134
4.8. Il capitale intellettuale nel bilancio annuale	» 137
4.8.1. Contenuto documenti: "cosa" rendicontano	» 137
4.8.2. La quantità e la qualità delle informazioni nel bi- lancio	» 154
4.8.3. Una sintesi	» 156
4.9. Confronto tra informativa nei documenti	» 161
CONCLUSIONI, di <i>Giovanni Bronzetti</i>	» 165
ALLEGATO CAPITOLO 4	» 169
BIBLIOGRAFIA	» 171

INTRODUZIONE

di *Romilda Mazzotta*

Con l'avvento dell'economia della conoscenza la ricchezza che un'impresa è in grado di generare è sempre più condizionata dalla capacità di apprendere, innovare, capitalizzare conoscenze e sviluppare relazioni. Le generiche capacità finanziarie e organizzative, di fatto, non sono più sufficienti e le imprese, se vogliono sopravvivere, devono sviluppare al loro interno specifiche conoscenze sulle quali fondare competenze distintive e, pertanto, in grado di garantire la costruzione creazione del vantaggio competitivo e il suo mantenimento. Ma, rispetto al passato, i driver del vantaggio competitivo sostenibile si ricollegano sempre più ai cosiddetti valori soft, ossia alle risorse immateriali o *intangibile assets*¹.

Nell'attuale economia, tra le risorse intangibili, il capitale intellettuale ha assunto un ruolo fondamentale; questo è inteso come complesso delle conoscenze, esperienze, relazioni con i clienti e competenze professionali. Il capitale intellettuale è, pertanto, un asset intangibile che, sostituendosi ai macchinari e alle risorse naturali, permette all'impresa di godere di un vantaggio competitivo nel mercato²

¹ B. LEV, *Intangibles: management measurement and reporting*, Brooking Institutions, Washington D.C., 2001.

² L. EDVINSSON e M.S. MALONE, *Intellectual capital*, Piatkus, London, 1997; HOLLAND J., *Fund management, intellectual capital, intangibles and private disclosure*, Managerial Finance, Vol. 32(4), 2006, pp. 277-316.

concorrendo in modo decisivo al processo di creazione del valore aziendale³.

Come diretta conseguenza le imprese investono sempre più nel capitale intellettuale, per cui si vanno diffondendo studi sia sul capitale intellettuale che sulla sua disclosure; tale nuova prospettiva rende evidente che il bilancio d'esercizio è in grado di rappresentare pienamente solo una parte di tali investimenti. Conseguentemente l'asimmetria informativa sussistente tra le imprese e gli utilizzatori del documento bilancio si amplia⁴ e si accentua poiché la carenza informativa viene individuata con riferimento agli investimenti in capitale intellettuale, per loro natura unici, *firm specific* e inimitabili⁵.

Si genera pertanto un gap tra la domanda d'informazioni sul capitale intellettuale, del quale è ormai ampiamente riconosciuta l'importanza e la necessità ai fini della creazione e mantenimento del valore aziendale, e l'offerta d'informazioni fornita dal bilancio tradi-

³ L. BOLLEN, P. VERGAUWEN e S. SCHENIDERS, *Linking intellectual capital and intellectual property to company performance*, Management Decision, Vol. 43(9), 2005, pp. 1161-1185; J. GUTHRIE e R. PETTY, *Intellectual capital: Australian annual reporting practices*, Journal of Intellectual Capital, Vol. 1(2/3), 2000, pp. 241-251; OECD, *Intellectual assets and value creation: Implications for corporate reporting*, www.oecd.org/dataoecd/2/40/37811196.pdf, 2006, accessed November 2011; J. HOLLAND, *Intellectual capital and the capital market-organization and competence*, Accounting, Auditing and Accountability Journal, Vol. 16(1), 2003, pp. 39-48; P.N. BUKH, C. NIELSEN, P. GORMSEN e J. MOURITSEN, *Disclosure of information on intellectual capital in Danish IPO prospectuses*, Accounting, Auditing & Accountability Journal, Vol. 18(6), 2005, pp. 713-732; V. BEATTIE e S.J. THOMSON, *Lifting the lid on the use of content analysis to investigate intellectual capital disclosures*, Accounting Review, Vol. 75(1), 2007, pp. 13-42.

⁴ M.E. BARTH, R. KASZNIK e M. MCNICHOLS, *Analyst coverage and intangible assets*, Journal of Accounting Research, Vol. 39(1), 2001, pp. 1-34; J. HOLLAND, *Fund management, intellectual capital, intangibles and private disclosure*, Managerial Finance, Vol. 32(4), 2006, pp. 277-316.

⁵ M. MANGENA, R. PIKE e J. LI, *Intellectual capital disclosure practices and effects on the cost of the equity capital: UK evidence*, The Institute of Chartered Accountants of Scotland, 2010.

zionale, incapace di catturare tali driver del valore⁶ per effetto della natura non fisica di tali elementi.

Stante la crescente importanza del capitale intellettuale nell'economia⁷ e l'inadeguata informazione sulle asset del capitale intellettuale nel bilancio delle imprese, il dibattito accademico si sposta sulla value relevance delle informazioni contenute nel tradizionale financial report (bilancio)⁸.

Ciò stimola un ampio dibattito sull'identificazione, misurazione ed elaborazione di nuovi metodi rendicontazione e comunicazione aventi per oggetto il capitale intellettuale. Lo sviluppo di tali asset, infatti, è subordinato alla presenza di un'adeguata comunicazione verso l'esterno⁹. La comunicazione diviene, pertanto, una leva indi-

⁶ E. JENKINS e W.S. JR UPTON, *Internally generated intangible assets: framing the discussion*, Australian Accounting Review, Vol. 11(2), 2001, pp. 4-11 e B. LEV e P. ZAROWIN, *The boundaries of financial reporting and how to extend them*, Journal of Accounting Research, 21, 1999, pp. 353-385.

⁷ T.A. STEWART, *Intellectual Capital. The new health of organizations*, London: Nicholas Brealey, 1997; J. ROOS, G. ROOS, L. EDVINSSON e N.C. DRAGONETTI, *Intellectual capital. Navigating in the new business landscape*, Mcmillan, London, 1997; M.K. WIING, *Integrating intellectual capital and knowledge management*, Long Range Planning, Vol. 30(3), 1997, pp. 399-405; N. BONTIS, W.C.C. KEOW e S. RICHARDSON, *Intellectual capital and business performance in Malaysian industries*, Journal of Intellectual Capital, Vol. 1(1), 2001, pp. 85-100.

⁸ J. FRANCIS e K. SCHIPPER, *Have financial statements lost their relevance?*, Journal of Accounting Research, Vol. 37(2), 1999, pp. 319-352.

⁹ Invocano una maggiore comunicazione esterna per esempio l'OECD, *Symposium on measuring and reporting intellectual capital: experience, issues, and prospects*, Organization for Economic Cooperation and development, 1999; FASB, *Improving business reporting: insights into enhancing voluntary disclosure*, Business Reporting Research project, Steering Committee Report, Financial Accounting Standards Board, 2001; R.G. ECCLES, R.H. HERZ, E.M. KEEGAN e D.M.H. PHILIPS, *The value reporting revolution: moving beyond the earnings game*, John Wiley & Sons, New York, 2001; J. MOURITSEN, H.T. LARSEN e BUKH P.N., *Intellectual capital and the Capable Firm: narrative visualizing and numbering for managing knowledge*, Accounting, Organizations and Society 26, 2001, pp. 735-762; C. ROBERTS, P. WEETMAN e P. GORDON, *International Financial Reporting: a comparative approach*, Pearson Education, Essex, 2005; J. HOLLAND, *A model of corporate financial communication*, The institute of Chartered Accountants of Scotland, 2006; ACCOUNTING STANDARD BOARD, *A review*

spensabile per incrementare il patrimonio in termini di risorse immateriali e costruire l'immagine aziendale; in altre parole con la comunicazione l'impresa da voce al valore creato. A ciò si aggiunga che la disclosure, ovvero la presenza di informazioni aziendali, concorre a rendere le imprese più trasparenti. Nel contesto della new economy il requisito della trasparenza assume un ruolo di particolare rilievo nel processo di creazione del valore aziendale. Gli investitori desiderano assumere e gestire i rischi in modo consapevole, ma ciò è possibile solo se le imprese forniscono adeguate informazioni. La disclosure (obbligatoria e/o volontaria) diviene pertanto uno dei più importanti aspetti nel processo di comunicazione aziendale poiché essa ha la capacità di innalzare il livello di trasparenza e, allo stesso tempo, permette di differenziare le imprese dai propri competitor.

È in questo contesto che si colloca il nostro contributo; il volume si pone l'obiettivo di analizzare l'importanza del capitale intellettuale all'interno delle imprese e le modalità di disclosure dello stesso.

A tal fine il capitolo primo analizza il ruolo dell'informativa societaria nella crescente asimmetria informativa che caratterizza le imprese della *new economy*. Il capitolo secondo scende nel dettaglio e, dopo aver definito il concetto di *intangible asset* e dei suoi legami con il capitale intellettuale, si incentra principalmente su quest'ultimo. Il capitolo terzo si pone, invece, l'obiettivo di illustrare il processo che ha condotto ad un apparente declino della *value relevance* delle informazioni finanziarie a vantaggio di quelle volontarie sugli intangibili. Lo studio si chiude con il capitolo quarto, nel quale viene svolta una analisi empirica tesa ad esaminare il livello di disclosure all'interno dei documenti obbligatori e volontari. Nello studio, in linea con la più recente letteratura che vede la

of narrative reporting by UK listed companies in 2006, FRC, 2007. URL: <http://www.frc.org.uk/asb/press/pub128.html>.

disclosure come un processo complesso e multidimensionale¹⁰, sono utilizzati diversi indicatori per verificare la presenza, la frequenza e la qualità delle informazioni relative al capitale intellettuale presenti nei documenti obbligatori e volontari. La disclosure è misurata attraverso un “indice di disclosure” costruito acquisendo le informazioni dai bilanci annuali e dai documenti di rendicontazione volontaria delle società quotate italiane, di maggiori dimensione, rientranti nel paniere FTSE MIB, con la tecnica della *content analysis*.

Lo studio differisce dalle ricerche esistenti poiché analizza la disclosure volontaria relativa alle tre aree del capitale intellettuale, quale risulta dai documenti sia di natura volontaria che obbligatoria, e considera tutte le società a maggiore capitalizzazione. In una dimensione più ampia lo studio contribuisce a far comprendere il processo di comunicazione del capitale intellettuale aziendale e, poiché esplora un campo poco indagato, permette di ampliare le conoscenze sul ruolo che il capitale intellettuale riveste nelle maggiori società quotate italiane e quindi quale sia il ruolo strategico ad esso assegnato.

¹⁰ S. BERETTA e S. BOZZOLAN, *Quality versus quantity: the case of forward-looking disclosure*, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 23(3), 2008, pp. 333-375.

CAPITOLO PRIMO

di *Romilda Mazzotta*

LA DISCLOSURE NELL'ECONOMIA DELLA CONOSCENZA

- 1.1. Note introduttive
- 1.2. Asimmetria informativa e disclosure
- 1.3. Il ruolo dell'informativa societaria nella gestione delle asimmetrie informative
- 1.4. La disclosure obbligatoria
 - 1.4.1. La disclosure obbligatoria per le società quotate italiane
- 1.5. La disclosure volontaria
- 1.6. I vantaggi della disclosure volontaria
- 1.7. I costi della voluntary disclosure

1.1. NOTE INTRODUTTIVE

In passato, quando il mercato era identificato nel luogo in cui domanda e offerta di beni s'incontravano fisicamente, tutte le informazioni erano a disposizione degli operatori, sia perché limitate sotto il profilo quantitativo, sia perché la loro acquisizione era relativamente facile. Tale situazione di condivisione delle informazioni, da una parte consentiva agli operatori di compiere le proprie scelte in maniera consapevole, responsabile e razionale, e dall'altra rendeva il sistema di mercato funzionale ed efficace.

Il processo di globalizzazione con l'apertura delle frontiere ha portato gli operatori ad agire in un mercato che non è più un luogo fisicamente identificato e nel quale non tutte le informazioni sono integralmente condivise fra gli individui facenti parte del processo economico. Ciò ha generato il fenomeno noto con il termine di asimmetria informativa che pregiudica la razionalità delle scelte e, di riflesso, la funzionalità e l'efficienza del sistema.

Le asimmetrie informative possono però essere ridotte fornendo una maggiore informazione (disclosure) sulla complessiva entità aziendale. Partendo da tali presupposti nel presente capitolo si illustra dapprima il ruolo della disclosure in presenza di asimmetrie informative, per poi concentrarsi sulla disclosure (obbligatoria e volontaria) e sul come la stessa si esplicita in Italia.

1.2. ASIMMETRIA INFORMATIVA E DISCLOSURE

Per un corretto funzionamento del mercato e quindi per realizzare un efficiente sistema di allocazione delle risorse, la pre-condizione essenziale è il libero accesso alle informazioni. Tale obiettivo può essere perseguito e realizzato riducendo le asimmetrie informative e intervenendo sulla trasparenza, fattore di cui la disclosure è una delle componenti chiave.

L'esigenza di trasparenza informativa diventa ancor più pressante quando si opera sul mercato mobiliare, ove sono negoziati e scambiati prodotti finanziari per loro natura privi di realtà fisica. La possibilità di apprezzare compiutamente tali beni dipende unicamente dal grado di informazione disponibile circa le loro caratteristiche e la loro precisa consistenza. La problematica dell'asimmetria informativa si manifesta proprio a tal riguardo, poiché il risparmiatore-investitore non dispone dello stesso livello di informazioni del negoziatore istituzionale o professionale. Il prodotto finanziario diventa così per il risparmiatore-investitore un bene "pericoloso" con margini di rischio elevatissimi, tanto più elevati quanto maggiore è il gap nelle informazioni tra gli operatori in campo. In realtà, ogni operazione di investimento sul mercato mobiliare ha una sua componente di rischio che non è completamente eliminabile potendosi individuare nel rischio una componente inerente e una ineliminabile.

Obiettivo delle informazioni che le imprese devono fornire è di assicurare che l'investitore/risparmiatore sopporti "solamente" il rischio inerente al proprio investimento in quanto tale, non anche i rischi connessi ad un difetto di conoscenza sul titolo negoziato. Ne consegue, quindi, che all'investitore-risparmiatore deve essere garantita la possibilità di acquisire il maggior numero di informazioni rilevanti, in modo da ridurre i rischi inerenti alla oggettiva "pericolosità" insita nei beni negoziati.

Le società emittenti devono, pertanto, rispondere al *need for disclosure* espresso dai risparmiatori-investitori, così che essi possano disporre degli elementi informativi necessari a fondare i loro processi di *decision making*, finalizzati all'assunzione di decisioni di investimento circa la migliore allocazione del loro risparmio.

La maggiore informativa resa disponibile raggiunge pertanto due obiettivi. Il primo luogo consente agli investitori/risparmiatori, sulla base delle più ampie e complete informazioni, di decidere in modo razionale e quindi di allocare al meglio le proprie risorse. In secondo

luogo concorre a far funzionare meglio l'intero mercato, poiché riduce il livello di asimmetrie informative tra gli investitori. A tal proposito Akerloff¹ e Fama² evidenziano che la relazione tra informativa e funzionamento del mercato si basa sull'efficienza informativa, ovvero sulle informazioni prodotte, elaborate e impiegate proprio per ridurre l'asimmetria informativa³.

1.3. IL RUOLO DELL'INFORMATIVA SOCIETARIA NELLA GESTIONE DELLE ASIMMETRIE INFORMATIVE

L'insieme delle informazioni offerte ai soggetti esterni al fine di soddisfare le esigenze conoscitive è identificato con il termine di Informativa Societaria⁴. Le motivazioni che hanno indotto e inducono oggi le aziende a fornire una sempre maggiore informativa societaria sono essenzialmente due: il ricorso al mercato finanziario e la globalizzazione dei mercati.

La scelta delle imprese di ricorrere in misura maggiore al mercato finanziario le ha poste dinanzi alla necessità di innalzare i livelli qualitativi dell'informativa societaria⁵, sia perché richiesto da più stringenti obblighi normativi, sia per rispondere alla richiesta di informazioni provenienti da parte degli investitori. Per questi ultimi,

¹ G. AKERLOF, *The market of "lemons": quality, uncertain and the market mechanism*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 84(3), 1970, pp. 488-500.

² E. FAMA, *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, in G. VICIAGO, G. VERGA (a cura di), *Efficienza e stabilità nei mercati finanziari*, il Mulino, Bologna, 1970.

³ S. BOZZOLAN, *Trasparenza informativa e mercato finanziario*, McGraw-Hill, Milano, 2005.

⁴ Si vedano U. BERTINI, *Il sistema d'azienda: schema di analisi*, Giappichelli, Torino, 1990; V. CODA, *Strategia d'impresa e comunicazione: il legame mancante*, Finanza, Marketing e Produzione, 1990.

⁵ F. ALVINO, *La comunicazione economico finanziaria d'impresa sul mercato dei capitali*, Giappichelli, Torino, 2001.