

La *disclosure* volontaria del modello di *business* nel prospetto informativo di quotazione: un'analisi comparativa

Prof. CARLO BAGNOLI - Dott.ssa GIULIA REDIGOLO

ABSTRACT: (VOLUNTARY DISCLOSURE OF THE BUSINESS MODEL IN ITALIAN IPO PROSPECTUS: A COMPARATIVE ANALYSIS). *How do companies to be listed actually deal with voluntary disclosure of their business model? Is it true that firms with greater knowledge-based resources and technological innovation endowments have a lower propensity to adopt fully open communication behaviors? This paper aims to identify the voluntary disclosure policies adopted by three Italian companies in their Initial Public Offering (IPO) prospectuses in order to investigate whether any differences may depend on the type of innovation underlying each business model. A series of interviews conducted with the top management made it possible to understand more deeply the business model of each company. Further, a content analysis has been developed to compute a measure of disclosure and to point out the strategic concepts and their relevance. We provide evidence that companies with a business model based on technology-push innovation have a lower propensity to the full disclosure of their intangible components, particularly of those mainly based on knowledge as these are also invisible. Our study adds to the literature of business and financial reporting by focusing on a new object of inquiry, that is the business model. The business model plays an important role in allowing external actors to understand a company's value, thus companies' strategic communication should be shaped accordingly. The results suggest the need to address the issue of voluntary disclosure of the business model by first distinguishing "visible" intangible resources from those that are "invisible" (both to financial and competitive markets). The study aims to make a contribution to the ongoing debate on business and financial reporting practice.*

1. Introduzione

Negli ultimi anni si è assistito a un serrato dibattito tra gli studiosi di *business and financial reporting* sulla significatività dell'informativa societaria obbligatoria anche a fronte dell'emergere di un'economia sempre più basata su una conoscenza funzionale a supportare l'innovazione. Molti studiosi concordano ormai sull'incapacità da parte di tale informativa di permettere l'efficace comunicazione dei sempre più complessi meccanismi di creazione del valore (FRANCIS e SHIPPER, 1999; LEV e ZAROWIN, 1999). Questo ha portato ad affermare l'importanza della *disclosure* volontaria in particolare delle risorse intangibili, riconosciute driver importanti per l'innovazione di prodotto e processo (LEITNER, 2011; SUBRAMANIAM e YOUNDT, 2005). Nel contempo si è assistito anche a un serrato dibattito tra gli studiosi di strategia sull'importanza dell'innovazione di prodotto e processo rispetto a quella inerente il modello di *business*. Sempre più studiosi ritengono ormai l'ultima non meno cruciale rispetto a quelle più tradizionali di prodotto e processo (GOVINDARAJAN e GUPTA, 2001; MARKIDES, 1997). Tale dibattito, come spesso avviene, è stato però recuperato negli studi di *business and financial reporting* solo recentemente e in maniera marginale (ICAEW, 2010; NOVAK, 2011).

Il presente studio si pone l'obiettivo di colmare questa mancanza affermando l'importanza di spostare il focus della *disclosure* volontaria dal tema del capitale intellettuale a quello del modello di *business*. Solo quest'ultimo, infatti, permette di comprendere quali siano le risorse intangibili in capo all'impresa ma anche come esse agiscano sulle altre componenti del modello di *business* ai fini della creazione del valore. Più precisamente, esso si pone l'obiettivo di riconoscere e comparare le scelte di *disclosure* volontaria del modello di *business*

adottate da tre imprese manifatturiere nella redazione del prospetto informativo di quotazione (PI). Questo per investigare se e in che modo eventuali differenze a livello di *disclosure* volontaria possano dipendere dalle sicure differenze a livello di tipologia di innovazione sottostante i modelli di *business*.

Nel successivo paragrafo si revisionano gli studi condotti in tema di *disclosure* volontaria con particolare riferimento al modello di *business* formulando puntualmente la domanda e le proposizioni della ricerca. Nel terzo si giustificano la scelta delle imprese e del documento analizzato, nonché la metodologia di analisi adottata. Nel quarto si discutono i risultati emersi. Nel quinto paragrafo si tracciano alcune riflessioni conclusive identificando i limiti e le possibili evoluzioni della ricerca condotta.

2. Revisione della letteratura, domanda e proposizioni della ricerca

Fin dai primi anni Novanta associazioni professionali e organi di regolamentazione hanno avanzato proposte per migliorare la capacità in particolare delle sezioni narrative dell'*annual report* di comunicare i meccanismi di creazione del valore (AICPA, 1994; CICA, 2001; FASB, 2001). Questo perché la crescente globalizzazione dei mercati, la rapidità dello sviluppo tecnologico – *in primis* delle ICT - e l'evoluzione del comportamento dei consumatori sempre più attenti alle componenti immateriali dell'offerta hanno spinto le imprese a innovare con sempre maggiore frequenza i propri prodotti, processi e soprattutto modelli di *business* (AMIT e ZOTT, 2012; TEECE, 2010). Tutto ciò rende sempre più complessi i meccanismi di creazione del valore e quindi più difficili da cogliere attraverso i rigidi schemi numerici imposti dall'informativa societaria obbligatoria (FRANCIS e SHIPPER, 1999; LEV e ZAROWIN, 1999). Particolare enfasi è stata riposta sulla comunicazione delle risorse intangibili riconoscendole driver fondamentali per l'innovazione (SUBRAMANIAM e YOUNDT, 2005; TEECE, 2000). Nella letteratura di *business and financial reporting* si è quindi affermata l'importanza della *disclosure* del capitale intellettuale con una conseguente produzione di report (UPTON, 2001; ZAMBON, 2003) e ricerche empiriche sul tema anche con specifico riferimento al contesto italiano (BOZZOLAN et al., 2003). Le ultime hanno evidenziato una crescente *disclosure* del capitale intellettuale soprattutto da parte di imprese *high tech* i cui meccanismi di creazione del valore si fondano perlopiù su risorse intangibili (CORDAZZO, 2007). Ciononostante sembra continuare a sussistere un *gap* informativo tra imprese e investitori i quali, anche con specifico riferimento al contesto italiano, continuano a lamentare l'incapacità di cogliere i meccanismi di creazione del valore delle prime attraverso l'informativa societaria (BAGNOLI e VEDOVATO, 2004; ECCLES et al., 2001).

Alcuni autori affermano come per colmare questo *gap* occorra spostare il focus della *disclosure* dal capitale intellettuale al modello di *business* (NIELSEN e BUKH, 2011). Questo perché il modello di *business* permette di comprendere non solo quali siano le risorse intangibili in capo all'impresa ma soprattutto come esse agiscano in termini sistemici sulle altre componenti del modello stesso (prodotti, processi, ecc.) ai fini della creazione di valore. Nel 2010, lo stesso IASB ha riconosciuto attraverso l'IFRS 09 il ruolo del modello di *business* quale fattore determinante per la corretta classificazione degli *asset* patrimoniali. Secondo gli stessi autori poi, il *gap* informativo sopra citato è di fatto un *gap* di incomprensione che dipende cioè non dalla volontà di non comunicare da parte delle imprese ma dall'incapacità di comunicare efficacemente modelli di *business* sempre più complessi. Tuttavia, le ricerche

condotte in tema di *disclosure* volontaria hanno concluso che a un'impresa quotata possa convenire, specie se opera in mercati caratterizzati da elevata incertezza, non comunicare le informazioni strategicamente "sensibili" per non rischiare di vedere eroso il proprio vantaggio competitivo sebbene ciò le permetterebbe di ridurre l'asimmetria informativa e quindi il costo del capitale di rischio (VERRECCHIA, 2001). E per quanto sopra affermato il modello di business di un'impresa rappresenta l'informazione forse più strategicamente "sensibile" da comunicare.

Il presente lavoro ipotizza quindi che il *gap* informativo esistente tra imprese e investitori dipenda non tanto dall'incapacità da parte delle prime di descrivere in modo efficace i propri modelli di business, quanto dalla volontà di descriverli solo parzialmente. Esso ipotizza, in particolare, che tale volontà dipenda dalla tipologia di innovazione sottostante i modelli di business la quale può essere ricondotta alle seguenti tre classi (VERGANTI, 2008):

- Innovazione *market pull*: si caratterizza per un miglioramento incrementale delle prestazioni dei prodotti al fine di soddisfare esigenze manifeste nei clienti (consolidamento dei mercati esistenti e minima incertezza nelle previsioni di sviluppo);
- Innovazione *design driven*: si caratterizza per l'attribuzione di nuovi significati ai prodotti al fine di soddisfare esigenze latenti nei clienti (riconfigurazione dei mercati esistenti e media incertezza nelle previsioni di sviluppo);
- Innovazione *technology push*: si caratterizza per un miglioramento radicale delle prestazioni dei prodotti o per la creazione di nuove funzioni generando esigenze prima inesistenti nei clienti (creazione di mercati nuovi e massima incertezza nelle previsioni di sviluppo).
- Dato il crescente livello di incertezza associato alle tipologie d'innovazioni citate, le descrizioni dei sovrastanti modelli di *business* rappresentano nell'ordine informazioni strategicamente sempre più "sensibili". Il presente lavoro ipotizza perciò che le imprese che adottano un modello di business fondato sull'innovazione *market pull*, *design driven* e *technology push* siano rispettivamente più restie a perseguire una piena *disclosure* dello stesso.

A ogni modo, il *trade-off* tra l'opportunità di comunicare agli investitori i meccanismi di creazione del valore e la minaccia che ciò possa permettere ai concorrenti di intaccarli è particolarmente critico in fase di quotazione. L'accesso per la prima volta al mercato azionario, e quindi l'assenza di un *track record* di performance passate certificate, rende infatti ancora più importante per l'impresa spiegare nel modo più efficace possibile il proprio modello di business all'interno del PI. Quest'ultimo è poi strumentale alla raccolta di finanziamenti e il suo contenuto è quindi più esposto rispetto all'*annual report* a possibili contestazioni legali (TRUEMAN, 1997) da cui un ulteriore incentivo a perseguire una piena *disclosure*. D'altro canto, la quotazione attira anche l'attenzione dei concorrenti che potrebbero trarre vantaggio dalle informazioni contenute nel PI (HEALY e PALEPU, 2001). Inoltre, i requisiti imposti a livello normativo permettono una notevole discrezionalità nelle modalità di redazione del PI da cui un ulteriore incentivo a non comunicare le informazioni strategicamente "sensibili". Il PI rappresenta perciò un contesto particolarmente significativo per il riconoscimento dei costi e benefici associati alle scelte di *disclosure* volontaria del modello di business (BEATTIE, 1999).

Il presente lavoro ipotizza quindi che la diversa tipologia di innovazione su cui si fonda un modello di business ne comporti una diversa *disclosure* soprattutto a livello di PI. Tale ipotesi ha condotto all'elaborazione delle seguenti domande di ricerca: come le imprese quo-

tande affrontano le scelte di *disclosure* volontaria del modello di business all'interno del PI dato il *trade off* tra costi e benefici derivanti dal comunicare informazioni strategicamente "sensibili"? Come la diversa tipologia d'innovazione su cui si fonda il modello di business influenza tali scelte di *disclosure* volontaria? In particolare si sono formulate le tre seguenti proposizioni di ricerca:

P1: le imprese quotate caratterizzate da un modello di *business* fondato su un'innovazione *technology push* propenderanno meno di quelle caratterizzate da un modello di *business* fondato su un'innovazione sia *market pull* che *design driven* per una piena *disclosure* volontaria dello stesso nel PI;

P2: le imprese quotate caratterizzate da un modello di *business* fondato su un'innovazione *market pull* propenderanno più di quelle caratterizzate da un modello di *business* fondato su un'innovazione sia *technology push* che *design driven* per una piena *disclosure* volontaria dello stesso nel PI;

P3: le imprese quotate caratterizzate da un modello di *business* fondato su un'innovazione *design driven* propenderanno più di quelle caratterizzate da un modello di *business* fondato su un'innovazione *technology push* ma meno di quelle caratterizzate da un modello di *business* fondato su un'innovazione *market pull* per una piena *disclosure* volontaria dello stesso nel PI.

Molte ricerche empiriche hanno riconosciuto le scelte di *disclosure* volontaria adottate nell'*annual report* dalle imprese quotate e le rispettive determinanti tra cui: *settore di appartenenza, dimensione aziendale, redditività, età, base azionaria, livello di internazionalizzazione, tipologia di management e paese di provenienza* (CHAVENT et al., 2006). Molte meno ricerche hanno affrontato il tema prendendo a riferimento il PI (BUKH et al., 2002; BUKH et al., 2005; CORDAZZO, 2007). Poche si sono concentrate sul riconoscimento delle scelte di disclosure volontaria del modello di *business* adottate nell'*annual report* soprattutto con riferimento alle imprese quotate italiane (BAGNOLI, 2005; BAGNOLI e MANTOVANI, 2012). Nessuna ha infine riconosciuto le scelte di *disclosure* volontaria del modello di *business* adottate dalle imprese italiane all'interno del PI. La scarsa attenzione finora riconosciuta al modello di *business* come oggetto di analisi da parte della letteratura relativa al *business and financial reporting* è sicuramente dipesa anche dalla difficoltà di definire operativamente tale concetto, vista la sua solo recente affermazione all'interno della letteratura strategica (TEECE, 2010). Tuttavia, i diversi autori sembrano ormai convergere sul riconoscimento delle sue componenti fondamentali: *prodotto, processi, risorse, fornitori e clienti* ⁽¹⁾ da cui la possibilità e, forse, la necessità di investigare le scelte di *disclosure* volontaria del modello di *business*. Il presente lavoro contribuisce quindi a colmare un gap sempre più importante nella letteratura relativa al *financial reporting* cogliendo gli spunti più recenti emersi in quella strategica.

3. Contesto della ricerca e metodologia di analisi

Per affrontare le domande di ricerca si è scelto di ricorrere al caso studio data la sua attitudine a "illuminare" una decisione o un set di decisioni (YIN, 1984). Il ricorso a tale metodo è innanzitutto giustificato dalla scarsità di contributi esistenti in letteratura relativi alle scelte di *disclosure* volontaria del modello di *business* adottate dalle imprese nella redazione del PI. Il

⁽¹⁾ Per una revisione approfondita della letteratura si veda l'appendice 1.

ricorso a tale metodo è altresì giustificato dalla difficoltà di isolare l'influenza della tipologia di innovazione su cui si fondano i modelli di *business* rispetto alle altre determinanti le scelte di *disclosure* volontaria (settore, dimensione, redditività, ecc.). Il caso studio, infatti, è indicato per l'analisi in profondità di un fenomeno reale quando il confine tra questo e il suo contesto non è chiaramente riconoscibile.

Il ricorso al caso studio non fornisce, per contro, nessuna garanzia di affidabilità né di validità interna da cui l'impossibilità di generalizzare i risultati raggiunti. Ciò rende impossibile utilizzarlo se non a scopo esplorativo (BROMLEY, 1986). Il ricorso a tale metodo, inoltre, non fornisce controlli sperimentali e per questo non permette di operare con "distanza scientifica" rispetto a possibili influenze da parte del ricercatore che avrà la tendenza a vedere confermate le sue percezioni (FLYVBJERG, 2006). Il ricorso a tale metodo, infine, soffre la difficoltà di misurare accuratamente le variabili dipendente e indipendente (STOECKER, 1991).

Ciononostante, nel presente studio si è comunque scelto di ricorrere al caso studio ovvero, più precisamente, a casi studio multipli poiché permettono una logica di replica in cui ciascun caso è trattato come un esperimento per confermare o smentire le inferenze emerse dagli altri. La logica adottata non è tuttavia quella "letterale" finalizzata all'ottenimento di risultati simili, bensì quella "teorica" finalizzata all'ottenimento di risultati contrastanti ma attesi (YIN, 2009). Il ricorso ai casi studio multipli all'interno di una logica "teorica" permette di giungere a risultati più robusti e a un livello di generalizzazione che il singolo caso non autorizza (SANTOS e EISENHARDT, 2009).

La ricerca si è concentrata sullo studio delle seguenti tre imprese manifatturiere del nord-est Italia quotate al segmento STAR del Mercato MTA di Borsa Italiana: Eurotech, Nice e Zignago Vetro. La considerazione di imprese manifatturiere dipende dalla maggiore complessità, *ceteris paribus*, dei loro modelli di *business* rispetto a quelli di imprese commerciali o di servizi. La focalizzazione sul contesto italiano dipende invece dalle profonde diversità che lo caratterizzano rispetto a quello statunitense dove sono stati sviluppati la maggior parte degli studi in tema di *disclosure* volontaria. La generalizzabilità dei risultati raggiunti dagli ultimi anche a mercati finanziari caratterizzati da una minore protezione legale degli investitori, da una maggiore concorrenza dei titoli di stato, oltre che dal predominio del sistema bancario è infatti dubbia (FRANCIS et al., 2005). La focalizzazione sul segmento Star del Mercato MTA di Borsa Italiana dipende poi dal fatto che lo stesso sia dedicato alle medie imprese che si impegnano a rispettare requisiti di eccellenza in termini di trasparenza e vocazione comunicativa, oltre che di liquidità e di regole di *corporate governance* allineate agli standard internazionali. La scelta delle tre imprese sopra citate dipende infine dalla diversa tipologia di innovazione che caratterizza i loro modelli di business, nonché dalle similarità a livello di tempi e risultati inerenti il loro processo di quotazione. Con riferimento ai modelli di business delle imprese considerate, questi si fondano rispettivamente su innovazione: *technology-push* per Eurotech, *design-driven* per Nice e *market-pull* per Zignago Vetro ⁽²⁾.

Eurotech opera nel *business to business* progettando, sviluppando e commercializzando architetture di computer miniaturizzati e a elevata capacità di calcolo utilizzati nei settori: difesa,

(2) Per cogliere più intuitivamente i modelli di *business* delle imprese analizzate, questi sono stati graficamente rappresentati con un trapezio isoscele costituito dall'accostamento di tre triangoli equilateri. Ai vertici del triangolo più a sinistra si sono posizionate le componenti riconducibili a una prospettiva strategica *inside-out*, ossia: *fornitori, risorse e processi*. Ai vertici invece del triangolo più a destra si sono posizionate le componenti riconducibili a una prospettiva strategica *outside-in*, ossia: clienti, prodotto e processi. Il triangolo centrale è rappresentativo del "Valore economico" creato. Vedi figure 1, 2 e 3.

trasporti, medicale e industriale. La sua missione è favorire l'integrazione delle tecnologie nella realtà quotidiana rendendole sempre più pervasive. Attraverso la creazione di nuove funzioni di prodotto genera esigenze prima inesistenti nei clienti. La sua visione è crescere passando dalla produzione di componenti a quella di sistemi e quindi a quella di prodotti "ready to use". Il modello produttivo adottato è "fables" poiché caratterizzato dal totale outsourcing delle fasi produttive. Ciò permette di legare il prezzo di vendita non tanto al costo di produzione quanto al valore percepito dal cliente esaltando l'importanza della componente intangibile di servizio. Per Roberto Siagri, Presidente di Eurotech: "... il grande segreto dell'economia della conoscenza è che il valore aggiunto di un prodotto è composto da una componente di servizio che tu hai identificato ma altri competitor no". L'innovazione *technology-push* è la chiave di successo per la crescita dell'impresa da cui discende la forte interazione con il mondo della ricerca per lo sviluppo di prodotti radicalmente nuovi a livello tecnologico.

Nice opera nel *business to business* progettando, sviluppando e commercializzando sistemi di automazione per cancelli, tapparelle, garage, ecc. integrabili tra loro e controllati da un unico telecomando. La sua missione è semplificare i movimenti quotidiani attraverso l'utilizzo di sistemi di automazione intelligenti e facili da usare. Attribuisce nuovi significati ai prodotti attuali per soddisfare esigenze latenti nei clienti. Per il presidente Lauro Buoro: "... noi produciamo trasmettitori e questi possono diventare oggetti da esibire, oggetti di culto in certe situazioni. Abbiamo fatto dei radiocomandi con dei materiali di moda, per esempio d'oro, d'argento...". La visione dell'impresa è espandersi geograficamente attraverso la penetrazione di mercati giovani e ad alto potenziale di sviluppo. Il modello produttivo adottato è, anche in questo caso, "fables". Ciò permette di coniugare flessibilità ed efficienza operativa mantenendo costante il presidio delle fasi critiche della catena del valore. L'innovazione *design-driven* è la chiave di successo per la crescita dell'impresa. Da questo discende il forte investimento nella sperimentazione tecnica e nello studio di materiali, forme e colori innovativi per lo sviluppo di prodotti radicalmente nuovi e per il miglioramento di quelli esistenti, a livello tecnologico, estetico ed ergonomico. Ancora per Buoro: "Noi crediamo nella diversità delle idee per dare vita all'innovazione".

Zignago Vetro opera nel *business to business* progettando, sviluppando, producendo e commercializzando contenitori in vetro cavo di alta qualità utilizzati nei settori: alimentare, bevande, cosmetica e profumeria. La sua missione è rispondere prontamente alle richieste dei clienti attraverso prodotti di qualità, innovativi e personalizzati. Persegue un miglioramento incrementale delle prestazioni dei prodotti attuali per soddisfare esigenze manifeste nei clienti. La sua visione è crescere nel mercato del vetro cavo mantenendo un elevato livello di marginalità. Il modello produttivo adottato opera a ciclo continuo ma si caratterizza per un'elevata flessibilità al fine di rispondere efficientemente ed efficacemente alle richieste dei clienti. Per Luca Marzotto, presidente di Zignago Holding: "... esiste anche un mercato che non ha problematiche di milioni di pezzi ma l'esigenza di avere prodotti personalizzati. Quindi dobbiamo essere più flessibili accettando lotti piccoli e cambiando spesso, essendo allo stesso tempo molto efficienti. Non ci sono altri concorrenti che competono su questa idea perchè hanno dimensioni diverse e perchè il settore è molto concentrato". L'innovazione *market-pull* è la chiave di successo per la crescita dell'impresa da cui discende l'importanza di coniugare qualità, innovazione, flessibilità ma anche efficienza operativa al fine di soddisfare nicchie di mercato.

I modelli di business delle tre imprese si distinguono perciò per affrontare mercati con diversi livelli di incertezza. Quest'ultima incide sulla possibilità di prevederne gli sviluppi e influenza in modo diretto l'entità dei costi proprietari di ciascuna impresa. L'incertezza è minima per Zignago, aumenta nel caso di Nice ed è massima per Eurotech che crea mercati nuovi con

tassi di crescita potenzialmente elevati. Per Siagri, infatti: "...prima che il mercato si formi c'è asimmetria informativa... successivamente tutti danno gli stessi prodotti?".

Con riferimento alla similarità relativa ai tempi inerenti il processo di quotazione, Eurotech, Nice e Zignago Vetro risultano le ultime imprese manifatturiere *nordestine* quotate al segmento Star della Borsa Italiana prima della crisi del 2008. Tale crisi ha accresciuto l'incertezza ambientale modificando le strategie di *disclosure* volontaria delle imprese quotate quantomeno con riferimento alla descrizione dell'ambiente esterno (BAGNOLI, 2009). Si è ritenuto perciò preferibile non considerare imprese quotate dopo il 2008. Con riferimento invece ai modi inerenti il processo di quotazione, le imprese si sono contraddistinte per il successo delle scelte strategiche in tema di *disclosure* volontaria stante l'apprezzamento dimostrato dal mercato finanziario nei confronti dei titoli collocati al momento della quotazione. Tale successo è provato dalla maggiore quantità di titoli richiesti rispetto a quelli effettivamente assegnati, nonché dal loro apprezzamento nei primi quindici giorni di quotazione (SCHRAND e VERRECCHIA, 2005)⁽³⁾.

Rispetto alle variabili tradizionalmente identificate in letteratura come determinanti le strategie di *disclosure* volontaria, le tre imprese operano all'interno dello stesso macro-settore ossia quello manifatturiero, ma in un diverso sub-settore. Presentano dimensioni aziendali e livelli di redditività al momento della quotazione diversi in termini numerici ma riconducibili a una dimensione media e a livelli positivi. Eurotech e Nice sono fondate negli stessi anni, mentre Zignago Vetro subisce una rifondazione nel medesimo periodo a causa della variazione dell'azionariato di maggioranza. Al momento della quotazione tutte si caratterizzano per la presenza di una base azionaria ristretta che viene poi meno solo nel caso di Eurotech. Infine, tutte operano in un contesto internazionale, seppure accomunate dal paese e dalla regione geografica di provenienza (nord-est Italia), e sono guidate da leader carismatici.

Il documento analizzato è il PI ⁽⁴⁾ e, in particolare, le sue sezioni narrative. Nella prassi, le imprese tendono a riportare nel PI *in primis* i risultati economico-finanziari passati al fine di alimentare la fiducia degli investitori. L'obiettivo è raccontare il passato per creare un'immagine sul futuro (Gioia et al., 2002). Descrivono poi la logica sottostante l'ottenimento di questi risultati e quindi il modello di *business* dell'impresa evitando però la comunicazione di informazioni strategicamente sensibili. La costruzione di ipotesi sui risultati prospettici, arrivando alla definizione di un piano di *business*, pare invece implicitamente delegata agli analisti.

Per l'analisi delle sezioni narrative del PI si è impiegata una *content analysis* in quanto ampiamente utilizzata negli studi aziendali sulla *disclosure* volontaria (GUTHRIE et al., 2004). Un software per l'analisi dei testi (T-LAB) ha permesso di identificare la frequenza dei concetti riportati nei PI e di raggrupparli attraverso una *cluster analysis* utilizzando il metodo gerarchico agglomerativo Ward con distanza euclidea (LANCIA, 2004). Per l'identificazione dei cluster si è ispezionato visivamente il dendrogramma (struttura ad albero che rappresenta i progressivi raggruppamenti) tagliandolo nel punto in cui evidenzia il salto più alto ⁽⁵⁾.

In questo modo si sono potuti raggruppare i concetti in tre cluster principali: Corporate Governance, Valore Economico e Modello di Business. Limitando l'analisi ai soli concetti

⁽³⁾ A tale proposito Schrand e Verrecchia (2005) mostrano come una maggiore frequenza della *disclosure* durante il periodo che precede l'offerta pubblica sia associata a minore *underpricing*.

⁽⁴⁾ Il PI si compone di due sezioni precedute dai paragrafi: "Definizioni e Glossario", "Fattori di rischio dell'impresa" e "Nota di Sintesi". Ai fini della ricerca, si è limitata l'analisi alla sezione prima e in particolare ai primi diciannove capitoli che presentano una struttura narrativa.

⁽⁵⁾ I dendrogrammi ottenuti rispettivamente per Eurotech, Nice e Zignago Vetro sono riportati in Appendice 2.

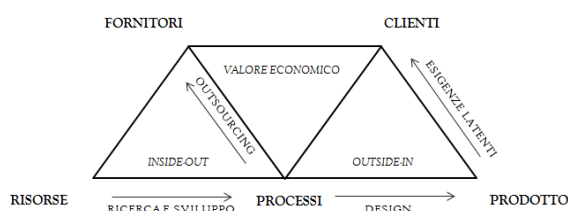
inclusi nell'ultimo *cluster* se ne è osservata la frequenza e la comunanza ai diversi PI (6). La prima è una *proxy* significativa dell'importanza del concetto (BEATTIE e THOMSON, 2007), mentre la seconda lo è della sua non specificità. Si è quindi concentrata l'analisi solo sui concetti "frequenti e comuni" e "frequenti ed esclusivi". T-Lab ha permesso poi di riconoscere anche i concetti agli ultimi maggiormente associati attraverso il calcolo del coefficiente del coseno (7). Per la corretta contestualizzazione del significato di ciascun concetto si sono di volta in volta esplorati i relativi "contesti elementari di occorrenza" (8).

I concetti frequenti sono stati poi ricondotti alle diversi componenti del modello di *business*. Per ognuno si sono elencati tutti i concetti maggiormente associati (9). Si sono quindi riportati i risultati in forma tabellare. La prima tabella rappresenta i concetti "frequenti e comuni" e le rispettive associazioni. Tre diverse tabelle, una per ciascuna impresa, sono state poi impiegate per riportare i concetti "frequenti ed esclusivi" e le relative associazioni.

Tra il 2009 e il 2011 sono state infine condotte un totale di 30 interviste al *top management* delle imprese analizzate per meglio comprenderne i meccanismi di generazione del valore e l'orientamento in tema di scelte di *disclosure* adottate nel PI (10). Tali interviste sono state strutturate sulla base di quesiti volti ad individuare il modello di business di ciascuna impresa, le sue componenti fondamentali nonché l'interazione fra queste (11).

Si è utilizzata la tecnica della domanda aperta al fine di lasciare l'interlocutore libero di esprimersi e di arricchire la risposta con particolari soggettivi permettendo così di cogliere non solo i contenuti sostanziali ma anche le relative interpretazioni. Le interviste si caratterizzano per una durata media di circa due ore e sono accomunate, in generale, dal grado di profondità adottato dai rispondenti nella trattazione dei vari temi. I risultati relativi alla descrizione del modello di business sono stati riassunti ed esplicitati in forma grafica ai fini di una più agevole comprensione.

Figura 1. Modello di Business-Eurotech



(6) L'attributo di "frequente" è stato assegnato a quei concetti che presentano una frequenza superiore a quella media del *cluster* a cui appartengono. L'attributo di "comune" è stato assegnato a quei concetti che risultano presenti in almeno due PI.

(7) Si sono considerati i concetti che hanno riportato un coefficiente di associazione superiore al 20%.

(8) Questi rappresentano frammenti di testo corrispondenti a uno o più periodi del documento in cui è rilevata la presenza di un determinato concetto. La loro analisi permette di evitare, ad esempio, di confondere il sostantivo "prodotto" con il verbo "prodotto". Si veda appendice 3.

(9) I concetti associati sono stati rappresentati in tabella seguendo un ordine decrescente rispetto al valore del coefficiente di associazione. Inoltre, si è provveduto a evidenziare in grassetto solo i concetti considerati molto frequenti, ossia quelli riportanti un valore di frequenza almeno pari a 35. Si sono indicati in maiuscolo, invece, i temi oggetto dell'analisi e già precedentemente identificati come "frequenti e comuni" e "frequenti ed esclusivi".

(10) Le 30 interviste condotte risultano così suddivise: 5 al Presidente e AD di Eurotech, 3 al CFO e 3 all'Investor Relator; 5 al Presidente e AD di Nice e 3 al CFO; 5 al Presidente di Zignago Vetro, 3 all'AD e 3 al CFO e Investor Relator.

(11) Per un esempio di domande effettuate nell'intervista si veda appendice 4.

Figura 2. Modello di Business-Nice

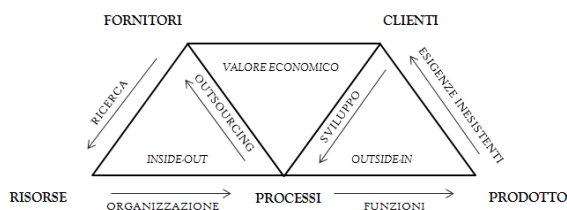
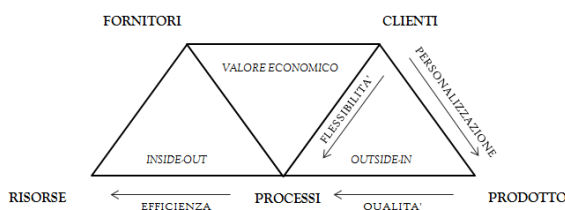


Figura 3. Modello di business-Zignago Vetro



4. Discussione dei risultati

Lo sviluppo della *content-analysis* ha portato *in primis* a individuare l'esistenza di un insieme di concetti "frequenti e comuni" interpretabili come le componenti fondamentali di un modello di *business* la cui trattazione è ritenuta indispensabile da tutte le imprese. Questi sono: *settore, mercato, cliente, prodotto, sviluppo*; e a un livello di frequenza inferiore: *commerciale, industriale, sistema, interno, produttivo, produzione*. La maggiore frequenza, nonché l'elevato grado di associazione tra i concetti *settore* e *mercato*, tra *cliente* e *prodotto* e tra *mercato, prodotto* e *sviluppo* evidenzia la maggiore importanza attribuita da tutte le imprese al riconoscimento delle dinamiche del settore di appartenenza per creare valore al cliente attraverso lo sviluppo di un'adeguata offerta di prodotto. Le componenti cliente e prodotto costituiscono poi i punti di partenza per la trattazione dei principali processi operativi come testimonia l'elevato grado di associazione tra i concetti *cliente* e *commerciale*; *commerciale* e *sviluppo*; *commerciale* e *industriale*; *prodotto, produzione* e *produttivo*.

I concetti sistema e interno sono invece riconducibili al sistema di controllo interno la cui presenza è di fatto imposta a un'impresa quotata. Tra i concetti "frequenti e comuni" rari sono invece quelli riconducibili alle componenti fornitori e risorse a conferma dell'adozione di una prospettiva strategica *outside-in* che porta a trascurare nella spiegazione del modello di *business* il ruolo delle risorse distintive possedute dalle imprese.

Figura 4. Tabella dei concetti “frequenti e comuni”

PROSPETTIVA INSIDE-OUT										PROSPETTIVA OUTSIDE-IN															
Fornitori	freq.E	freq.N	freq.Z	Ass. > 0,20	Risorse	freq.E	freq.N	freq.Z	Ass. > 0,20	Processi	freq.E	freq.N	freq.Z	Ass. > 0,20	Prodotto	freq.E	freq.N	freq.Z	Ass. > 0,20	Clienti	freq.E	freq.N	freq.Z	Ass. > 0,20	
COMMERCIALE	41	125	123	industriale rapporto fornitore	SISTEMA	85	99	62	controllo interno gestione societario controllo sistema procedura	SVILUPPO	98	68	66	ricerca attività prodotto nuovo mercato commerciale settore area	PRODOTTO	137	245	215	innovazione finito cliente sviluppo mercato nuovo tecnologico	SETTORE	80	76	75	esperienza operare mercato sviluppo area prodotto segmenti sviluppo crescita geografico settore operare esigenza prodotto commerciale servizio qualità industriale cliente sviluppo rapporto	
					INTERNO	40	35	91		INDUSTRIALE	48	50	102	commerciale attività sistemi											
										PRODUTTIVO	21	27	66	processo fase produzione prodotto qualità							CLIENTE	65	37	108	
										PRODUZIONE	34	57	149	produttivo prodotto stabilimento							COMMERCIALE	41	125	123	

Figura 5. Tabella dei concetti “frequenti ed esclusivi” – Eurotech

PROSPETTIVA INSIDE-OUT										PROSPETTIVA OUTSIDE-IN									
Fornitori	Associazioni	Coeff.	Risorse	Associazioni	Coeff.	Processi	Associazioni	Coeff.	Prodotto	Associazioni	Coeff.	Clienti	Associazioni	Coeff.					
PROGETTI (32)	università	0,2981							HPC (77)	calcolo	0,3143	TECNOLOGICO (32)	mercato	0,2913					
	collaborazione	0,2471								capacità	0,3026	ISTITUTO (26)	centri	0,4529					
	ricerca	0,2396								elevato	0,2810		università	0,3264					
ISTITUTO (26)	centri	0,4529							COMPUTER (58)	embedded	0,4170		fisico	0,2720					
	università	0,3264								miniaturizzati	0,3032		ricerca	0,2454					
	ricerca	0,2454								calcolo	0,2769		cliente	0,2730					
										elevato	0,2590								
									NANO PC (55)	area	0,2911								
										miniaturizzati	0,2725								
										settore	0,2714								
										hpc	0,2151								
										moduli	0,2147								
									SOLUZIONE (47)	prodotto	0,2492								
										standard	0,2366								
										tecnologico	0,2063								
										sviluppo	0,2015								
									CAPACITA(41)	calcolo	0,3800								
										hpc	0,3026								
										elevato	0,2824								
										esigenza	0,1998								
										capacità	0,3800								
										hpc	0,3143								
										elevato	0,2934								
										miniaturizzati	0,2810								
										soluzione	0,2063								
									TECNOLOGICO (32)	architettura	0,3381								
									MODULI (21)	standard	0,3217								
										integrare	0,2421								
										operativo	0,3059								
										hardware	0,2767								
										sistema	0,2392								
										standard	0,2291								

Le analisi condotte hanno altresì evidenziato l'esistenza di un insieme di concetti “frequenti ed esclusivi” per ciascuna delle imprese. Questi sono interpretabili come le componenti fondamentali di un modello di *business* la cui trattazione è ritenuta cruciale solo da una delle imprese. In Eurotech i concetti “frequenti ed esclusivi” sono per lo più riconducibili alla componente *prodotto*. In ordine di maggiore frequenza e caratterizzati da un elevato grado di associazione troviamo: *hpc*, *computer*, *nanopc*, *soluzione* e *tecnologico*; i quali richiamano, rispettivamente, la tipologia e le due linee di prodotto, nonché l'evoluzione che l'impresa sta

compiendo da produttore di beni a fornitore di soluzioni *ready to use*. I concetti capacità e calcolo qualificano invece prestazioni di prodotto. Infine, *software e moduli* identificano componenti di prodotto. Le uniche eccezioni sono i concetti: *istituto, progetti e ricerca*. Questi ultimi sono infatti riconducibili anche alle componenti, rispettivamente, *fornitori e processi*, e la loro importanza dipende dal fatto che Eurotech si definisce nel PI una “fabbrica delle idee” concentrata su *progetti di ricerca* in partnership con università e centri di ricerca in qualità anche di fornitori oltre che di clienti. Per il Presidente Siagri: “*La partnership la fai con fornitori e clienti...ormai la relazione con il cliente è fondamentale, a meno che il prodotto non sia una commodity. Anzi, se il cliente non vuole una relazione di lungo periodo noi tendiamo tante volte ad escluderlo, non credo neppure sia il cliente giusto per cui lavorare dato il nostro tipo di business*”. A ogni modo, l’assenza tra i concetti “frequenti ed esclusivi” di riferimenti alla componente *risorse* è indice della scarsa attenzione che Eurotech ha riservato alla loro trattazione nel PI confermando l’adozione di una prospettiva strategica *outside-in*. Nonostante la riconosciuta chiave di successo sia un modello d’innovazione *technology-push* fortemente centrato sulla ricerca e sviluppo di nuove conoscenze scientifiche da cui l’importanza delle risorse intangibili sono presenti richiami indiretti al solo capitale relazionale visto l’associazione tra i concetti *progetti e collaborazione*.

In Nice i concetti “frequenti ed esclusivi” sono per lo più riconducibili alla componente prodotto, ma anche a quella processi. In ordine di maggiore frequenza e caratterizzati da un elevato grado di associazione troviamo *linea, stemi e automazione* che richiamano la tipologia e le linee di prodotto; *elettronico* che ne identifica una componente principale e, infine, *design, tecnologico e innovazione* che ne qualificano le prestazioni tangibili e intangibili risultato del processo di *progettazione*. Riconducibili alla componente *processi* troviamo anche i concetti *distribuzione, marketing, approvvigionamento e lavorazione*. Uno degli obiettivi strategici di Nice è il rafforzamento della relazione con i clienti per diffondere e incrementare la notorietà del marchio che è interpretabile sia come attributo di prodotto che come risorsa distintiva. Nice sfrutta il *design* di prodotto quale principale strumento di *comunicazione*. Il concetto di *marketing* è così caratterizzato da un alto grado di associazione con *comunicazione, design e marchio*. Tra i concetti esclusivi a cui è riservata minore importanza ricorrono nuovamente riferimenti alle componenti *processi (sicurezza e qualità), prodotto (articoli, residenziale, famiglia e qualità) e clienti (internazionale ed Europa)*. L’unico concetto riconducibile alla componente fornitori è *terzisti* che richiama il ruolo in Nice delle relazioni di *outsourcing*. Anche questo risultato conferma come l’impresa propenda per l’adozione di una prospettiva strategica *outside-in*. Nonostante la riconosciuta chiave di successo sia un modello d’innovazione *design-driven* fortemente centrato sulla ricerca e sviluppo di nuove conoscenze umanistiche da cui l’importanza anche delle risorse intangibili, non sono presenti richiami al capitale umano e relazionale e, solo nel caso del *marchio*, a quello strutturale.

Figura 6. Tabella dei concetti “frequenti ed esclusivi” - Nice

PROSPETTIVA INSIDE-OUT						PROSPETTIVA OUTSIDE-IN											
Fornitori	Associazioni	Coeff.	Risorse	Associazioni	Coeff.	Processi	Associazioni	Coeff.	Prodotto	Associazioni	Coeff.	Clienti	Associazioni	Coeff.			
TERZISTI (37)	produzione	0,2613	MARCHIO (38)	prodotto	0,2969	DISTRIBUZIONE (37)	organizzazio	0,6687	LINEA (113)	gate	0,5913	INTERNAZIONALE (31)	espansione	0,2880			
	fase	0,2289		unico	0,2947		canale	0,4293		screen	0,4793		eslero	0,2155			
	qualità	0,2215		gamma	0,2529		installatori	0,2877		tende	0,2186		strategia	0,2008			
	semilavorato	0,2055		marketing	0,2352		grossista	0,2847	automazione	0,3372	business		0,2006				
	lavorazione	0,2013					MARKETING (36)	comunicazione	0,4854	gate	0,3159		EUROPA (28)	Francoia	0,3224		
	rapporto	0,2016						design	0,2830	screen	0,2959			geografico	0,2818		
								eslerma	0,2361	prodotto	0,2633			Italia	0,2654		
								marchio	0,2352	linea	0,2458		area	0,2476		dimensione	0,2336
								realizzazione	0,2652	ergonomia	0,4201						
								sviluppo	0,2358	tecnologico	0,3895						
					disposizione	0,2026	innovazione	0,3208									
					tecnologia	0,2008	blu	0,2970									
					controllo	0,2901	AUTOMAZIONE (43)	sistemi	0,3372								
					terzisti	0,2215		cancelli	0,2641								
					processo	0,2213		garage	0,2226								
					componente	0,3339	screen	0,2199									
					produzione	0,3059	ELETTRONICO (42)	tecnica	0,2415								
					fornitore	0,2722	componente	0,2372									
					eslermo	0,3651	prodotto	0,2279									
					semilavorato	0,3062	MARCHIO (38)	prodotto	0,2969								
					componente	0,2708		unico	0,2947								
					costo	0,2341		gamma	0,2529								
					fase	0,2132	marketing	0,2352									
					terzisti	0,2013	TECNOLOGICO (35)	innovazione	0,6389								
								design	0,3895								
								nuovo	0,2070								
							sviluppo	0,1955									
							ergonomia	0,4910									
							attenzione	0,3381									
							design	0,3208									
							famiglia	0,6558									
							motore	0,2303									
							automazione	0,2279									
							edificio	0,5708									
							garage	0,4498									
							industriale	0,2838									
							articoli	0,6558									
							automazione	0,2802									
							radiocomandi	0,2357									

In Zignago Vetro i concetti “frequenti ed esclusivi” sono riconducibili alla componenti *prodotto* e *processi*, ma anche a quelle *clienti* e *risorse*. In ordine di maggiore frequenza e caratterizzati da un elevato grado di associazione troviamo *cosmetica* e *profumeria* che identificano i mercati serviti; *linea*, *servizio* e *bottiglia* che richiamano la tipologia e le linee di prodotto e, infine, qualità e forma che ne qualificano le prestazioni tangibili e intangibili. Riconducibili alla componente processi e caratterizzati da un elevato grado di associazione troviamo i concetti *linea*, *capacità*, *sicurezza* e *processo*. Riconducibili invece alla componente risorse troviamo i concetti *impianti*, *stabilimento*, *forno* e *lavoro*. Solo i primi tre risultano caratterizzati da un elevato grado di associazione in quanto risorse tangibili. L’alto grado di associazione tra *qualità* e *processo* ma anche tra processo e impianti sottolinea ulteriormente l’importanza in Zignago Vetro del ruolo delle risorse tangibili per lo sviluppo della fase produttiva. L’alto grado di associazione infine tra *stabilimento* e *normativa*, tra *lavoro* e *sicurezza* e tra *sicurezza* e *normativa* sottolinea l’attenzione dell’impresa, coerentemente con le vigenti normative, alla sicurezza e alla salubrità del luogo di lavoro così da ridurre i rischi connessi. I richiami al capitale umano, strutturale e, seppur limitatamente ai *contratti di fornitura*, a quello relazionale testimoniano come l’impresa combini la prospettiva strategica *outside-in* con quella *inside-out* nonostante la chiave di successo sia un modello d’innovazione *market-pull*.

Figura 7. Tabella dei concetti “frequenti ed esclusivi” -Zignago Vetro

PROSPETTIVA INSIDE-OUT					PROSPETTIVA OUTSIDE-IN									
Fornitori	Associazioni Coeff.	Risorse	Associazioni Coeff.	Processi	Associazioni Coeff.	Prodotto	Associazioni Coeff.	Clienti	Associazioni Coeff.					
FORNITURA (32)	gas	0,2622	MPIANTI (116)	forno	0,2829	LINEA (55)	forno	0,2239	QUALITA' (89)	prodotto	0,3325	COSMETICA/		
	prestazione	0,2581		investimento	0,2309	CAPACITA' (48)	produttivo	0,2777	cliente	0,2448	PROFUMERIA	flaconi	0,2679	
	contratto	0,2429		flessibilita'	0,2313	SICUREZZA (44)	normativa	0,2876	esigenza	0,2332		mondiale	0,2368	
	convenzione	0,2326	produzione	0,2257		salute	0,2768	servizio	0,2040		mercato	0,2061		
			STABILIMENTO (94)	superficie	0,2945		lavoro	0,2645	LINEA (55)	prodotto	0,2747	vetro	0,1979	
				forno	0,2896		processo	0,2208	FORMA (43)	colori	0,2160	CAPACITA' (48)	colori	0,2457
				specializzato	0,2567		luogo	0,2202		esigenza	0,2135		forma	0,2321
				produzione	0,2397		garantire	0,2114		lotti	0,2068			
				normativa	0,2176	PROCESSO (39)	produttivo	0,2957		flaconi	0,2032			
			LAVORO (43)	luogo	0,3835		sicurezza	0,2892	SERVIZIO (43)	cliente	0,3054			
				sicurezza	0,2989		tecnico	0,2212		qualità	0,2940			
				prevenzione	0,2757		impianti	0,2108		prodotto	0,2664			
			FORNO (58)	salute	0,2682		qualita'	0,2018	BOTTIGLIA (37)	vino	0,4658			
				lavoratore	0,2358		livello	0,1992		liquore	0,3691			
				obblighi	0,1953					colori	0,3245			
		ricambio		0,5319					alimenti	0,3017				
			stabilimento	0,1996										

5. Conclusioni e limitazioni

L'obiettivo del presente lavoro era riconoscere e comparare le scelte di *disclosure* volontaria del modello di *business* adottate da Eurotech, Nice e Zignago Vetro nella redazione del PI. Questo per investigare, attraverso il ricorso al metodo dei casi studio, se e in che modo eventuali differenze a livello di *disclosure* volontaria potessero dipendere dalle sicure differenze a livello di tipologia di innovazione sottostante i modelli di *business*. La possibilità di condurre interviste in profondità con il *top management* ha permesso di comprendere appieno i modelli di *business* delle imprese. Lo sviluppo di una *content analysis* ha permesso d'identificare frequenza e comunanza delle informazioni strategiche riportate nei PI e quindi il livello di *disclosure* delle diverse componenti il modello di *business*.

La ricerca ha evidenziato come tutte le imprese pongano un'attenzione simile alla descrizione delle componenti *clienti*, *prodotto* e *processi* approfondendo in particolare le prime due e accogliendo una prospettiva strategica *outside-in*. La ricerca ha poi evidenziato come le imprese pongano invece un'attenzione diversa alla descrizione della componente *fornitori* e soprattutto *risorse*. Eurotech non approfondisce la trattazione dell'ultima componente nonostante il suo modello di *business* si fondi su un'innovazione *technology-push* e si caratterizzi quindi per l'importanza assunta dalle conoscenze scientifiche. Il riferimento è ad esempio alle conoscenze relative a nuove tecnologie che permetteranno il miglioramento radicale delle prestazioni ovvero all'introduzione di nuove funzioni di prodotto. Questa scelta sembra dipendere dal fatto che le ultime risultano risorse non solo intangibili ma addirittura “invisibili” agli operatori del mercato sia finanziario che competitivo. Anche Nice non approfondisce la trattazione delle risorse nonostante il suo modello di *business* si fondi su un'innovazione *design-driven* e si caratterizzi quindi per l'importanza assunta dalle conoscenze umanistiche. Il riferimento è ad esempio a conoscenze relative a nuovi comportamenti sociali che porteranno alla modifica radicale ovvero alla nascita di nuovi significati di prodotto. Più precisamente, Nice si limita ad approfondire la trattazione delle risorse intangibili “visibili”, anche se non negli schemi numerici imposti dall'informativa societaria obbligatoria (ad esempio il marchio), ovvero degli effetti sempre “visibili” derivanti dallo sfruttamento di tali risorse (ad esempio, il design dei prodotti). Zignago Vetro approfondisce invece la trattazione delle risorse e questo sembra dipendere dal fatto

che il suo modello di business si fonda su un'innovazione *market-pull* e si caratterizza quindi per l'importanza assunta dalle risorse tangibili e quindi "visibili" anche negli schemi numerici imposti dall'informativa societaria obbligatoria (ad esempio gli impianti utilizzati, fra cui i forni per le colate del vetro).

La ricerca porta quindi a concludere che la tipologia di innovazione sottostante il modello di business di un'impresa pare influenzare in maniera significativa le scelte di *disclosure* volontaria dello stesso all'interno del PI. In particolare, il *trade off* tra i costi proprietari che possono sorgere dal comunicare informazioni strategicamente "sensibili" al mercato competitivo e i benefici associati alla loro comunicazione al mercato finanziario, sembra risolversi validando le proposizioni di ricerca inizialmente statuite. In particolare, ciò che differenzia le strategie di *disclosure* del modello di *business* delle imprese analizzate sembra risiedere nella minore trattazione della componente risorse (e delle sue relazioni con le altre componenti) quando questa risulta "invisibile" più che intangibile. Tale conclusione contraddice almeno in parte i risultati emersi da precedenti ricerche empiriche che hanno rilevato, anche con specifico riferimento al contesto italiano, una maggiore, o comunque non inferiore, *disclosure* volontaria delle risorse intangibili, senza distinguerne però il grado di visibilità, nel PI di imprese operanti in settori caratterizzati da modelli di business fondati sull'innovazione *technology-push* (IT, biotecnologie, ecc.) (BUKH et al., 2001). Tale divergenza di risultati può dipendere dai diversi metodi di analisi utilizzati. Le precedenti ricerche empiriche hanno infatti generalmente adottato metodi più quantitativi che hanno permesso l'osservazione di un numero elevato di imprese ma non l'approfondimento dei loro modelli di business, da cui l'incapacità di valutare la distanza tra le informazioni strategicamente "sensibili" da comunicare e quelle effettivamente comunicate. Paradossalmente, proprio l'importanza delle componenti "invisibili" all'interno di un modello di business lo rende difficile da cogliere non solo attraverso i rigidi schemi numerici imposti dall'informativa societaria obbligatoria, ma anche attraverso l'analisi dei prodotti dell'impresa che spesso risultano la componente più visibile del modello stesso. Tutto ciò dovrebbe quindi suggerirne una descrizione approfondita nelle sezioni narrative dell'*annual report* e, in misura ancora maggiore, nel PI per permettere agli investitori di comprendere i meccanismi di creazione del valore. Tale conclusione appare rilevante soprattutto a fronte di una serie di fenomeni (globalizzazione dei mercati, rapidità dello sviluppo tecnologico, ecc.) che porteranno ad accrescere l'importanza delle componenti intangibili "invisibili" all'interno dei modelli di *business* di un numero crescente di imprese.

La ricerca contribuisce alla letteratura di *business and financial reporting* adducendo all'importanza di spostare il focus della *disclosure* volontaria dal tema del capitale intellettuale a quello del modello di *business*. Quest'ultimo permette infatti di comprendere non solo quali siano le risorse intangibili in capo all'impresa ma soprattutto come esse agiscano sulle altre componenti del modello stesso ai fini della creazione di valore. Essa mette inoltre in luce la necessità di affrontare lo studio delle scelte di *disclosure* volontaria del modello di *business* distinguendo a livello di componenti quelle intangibili "visibili" (non necessariamente negli schemi numerici imposti dall'informativa societaria obbligatoria) da quelle intangibili "invisibili" (sia al mercato finanziario che a quello competitivo). Ciò può essere agevolato grazie anche al ruolo attivo di associazioni professionali e organi di regolamentazione nell'implementazione di nuove regole e proposte finalizzate a migliorare la capacità del PI di comunicare efficacemente i meccanismi di creazione del valore di un'impresa. A tal fine una maggiore attenzione ai risultati che stanno emergendo nella letteratura strategica sulle modalità più efficaci per descrivere modelli di *business* sempre più complessi appare quantomeno doverosa.

La ricerca ha un limite principale nella possibilità di generalizzare i risultati emersi a causa del ricorso al metodo dei casi studio analizzando per di più solo imprese italiane. Relativamente però all'ultimo aspetto, Bukh et al. (2002) non hanno rilevato differenze significative nella *disclosure* volontaria delle componenti intangibili all'interno del PI di imprese appartenenti a contesti nazionali diversi. Con riguardo invece al ricorso al metodo dei casi studio, esso rappresenta evidentemente il principale punto di debolezza del lavoro ma nel contempo anche il principale punto di forza. L'obiettivo che ci si pone attraverso future ricerche è comunque estendere l'analisi a un numero significativo di altre imprese quotande, non solo italiane, facendo precedere ai casi studio metodi di analisi più quantitativi coerentemente con la tradizione presente nella letteratura di *business and financial reporting*.

CARLO BAGNOLI
Professore di Strategia Aziendale

GIULIA REDIGOLO
PhD Student in Business Administration

Università Ca' Foscari, Venezia
Dip. di Management

BIBLIOGRAFIA

AICPA Special Committee on Financial Reporting (1994), *Improving Business Reporting - A Customer Focus: Meeting the Information needs of Investors and Creditors*, New York, AICPA.

AMIT R., ZOTT C. (2012), "Creating Value Through Business Model Innovation", *Sloan Management Review*, vol. 53, n.3, pagg. 41-49.

BAGNOLI C. (2005), "The different ways of preparing Management Report of Italian listed companies, and their determinants", *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, vol. 2, n. 1-2, pagg. 84-126.

BAGNOLI C. (2009), "L'evoluzione delle strategie di disclosure volontaria delle imprese quotate italiane in un contesto di accresciuta incertezza ambientale", *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 3, pagg. 104-132.

BAGNOLI C., MANTOVANI, G. (2012), "Voluntary disclosure strategies and the cost of capital of Italian blue chips", *Journal of Business, Economics and Finance*, vol.1, n.4, pagg. 49-94.

BAGNOLI C., VEDOVATO M. (2004), "Le determinanti del gap informativo tra imprese quotate ed analisti finanziaria: i contenuti della relazione sulla gestione", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 3-4, pagg. 206-222.

BEATTIE V. (1999), *Business Reporting: The Inevitable Change*, Edinburgh, The Institute of Chartered Accountants of Scotland, ICAS.

BEATTIE V., THOMSON S. (2007), "Lifting the Lid on the Use of Content Analysis to Investigate Intellectual Capital Disclosures", *Accounting Forum*, vol.31, n. 2, pagg. 129-163.

BOZZOLAN S., FAVOTTO F., RICCERI F. (2003), "Italian annual intellectual capital disclosure: An empirical analysis", *Journal of Intellectual Capital*, vol.4, n. 4, pagg. 543-558.

BROMLEY D.B. (1986), *The Case-Study Method in Psychology and Related Disciplines*, John Wiley and Sons, New York.

BUKH P.N., JOHANSEN M.R., MECA E.G., and MOURITSEN J. (2002), "IPO prospectuses as intellectual capital reports: a comparison of Danish and Spanish reporting practices", Working Paper, The Aarhus School of Business, Denmark.

BUKH P.N.D., LARSEN H.T., GORMSEN P. and MOURITSEN J. (2001), "Disclosure of intellectual capital indicators in Danish IPO prospectus", Working Paper, The Aarhus School of Business, Aarhus.

BUKH, P.N., NIELSEN, C., GORMSEN, P., MOURITSEN, J. (2005), "Disclosure of information on intellectual capital in Danish IPO prospectuses", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.18, n. 6, pagg. 713-732.

CHAVENT M., DING Y., FU L., STOLOWY H., WANG H., (2006), "Disclosure and Determinants Studies: An Extension Using the Divisive Clustering Method (DIV)", *European Accounting Review*, vol. 15, n. 2, pagg. 181-218.

CICA (2001), *Management's discussion and analysis; guidance on preparation and disclosure*, Review Draft-December, Canadian Institute of Chartered Accountants, Toronto.

CORDAZZO, M. (2007), "Intangibles and Italian IPO prospectuses: a disclosure analysis", *Journal of Intellectual Capital*, vol. 8, n. 2, pagg. 288-305.

ECCLES R.G., HERZ R.H., KEEGAN E.M., PHILLIPS D.M. (2001), *The Value Reporting Revolution: Moving beyond the Earnings Game*, John Wiley & Sons, New York.

FASB Steering Committee (2001), *Improving business reporting: insights into enhancing voluntary disclosure*, Business Reporting Research Project, Financial Accounting Standards.

FLYVBJERG B. (2006), "Five Misunderstandings About Case-Study Research", *Qualitative Inquiry*, vol. 12, n.2, pagg. 219-245.

FRANCIS J.R., KHURANA K. I., PEREIRA R. (2005), "Disclosure Incentives and effects on cost of capital around the world", *The Accounting Review*, vol. 80, n. 4, pagg. 1125-1162.

FRANCIS J., SHIPPER K. (1999), "Have financial statements lost their relevance?", *Journal of Accounting Research*, vol. 37, n. 2, pagg. 319-352.

GIOIA D.A., CORLEY K.G., FABBRI T., (2002), "Revising the past (while thinking in the future perfect tense)", *Journal of Organizational Change Management*, vol. 15, n.6, pagg.622-634.

GOVINDARAJAN V., GUPTA A.K. (2001), "Strategic Innovation: a Conceptual Road Map", *Business Horizon*, vol.44, n.4, pagg. 3-12

GUTHRIE J., PETTY R., YONGVANICH K., RICCERI F. (2004), "Using content analysis as a research method to inquire into intellectual capital reporting", *Journal of Intellectual Capital*, vol. 5, n. 2, pagg. 282-293.

HEALY P.M., PALEPU K.G. (2001), "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital market: a review of the empirical disclosure literature", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, n.1-3, pagg. 405-440.

ICAEW, (2010), *Business models in accounting: the theory of the firm and financial reporting*, Institute of Chartered Accountants of England and Wales, London.

LANCIA F. (2004), *Strumenti per l'analisi dei testi. Introduzione all'uso di T-lab*, Franco Angeli, Milano.

LEITNER K.H. (2011), "The effect of intellectual capital on product innovativeness in SMEs", *International Journal of Technology Management*, vol. 53, n.1, pagg. 1-18.

LEV, B., ZAROWIN, P. (1999), "The boundaries of financial reporting and how to extend them", *Journal of Accounting Research*, vol. 37, n. 2, pagg. 353-385.

MARKIDES, C. (1997), "Strategic Innovation", *Sloan Management Review*, vol. 39, n.3, pagg. 31-42.

- NIELSEN C., BUKH P.N. (2011), "What constitutes a business model: the perception of financial analysts", *International Journal of Learning and Intellectual Capital*, vol. 8, n. 3, pagg. 256-271.
- NOVAK A. (2011), "Business Model Literature Overview", Atti del convegno "Accounting Renaissance Conference", 3-5 Novembre, Venezia.
- SANTOS F.M., EISENHARDT K. (2009), "Constructing Markets and Shaping Boundaries: Entrepreneurial Power in Nascent Fields", *Academy of Management Journal*, vol. 52, n. 4, pagg. 643-671.
- SCHRAND, C., VERRECCHIA, R.E. (2005), "Information Disclosure and Adverse Selection Explanations for IPO Underpricing", Working Paper, The Wharton School, University of Pennsylvania.
- STOECKER R. (1991), "Evaluating and rethinking the case study", *The Sociological Review*, vol. 39, n.1, pagg. 88-112.
- SUBRAMANIAM M., YOUNDT M.A. (2005), "The influence of intellectual capital on the types of innovative capabilities", *Academy of Management Journal*, vol.48, n. 3, pagg.450-463.
- TEECE D.J. (2010), "Business Models, Business Strategy and Innovation", *Long Range Planning*, vol.43, n. 2-3, pagg.172-194.
- TEECE D.J. (2000), *Managing Intellectual Capital*, Oxford University Press, Oxford.
- TRUEMAN B. (1997), "Managerial disclosure and shareholder litigation", *Review of Accounting Studies*, vol.2, n.2, pagg.181-199.
- UPTON W.S. (2001), *Business and financial reporting: challenges from the new economy*, Special report, FASB.
- VERGANTI R. (2008), "Design, Meanings and Radical Innovation: a Metamodel and a Research Agenda", *The Journal of Production, Innovation and Management*, vol. 25, pagg. 436-456.
- VERRECCHIA R.E. (2001), "Essays on Disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, vol.32, n.1-3, pagg. 97-180.
- YIN R.K. (1984), *Case Study Research: Design and Methods*, Beverly Hills: Sage.
- YIN R.K. (2009), *Case study research: Design and methods*, Sage publications, INC.
- ZAMBON S. (2003), *Study on the Measurement of Intangible Assets and Associated Reporting Practices*, European Communities Enterprise Directorate General, Buxelles.

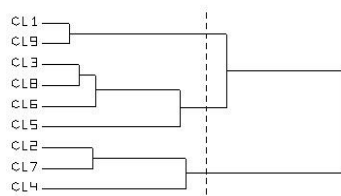
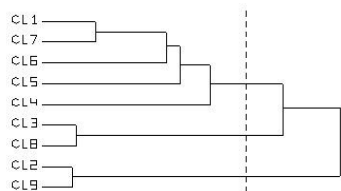
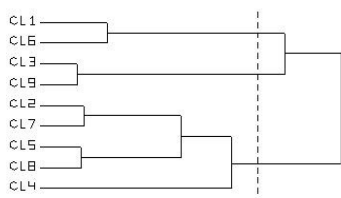
Appendice 1

Modello di business: il riconoscimento delle componenti fondamentali in letteratura

Autore	Titolo	Anno	Prodotto	Processi	Risorse	Fornitori	Clienti
Al-Debei, Avinson	Developing a unified framework of the business model concept	2010	✓	✓	✓	✓	✓
Chesbrough, Rosenbloom	The role of the business model in capturing value from innovation: evidence from Xerox Corporation's technology spin-off companies	2002	✓			✓	✓
Eyring et al.	New Business Models In Emerging Markets.	2011	✓	✓	✓	✓	✓
Goethals	Mindfully innovating your Business Model.	2011	✓	✓	✓	✓	✓
Johnson, Christensen, Kagermann	Reinventing Your Business Model	2008	✓	✓	✓	✓	✓
Jouison, Estèle, Verstraete	Business Model and firm foundation	2008	✓	✓	✓	✓	✓
Lehmann Ortega, Schoettl	From buzzword to managerial tool: The role of business models in strategic innovation	2005	✓	✓	✓	✓	✓
Linder, Cantrell	So what is a business model anyway	2000	✓	✓	✓	✓	✓
Mason, Spring	The sites and practices of business models	2011	✓	✓	✓	✓	✓
Moingeon, Bertrand, Lehmann-Ortega	Creation and Implementation of a New Business Model: a Disarming Case Study.	2010	✓	✓	✓	✓	✓
Morris, Shindehutte, Allen	The entrepreneur's business model: toward a unified perspective	2005	✓	✓	✓	✓	✓
Osterwalder, Pigneur, Tucci	Clarifying business models: Origins, present, and future of the concept	2005	✓	✓	✓	✓	✓
Richardson	The business model: an integrative framework for strategy execution	2008	✓	✓	✓	✓	✓
Sahffer, Smith, Linder	The power of business models	2005	✓	✓	✓	✓	✓
Torbay, Osterwalder, Pigneur	E-Business Model Design, Classification, and Measurements.	2002	✓	✓	✓	✓	✓
Voelpel et al.	The wheel of business model reinvention: how to reshape your business model to leapfrog competitors	2004	✓	✓	✓	✓	✓

Appendice 2

I dendrogrammi: Eurotech, Nice e Zignago Vetro



Appendice 3

Esempio di “contesti elementari di occorrenza”

“...innovazione tecnologica la crescita del gruppo dipenderà anche dalla capacità di continuare a fornire **prodotti** tecnologicamente avanzati per far fronte alle esigenze degli utenti finali...”

“...tempestivamente sul mercato **prodotti** all'avanguardia in modo tale da soddisfare le nuove esigenze della clientela (cfr. sezione prima, cap. 12, par. 12. 2 del prospetto informativo...”

“In data 4 maggio 1998, Eurotech, al fine di ampliare la gamma di **prodotti** offerti e proseguire nell'attività di ricerca e sviluppo di soluzioni tecnologiche innovative, ha costituito con alcuni ricercatori dell'IRST (Istituto per la ricerca scientifica e Tecnologica di Trento), Neuricam S. p. A...”

“**Prodotti** e mercati: Si presenta di seguito una tavola sintetica della gamma prodotti e degli attuali mercati di sbocco del Gruppo in tale area di affari: Prodotti La gamma di prodotti dell'area d'affari NanoPC è rappresentata da moduli, sistemi e Network appliances...”

“La capacità di calcolo di un HPC rappresenta il primo elemento qualificante del **prodotto**; quanto più è elevata, tanto più un computer può essere ascritto a tale categoria. Al riguardo viene pubblicata un'apposita classifica internazionale, denominata TOP 5002, nel quale sono citati i 500 più potenti supercomputer installati al mondo, tra cui quello prodotto da Eurotech...”

“Un ulteriore ed importante elemento qualificante del **prodotto** HPC è definito dalla velocità dei canali di comunicazione tra i processori. Su questo aspetto la Società ha sviluppato e brevettato in collaborazione con INFN (Istituto Nazionale di Fisica Nucleare) una tecnologia proprietaria...”

Appendice 4

Esempio di domande effettuate nell'intervista

PRODOTTO: Descrizione del prodotto

- Che tipo di prodotto offrite ai vostri clienti? (commodity, bene, servizio, esperienza...?)
- Quali sono le caratteristiche principali della vostra proposta di valore? (Prezzo, novità, affidabilità, disponibilità, tecnologia, sicurezza, immagine, design/ stile...)
- Che genere di prodotti, servizi o soluzioni di supporto offrite?
 - Che tipo di bisogni soddisfa la vostra offerta?
- In che cosa il vostro prodotto/ servizio è utile al cliente? Che genere di problemi lo aiuta a risolvere?

...