



Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
Ordinamento ex D.M. 270/2004
in Sviluppo Economico e dell'Impresa

Tesi di Laurea

**La Relazione sulla Gestione
in un'ottica internazionale:
Teoria ed evidenze empiriche**

Relatore

Ch.ma Prof.ssa Maria Silvia Avi

Laureando

Pablo Martin Pulka
843622

Anno Accademico

2016 / 2017

*“If everything seems under control, you’re just not going fast enough” (Mario Andretti),
Formula One Driver*

Ai miei Genitori,

Indice

Abstract	5
Introduzione	6
1. La Relazione degli Amministratori nella comunicazione economico-finanziaria d'impresa	8
1.1 La comunicazione economico-finanziaria vincolata	13
1.2 La comunicazione economico-finanziaria volontaria	20
1.2.1 Le determinanti della <i>voluntary disclosure</i>	23
1.2.2 Gli effetti della <i>voluntary disclosure</i>	29
1.3 La Relazione degli Amministratori nei paesi anglosassoni	33
1.3.1 Stati Uniti	33
1.3.2 Regno Unito.....	38
1.4 Il <i>Management Commentary</i>	41
2. La Relazione sulla Gestione: Normativa nazionale e prassi in un confronto internazionale	49
2.1 Un quadro fedele discrezionale sulla situazione aziendale, l'andamento e il risultato della gestione.....	60
2.1.1 L'evoluzione prevedibile della gestione	77
2.1.2 L'informativa sui rischi e incertezze	86
2.1.3 Gli indicatori di risultato.....	102
2.1.3.1 Finanziari.....	106
2.1.3.2 Non finanziari.....	121
2.1.4 L'informativa su ambiente e personale.....	130
2.2 Ulteriori informazioni che devono comunque risultare nella Relazione sulla Gestione.....	141

3. Evidenze empiriche <i>IAS compliant</i> sulla relazione della gestione delle imprese quotate italiane	148
3.1 Conformità della relazione sulla gestione alle tematiche di disclosure richieste dagli IAS/IFRS.....	149
4. “La dichiarazione di carattere non finanziario” (DIR 2014/95/UE): La descrizione del modello aziendale d’impresa con particolare riferimento agli “intangibles”	161
4.1 Il ruolo del modello di business e del capitale intellettuale nella <i>value creation story</i> d’impresa	166
4.2 La descrizione del modello aziendale d’impresa nella DIR 2014/95/UE (D. lgs. 254/2016)	173
Conclusioni.....	187
Bibliografia.....	190

Abstract

L'obiettivo di questo elaborato è quello di analizzare l'evoluzione della Relazione sulla Gestione nella prassi contabile nazionale ed internazionale (IAS-IFRS). In primo luogo si vuole dimostrare come la qualità della *disclosure* diffusa dalle imprese abbia ripercussioni positive sul consolidamento delle relazioni con gli *stakeholder*. In secondo luogo, si mettono in evidenza le conseguenze della *knowledge economy*, ovvero lo sviluppo della consapevolezza all'interno del contesto socio-economico riguardo alla mutazione genetica del concetto di "impresa"; non più legato soltanto agli elementi tangibili ma, ora, anche a quelli intangibili. La relazione degli amministratori va oltre le mere informazioni obbligatorie richieste dalla legge e trasforma il bilancio in uno strumento di comunicazione, con lo scopo di convincere i portatori di interesse ad apportare le risorse necessarie per lo sviluppo dell'impresa. La normativa nazionale italiana in tema di Relazione sulla Gestione si ispira alle direttive europee emanate in materia ed è in linea con le *guidelines* dello IASB, che a loro volta sono influenzate dagli organismi professionali anglo-americani (AICPA, FASB, ASB). Tuttavia, dimostreremo empiricamente che le imprese quotate italiane fanno ancora fatica ad allinearsi al *framework* proposto dallo IASB nel 2010 all'interno del *Management Commentary*; in particolare per quanto riguarda la divulgazione dei modelli di business e degli *intangibles*, sempre più importanti nella rappresentazione della *value creation story* d'impresa nel lungo periodo. In quest'ottica, il legislatore europeo ha cercato di incentivare il passaggio dal *financial* al *value reporting*, estendendo l'informativa obbligatoria attraverso la direttiva 2014/95, recepita all'inizio di quest'anno dall'ordinamento nazionale italiano.

The purpose of this paper is to analyze the evolution of the Management Discussion and Analysis in national and international accounting practice (IAS-IFRS). First of all, we want to demonstrate the positive effects of a qualitative business disclosure on the consolidation of relationships with stakeholders. Secondly, we put in evidence the consequences of the knowledge economy, namely the development of awareness within the socio-economic context of genetic mutation of the concept of "enterprise"; no longer tied only to tangible elements but, now, even to intangible ones. The MD&A goes beyond the mere mandatory information required by the law and transforms financial statements into a communication tool, with the aim of obtaining the resources necessary for the company development. The Italian national law on the MD&A (Relazione sulla Gestione) is inspired by the European directives and with IASB's guidelines, which in turn are influenced by the Anglo-American accounting professions (AICPA, FASB, ASB). However, we will empirically demonstrate that Italian listed companies are still struggling to align themselves with the framework proposed by the IASB in 2010 within the Management Commentary; Particularly as regards the disclosure of business models and intangibles, increasingly important in the corporate representation of the long-term value creation story. In this regard, the European legislator has sought to encourage the transition from financial to value reporting, extending compulsory disclosure through Directive 2014/95, which was transposed at the beginning of this year by the Italian national law.

Keywords: Disclosure, Relazione sulla Gestione, Intangibles, Long-Term Value Creation Story;

Introduzione

Il valore informativo dei tradizionali sistemi di *reporting* sono in lento declino, in quanto non emergono i reali *drivers* della creazione di valore, attuale e futuro. È sempre più richiesto dal mercato il passaggio dal financial al value reporting, dal quale dovrebbe emergere la strategia del valore perseguita. Questo perché il continuo divenire della new economy rende i modelli di business delle imprese sempre più articolati. Ci riferiamo al fatto che il contesto moderno d'impresa (con particolare riguardo alle società di servizi) non è più legato soltanto agli elementi tangibili ma, ora, anche a quelli intangibili (credibilità, reputazione, relazioni, saper fare, capitale intellettuale, fedeltà del consumatore, responsabilità sociale e ambientale). Si pensi per esempio all'erogazione di specifici servizi da parte di società di revisione (*Big Four*): lo scopo delle suddette imprese è quello di instaurare un rapporto durevole con i propri clienti, influenzato generalmente dal capitale relazionale (immagine, reputazione aziendale, fiducia). In questo senso, è il capitale intellettuale a determinare il surplus conteso dalle imprese della conoscenza. Si stima che le risorse immateriali rappresentino circa il 70% del valore di mercato di un'impresa; i *value drivers* sono le idee, non le cose.

Se da un lato, assistiamo ad una specie di contaminazione tra informativa non finanziaria e finanziaria, dall'altro entrambe presentano delle rilevanti difformità in termini temporali e strutturali. Mentre la dimensione *non-financial* è caratterizzata da un orizzonte temporale a lungo termine, quella finanziaria è focalizzata indubbiamente sul breve periodo. L'apparente inconciliabilità tra i due documenti fa emergere il bisogno di una trattazione ad hoc, in particolare, della questione socio-ambientale. Ed è in questa direzione che si muove la Direttiva di Modernizzazione europea 2003/51; integrando da un lato l'informativa economico-finanziaria con quella di sostenibilità, e dall'altro riservando uno spazio riservato a quest'ultima all'interno della relazione sulla gestione.

Non dimentichiamoci, però, che l'informativa non finanziaria rimane un'integrazione volontaria, in quanto diventa obbligatoria soltanto nel caso in cui si creino delle ripercussioni "rilevanti" e "significative" sulla struttura economico-finanziaria dell'impresa. Ecco che emerge la visione prettamente *financial* della normativa. Ed è in quest'ottica che il legislatore comunitario, tramite la direttiva 2014/95, ha esteso gli obblighi informativi obbligatori non solo sui temi socio - ambientali, bensì anche alla comunicazione del modello di business aziendale con particolare riguardo agli

intangibles (non solo informazioni socio-ambientali ma anche attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani e alla lotta contro la corruzione attiva e passiva). Questa scelta è influenzata, probabilmente, dalla crescente sensibilità in Europa verso i temi della responsabilità sociale d'impresa utilizzata come strumento strategico utile alla comprensione dell'agire immateriale delle aziende.

La struttura del presente elaborato segue uno schema logico ben definito e segue il percorso di sviluppo della comunicazione economico-finanziaria in un'ottica internazionale, con particolare riguardo al contesto italiano. La tesi è suddivisa in quattro capitoli:

- Nel capitolo 1 si procede con la contestualizzazione della *financial disclosure*, mostrando in particolare il legame, spesso opportunistico, tra la divulgazione obbligatoria e quella volontaria; si introduce, inoltre, l'influenza del mondo anglosassone sulla normativa europea in oggetto;
- Nel capitolo 2 si analizza la normativa nazionale italiana in tema di relazione sulla gestione da un punto di vista sia teorico che pratico, anche in confronto con le linee guida emanate dallo IASB nel *Management Commentary*;
- Nel capitolo 3 si forniscono delle evidenze empiriche *IAS-Compliant* in merito alla relazione sulla gestione di un campione di società quotate italiane; ci si concentra in particolare modo sulla divulgazione degli aspetti non finanziari e sulle informazioni di carattere prospettico;
- Il capitolo 4 rappresenta la fine del percorso intrapreso in questa tesi e sancisce il superamento del conflitto tra informativa obbligatoria (finanziaria di carattere prevalentemente storico) e informativa volontaria (non finanziaria di natura per lo più prospettica). Si presenta "la dichiarazione di carattere non finanziario" prevista dal D. Lgs. 254/2016, in recepimento della Direttiva 2014/95/UE. L'obiettivo non è quello di analizzare nel dettaglio il contenuto della normativa, bensì quello di fornire un quadro di riferimento all'interno del quale rappresentare le informazioni richieste dal legislatore secondo il concetto di *decision-useful integrated reporting*.

1. La Relazione degli Amministratori nella comunicazione economico-finanziaria d'impresa

- 1.1 La comunicazione economico-finanziaria vincolata;
- 1.2 La comunicazione economico-finanziaria volontaria;
 - 1.2.1 Le determinanti della *voluntary disclosure*;
 - 1.2.2 Gli effetti della *voluntary disclosure*;
- 1.3 La Relazione degli Amministratori nei paesi anglosassoni;
 - 1.3.1 Stati Uniti;
 - 1.3.2 Regno Unito;
- 1.4 Il *Management Commentary*;

Per comprendere il significato di fondo della Relazione degli Amministratori¹ occorre prima far riferimento al tema della *disclosure*, ovvero la comunicazione d'impresa verso l'esterno. Richiamando i più noti studi nazionali possiamo suddividere la comunicazione d'impresa in cinque tipologie in base alle diverse esigenze informative degli utenti finali:

1. *La comunicazione commerciale*, il cui scopo è quello di gestire le relazioni con il mercato finale. Si pensi per esempio alla pubblicità e alla promozione delle vendite;
2. *La comunicazione gestionale*, riguardante le scelte di pianificazione strategica e volta a migliorare i rapporti tra i soggetti coinvolti all'interno dell'impresa. Una maggiore integrazione sociale favorisce lo sviluppo di competenze trasversali utili per il processo di differenziazione e innovazione;²
3. *La comunicazione istituzionale*, relativa alla legittimazione e alla diffusione del consenso dell'impresa nel contesto socio-economico e politico in cui compete;

¹ Nel contesto internazionale il documento assume varie denominazioni: La normativa italiana odierna fa riferimento alla "Relazione Sulla Gestione"; nel Regno Unito è definito come *Operating and Financial Review* (OFR) mentre in Canada e negli USA è noto come *Management Discussion and Analysis* (MD&A).

² In quest'ottica è interessante ricordare "La regola dei 150" analizzata dal giornalista americano Malcolm Gladwell nel suo libro *"The Tipping Point"*. Egli sostiene che il numero 150 rappresenta il numero massimo di persone con cui siamo in grado di mantenere un rapporto sociale. Questo significa che, nel mondo degli affari, un'organizzazione deve suddividere se stessa ogni volta che arriva a 150 dipendenti per sostenere un processo di miglioramento e di innovazione sostenibile nel lungo periodo: è fondamentale per i lavoratori di un'azienda sapere chi fa cosa e chi sono i clienti interni e i fornitori. Di conseguenza, la comunicazione interna d'impresa assume un ruolo cruciale nell'ottenimento di una vision comune in termini di identità poiché favorisce l'allineamento sugli orientamenti strategici.

come ad esempio la creazione di un'immagine forte e credibile in merito ai propri comportamenti;

4. *La comunicazione socio-ambientale*, inerente alle politiche di sostenibilità e di responsabilità sociale d'impresa (CSR)³, tra cui il rispetto dell'ambiente e i rapporti con il personale;
5. *La comunicazione economico-finanziaria*, vale a dire il "complesso delle comunicazioni effettuate attraverso qualsiasi canale di diffusione dalla direzione aziendale alle varie categorie e gruppi di portatori di interesse in essa convergenti (stakeholder), i cui contenuti riguardano principalmente l'evoluzione dell'assetto reddituale, finanziario e patrimoniale dell'impresa"⁴

Sebbene sia importante suddividere la comunicazione d'impresa in varie categorie nel rispetto della specializzazione delle esigenze informative dei diversi interlocutori, emerge sempre più spesso il bisogno di una comunicazione integrata. Non di rado accade, infatti, che il consumatore finale (comunicaz. commerciale) sia anche un dipendente (comunicaz. gestionale), un cittadino (comunicaz. istituzionale), e un azionista (comunicaz. economico-finanziaria). In questi casi la sovrapposizione dei contenuti e dei fabbisogni informativi, nonché la loro frammentazione, può creare un'estrema confusione. L'obiettivo dell'integrazione è quello di trovare un equilibrio dinamico che rispetti le specificità di certi messaggi; dinamico poiché le esigenze informative di ciascuna azienda sono *firm-specific* e continuamente in divenire. È lo stesso legislatore a sottolineare questo aspetto nel secondo comma dell'art. 2428 c.c. affermando che "l'analisi di cui al primo comma è coerente con l'entità e la complessità degli affari delle società".

Un ulteriore aspetto da tenere in considerazione è che uno degli obiettivi principali della *disclosure* è quello di comunicare il valore d'impresa ai portatori d'interesse con lo scopo di creare la *brand awareness*⁵. Si forma così un'immagine solida che mette l'impresa nelle

³ La comunicazione socio-ambientale è disciplinata nel secondo comma dell'articolo 2428 del codice civile con l'espressione "informazioni attinenti all'ambiente e al personale". Questo tema sta attirando sempre di più l'interesse degli organismi professionali internazionali: è importante ricordare la direttiva 2014/95/UE, recepita tramite il D. lgs. 254/2016 nell'ordinamento nazionale, nella quale l'Unione Europea estende gli obblighi di *reporting* sulle tematiche socio-ambientali. Ci soffermeremo in modo più dettagliato nell'ultimo capitolo di questo elaborato.

⁴ Corvi E., Fiocca R., *Comunicazione e valore nelle relazioni d'impresa*, 1996, cit. p. 133;

⁵ Con il termine *Brand Awareness* si definisce la capacità di un *brand* di essere riconosciuto dai consumatori potenziali e di essere associato a un determinato prodotto.

condizioni di attirare le risorse esterne di cui necessita per lo svolgimento delle proprie attività. Ciascuna delle cinque categorie di comunicazione d'impresa che abbiamo analizzato ha un obiettivo comune; ovvero quello di far conoscere il proprio saper fare, in termini di valore d'impresa: la comunicazione commerciale incrementa il mark-up applicabile ai prodotti, quella gestionale influisce sull'efficienza e sulla produttività delle risorse umane, quella istituzionale e socio-ambientale impatta positivamente sulla credibilità riguardo ai valori aziendali, quella economico-finanziaria rafforza la solidità reddituale, patrimoniale e finanziaria.⁶

Guidara F. (2011) afferma: "Gli ultimi trent'anni hanno del resto cambiato la pelle delle imprese, facendo di esse soggetti necessariamente più aperti, il grado di interazione con il mercato si è fatto più intenso e l'impresa non è più solo un nome o un marchio o un prodotto, ma è ciò che fa sul mercato, come si muove ogni giorno, la sua strategia, il suo percorso e il racconto di questo".⁷

L'ambiente esterno con cui l'impresa interagisce è composto da tutti quegli interlocutori interessati al soddisfacimento dei propri specifici interessi che dipendono in qualche modo dal comportamento aziendale.⁸ Come tali, hanno un grande potere d'influenza. Freeman R. E. (1984) li definisce come "*any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the organization's objectives*".⁹

Essi sono:

- I concorrenti, con cui non solo ci può essere un rapporto di tipo competitivo ma anche di natura cooperativa, come ad esempio lo dimostrano le alleanze strategiche e le partnership;
- I fornitori, interessati alla stabilità dell'azienda in modo da continuare il rapporto di scambio anche in futuro;
- I clienti, i quali si auspicheranno di continuare a ottenere i beni o i servizi a prezzi convenienti e in linea con le proprie esigenze;
- I conferenti di capitale di rischio, i quali hanno l'obiettivo di massimizzare il capitale investito principalmente nel breve termine ed è per questo che spesso entrano in conflitto con le politiche di *value creation* attuate dal management nel

⁶ Corvi E. , Fiocca R. (1996), pp. 88-92, pp. 169-181;

⁷ Guidara F. , *La comunicazione finanziaria: come dialogare e convincere il mercato*, Egea, Milano, 2011, cit. p. 1;

⁸ Quagli A. , *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, Franco Angeli, Milano, 2005, pp. 1-2;

⁹ Freeman R. E. , *Strategic Management. A stakeholder approach*, Pitman, Marshfield, 1984, cit. p. 46;

lungo periodo;

- I conferenti di capitale di debito, i quali tengono particolarmente all'equilibrio finanziario dell'azienda in questione;
- Il mondo politico, le associazioni sindacali e l'opinione pubblica che condizionano fortemente l'immagine e la reputazione aziendale.

Si tratta di un aggregato molto eterogeneo in particolare per quanto riguarda l'utilizzo dell'informativa. Proprio per questo è opportuno fare due considerazioni:

La prima riguarda il grado di cultura economica d'impresa dei destinatari; è una questione molto attuale soprattutto in tema di emissione di strumenti finanziari. Sarebbe giusto colmare questo divario culturale tra venditore e compratore attraverso la divulgazione di informazioni chiare e accessibili a tutti.

La seconda considerazione è riferita alla differenza in termini di mezzi finanziari posseduti dagli interlocutori. Gli elevati rendimenti attesi di un investitore istituzionale giustificano il sostenimento da parte dell'impresa degli ingenti costi diretti d'informazione¹⁰, mentre nel caso di un piccolo risparmiatore no.¹¹

Dopo aver fatto una classificazione generale sui tipi di comunicazione d'impresa e sui portatori d'interesse, ci focalizzeremo nell'analisi della quinta tipologia, ovvero quella della *financial disclosure*. Il suo obiettivo primario è quello di ridurre le asimmetrie informative e di conseguenza il gap tra il valore di mercato della società ed il suo reale valore. Inoltre, una comunicazione finanziaria efficiente facilita il processo di ulteriore creazione di valore per l'azienda stessa. Attraverso la divulgazione di informazioni l'impresa sollecita la collaborazione e l'adesione degli stakeholder intorno agli obiettivi strategici perseguiti, incrementando così la capacità di acquisire risorse dall'ambiente in cui opera.¹² Quagli A. (2005) introduce il concetto di funzione "di indirizzo" della comunicazione economico-finanziaria; "si intende in questa sede una comunicazione discendente da apposite politiche deliberate dal management, affidata spesso a professionisti del settore, volta a presentare un progetto gestionale, attorno al quale ricercare consensi da parte degli stakeholder".¹³

¹⁰ I costi d'informazione diretti sono relativi alla rilevazione, elaborazione e trasmissione dei dati; i costi indiretti verranno trattati brevemente nel paragrafo 1.2.2;

¹¹ Corvi E. , Fiocca R. (1996), pp. 10-11, 135-136;

¹² Pisano S. , La relazione sulla gestione nella comunicazione economico-finanziaria. Teoria, prassi ed evidenze empiriche, Aracne, Roma, 2010, pp. 44-47;

¹³ Quagli A. (2005), cit. p. 4;

Richiamando la definizione proposta da Gibbins M. : “*We define financial disclosure as any deliberate release of financial information, whether numerical or qualitative, required or voluntary, or via formal or informal channels*”.¹⁴ Da questa definizione è importante estrapolare due concetti fondamentali: ¹⁵

Il primo riguarda le informazioni quantitative e qualitative. Sempre più spesso, in letteratura, c'è la convinzione che le informazioni riguardanti l'aspetto reddituale (quantitative) debbano essere affiancate da quelle qualitative non strettamente contabili (le cosiddette *non-financial*);¹⁶ è noto, per esempio, come le risorse immateriali stiano assumendo un ruolo sempre più importante nel spiegare la sostenibilità delle performance aziendali nel lungo termine in un'ottica previsionale. Tuttavia, nella prassi c'è una tendenza conservatrice nella comunicazione di informazioni di tipo non-finanziario. In una ricerca dell' *Accounting Standards Board* (ASB) si dimostra che poco più della metà del campione esaminato fornisce indicatori di risultato non finanziario.¹⁷

Il secondo si riferisce al fatto che la disclosure può essere sia volontaria sia obbligatoria. Sorge un problema di trade-off tra costi e benefici soprattutto in sede di *voluntary disclosure*. Da un lato, i manager vorrebbero proteggere le informazioni riservate al fine di sfruttarne i vantaggi competitivi; dall'altro, essi potrebbero divulgarle per aumentare il valore d'impresa. Si crea quindi questo conflitto tra la trasparenza, nella descrizione degli avvenimenti a tutela della fedele rappresentazione della situazione aziendale, e la riservatezza su notizie potenzialmente dannose per la società.

Gibbins M. parla di Ritualismo e Opportunismo: la dimensione rituale della posizione divulgativa dell'impresa è descritta come l'adesione incondizionata alle norme prescritte per la misurazione e la comunicazione delle informazioni finanziarie. Riguardano procedure, anche informali, che derivano dai modelli comportamentali dei manager

¹⁴ Gibbins M. , Richardson A. , Waterhouse J. , “The Management of Corporate Financial Disclosure: Opportunism, Ritualism, Policies, and Processes”, *Journal of Accounting Research* 28 (1990), no. 1, Wiley, cit. p. 122;

¹⁵ È opportuno precisare che esistono due tipologie di imprese: quelle ad azionariato diffuso (*public companies*) e quelle a conduzione familiare (*family ownership firms*). In questo elaborato si farà sempre riferimento alle prime. Siamo consapevoli che questa scelta riduce senz'altro la portata generale informativa di questa tesi, in quanto il capitalismo familiare prevale nell'economia italiana visto che il 95% delle imprese possiede meno di 10 dipendenti. Inoltre ci focalizzeremo esclusivamente sulle imprese industriali, mercantili e di servizi, tralasciando la disciplina riguardante gli enti finanziari.

¹⁶ Si ricorda che uno degli aspetti che contraddistinguono la direttiva europea 2014/95 è la dichiarazione di carattere non finanziario. Inoltre, il legislatore nazionale nell'art. 2428 c.c. fa riferimento agli “indicatori di risultato non finanziari”. Questi aspetti verranno approfonditi nel secondo capitolo.

¹⁷ ASB, *Rising to the challenge. A review of narrative reporting by UK listed companies*, Accounting Standards Board, 2009;

interni all'azienda; non da normative obbligatorie di disclosure come per esempio quelle dettate dallo IASB. In questo senso, il management ha un ruolo passivo e ripetitivo. A differenza del ritualismo, la dimensione opportunistica consiste nella ricerca costante di specifici vantaggi strumentalizzando la comunicazione esterna. Le informazioni economico-finanziarie ed in particolare quelle integrative, per meglio dire volontarie, sono utilizzate con lo scopo di trarre determinati benefici.¹⁸

Andremo ora ad analizzare separatamente la comunicazione economico-finanziaria vincolata e quella volontaria.

1.1 La comunicazione economico-finanziaria vincolata

Obbligatoriamente le società devono divulgare un minimo comune informativo¹⁹ che permetta in particolare agli investitori di avere un quadro generale fedele e veritiero sulla situazione aziendale (*mandatory disclosure*).²⁰ Sono obbligatorie tutte quelle informazioni che le imprese divulgano nel rispetto di specifiche disposizioni normative.²¹ In aggiunta, gli amministratori possono diffondere volontariamente ulteriori informazioni oltre a quelle obbligatorie (*voluntary disclosure*). A tal proposito, il *Financial Accounting Standards Board* (FASB) sostiene: "*The term voluntary disclosure, describes disclosures, primarily outside the financial statements, that are not explicitly required by GAAP or an SEC*".²²

La presenza di maggiori informazioni contribuisce a ridurre le asimmetrie informative tra mercati e imprese; di conseguenza il costo del capitale per l'azienda diminuisce poiché le stime più precise degli analisti incrementano la domanda da parte dei grandi

¹⁸ Gibbins M. , Richardson A. , Waterhouse J. (1990), p. 130;

¹⁹ Avi M. S. (1990) sostiene: "nonostante l'eterogeneità dei destinatari, è impensabile redigere tanti bilanci quanti sono i soggetti ai quali è destinato tale documento. Il bilancio deve essere unico e considerato come il risultato di un compromesso fra una serie di interessi contrastanti. Da ciò consegue che le notizie ritraibili dal bilancio esterno non potranno mai esaurire totalmente le aspettative di ogni categoria di soggetti. L'obiettivo del documento reso pubblico si identifica perciò nel fornire un *minimo comune di informazioni* sulla gestione aziendale alle varie classi di interessi convergenti nell'impresa", Avi M. S. , *Il bilancio come strumento di informazione verso l'esterno*, Cedam, Padova, 1990, cit. p. 13-14;

²⁰ Quagli A. (2005), p.43;

²¹ Secondo l'articolo 154-ter del Testo Unico della Finanza gli obblighi contabili sono costituiti dallo stato patrimoniale, il conto economico e la nota integrativa.

²² FASB, *Improving business reporting: insights into enhancing voluntary disclosures*, Financial Accounting Standards Board, 2001, cit. p. 5;

investitori internazionali rendendo così il titolo più liquido²³. Inoltre, la minore percezione del rischio d'impresa si traduce in minori rendimenti per gli investitori (premi al rischio) e in un abbassamento dei costi finanziari per l'azienda.²⁴ Si ritiene importante ricordare uno studio di Siqi Li (2005)²⁵ sugli effetti dell'adozione obbligatoria dei principi contabili IAS/IFRS in Europa dal 2005. L'autore, partendo da un campione di più di 1000 aziende europee, ha scoperto che l'adozione obbligatoria degli IAS/IFRS ha causato una diminuzione del costo di raccolta del capitale di rischio di circa il 50%, principalmente dovuto al miglioramento della comparabilità dell'informativa esterna; questo perché ha supportato gli analisti finanziari in un processo di valutazione più precisa delle dinamiche di business delle imprese.

Da quanto detto, si potrebbe affermare che rendere obbligatorie il maggior numero di dati possibili costituisca un beneficio per gli stakeholder. Tuttavia, la disclosure di informazioni, oltre ad avere dei costi diretti legati alla loro produzione, presenta numerosi costi indiretti principalmente di natura strategico - competitiva.²⁶ Per capire questo concetto si propone il seguente ragionamento: gli investitori che non partecipano attivamente nelle imprese si basano sui dati di bilancio per calcolare il valore della società in questione. Tuttavia, i manager sono incentivati a nascondere le informazioni di carattere strategico per via dei concorrenti ed è per questo che è difficile per loro comunicare credibilmente agli investitori le performance aziendali soprattutto di natura prospettica. Si creano così delle distorsioni che influiscono sull'efficienza del mercato. "Di fronte a queste inefficienze informative sarebbe auspicabile una maggiore comunicazione con continui e tempestivi flussi informativi indirizzati al mercato che potrebbero restringere i comportamenti opportunistici dei soggetti".²⁷

Le norme contabili internazionali riescono in qualche modo a mitigare questo gap, anche se lasciano ampio spazio al management; questo perché l'imposizione sulla divulgazione

²³ La liquidità è intesa come la facilità di trovare un potenziale acquirente. Le maggiori informazioni disponibili sulle prospettive dell'azienda accrescono la fiducia degli investitori con il conseguente aumento della domanda per quei titoli.

²⁴ Diamond W. , Verrecchia R. , "Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital", *The Journal of Finance* 46 (1991), no. 4, pp. 1325-1359;

²⁵ Li S. , "Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital?", *The Accounting Review* 85 (2010), no. 2, American Accounting Association, pp. 607-636;

²⁶ Quagli A. (2005), p. 46;

²⁷ Bertinetti G. , *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Egea, Milano, 1996, cit. p. 90;

obbligatoria deve essere effettuata solo dopo un attento studio dei costi e dei benefici.²⁸

Viganò E. (1973)²⁹ sostiene che “il bilancio d’impresa non può essere considerato soltanto come strumento d’informazione, ma è un mezzo di comunicazione di notizie per le persone estranee all’impresa”. Aggiunge poi che “il bilancio è un messaggio senza risposta ed è per questo necessario corredarlo con altri tipi di strumenti supplementari che spieghino il messaggio contabile propriamente espresso”.

L’introduzione degli IAS/IFRS ha sicuramente omogeneizzato e ampliato i contenuti dell’informativa di bilancio con lo scopo di soddisfare le aspettative informative degli stakeholder. Ciononostante, ci sono alcuni problemi da superare. Capaldo P. (1998)³⁰ sintetizza così le principali lacune del bilancio civilistico:

1. “Il bilancio è uno strumento tecnicamente inadatto poiché non può fornire contemporaneamente tutte le differenti rappresentazioni del reddito e del capitale occorrenti per soddisfare le esigenze così eterogenee dei portatori d’interesse. C’è chi chiede indicatori sul reddito distribuibile, altri sul reddito inteso come valore aggiunto dell’impresa”.³¹
2. “Molte informazioni richieste ritenute importanti non sono ricavabili né dallo Stato Patrimoniale né dal Conto Economico, come ad esempio la produttività, l’efficienza dei fattori e dei processi, le aspettative”.

Per semplicità e chiarezza affronteremo tre principali temi legati ai limiti informativi del bilancio che ci permetteranno di sviluppare un percorso in linea con l’evoluzione dell’attuale normativa contabile internazionale:

- L’utilizzo di una simbologia tecnica prettamente contabile;
- La mancanza di un orientamento prospettico;
- La modesta rappresentazione degli *intangibles*.

²⁸ Healy P. , Palepu K. , “The effect of firms financial disclosure strategies on stock prices”, *Accounting Horizons* 7 (1993), no. 1, pp. 1-11;

²⁹ Viganò E. , “L’informazione esterna d’impresa”, *Rivista dei Dottori Commercialisti (sept-oct 1973)*, cit. p. 566; Informare nel senso di dare forma alla realtà aziendale; comunicare nel senso di condividere certe informazioni con una determinata categoria di persone.

³⁰ Capaldo P. , *Reddito, capitale e bilancio d’esercizio*, Giuffrè, Milano, 1998, cit. pp. 221-222;

³¹ Bagnoli C. sostiene che un’unica rappresentazione del funzionamento dell’impresa è incompatibile con le esigenze informative inconciliabili dei molteplici portatori d’interessi, Bagnoli C. , *La relazione sulla gestione tra normativa e prassi*, Giuffrè, Milano, 2003, pp. 31-33;

L'utilizzo di una simbologia tecnica prettamente contabile

“Informare significa inviare messaggi al mondo esterno; ma soprattutto vuol dire non perdere di vista la reale capacità di ricezione dell’utente finale”.³² Si ritorna al concetto, espresso in precedenza, della cultura d’impresa dei destinatari. La globalizzazione ha suscitato l’interesse sempre più forte nei confronti dell’impresa da parte di un numero maggiore di individui, spesso non particolarmente competenti in materia. Da qui nasce la necessità di rendere più intellegibili i simboli contenuti nei documenti di bilancio. Da un lato, spesso vengono utilizzate espressioni quotidiane ma che talvolta possono avere significati completamente diversi in ambito contabile creando così distorsioni interpretative; dall’altro, sono usati termini prettamente tecnici che risultano incomprensibili per coloro che non possiedono le nozioni adeguate. Il bilancio quindi dovrebbe diventare uno strumento informativo comprensibile ed accessibile per tutti, rispettando i principi di selettività e rilevanza; dovrebbe utilizzare una simbologia contabile chiara e concisa in senso globale, non limitata alle singole voci. Il modo migliore per disinformare è quello di informare troppo.³³

“In Italia, un prospetto informativo pesa in media due chili contro i due etti del Lussemburgo, un documento fatto per pararsi dagli avvocati più che per i risparmiatori”.³⁴

La mancanza di un orientamento prospettico

Diversi studiosi sottolineano come i meccanismi del bilancio civilistico presentino un carattere fondamentale retrospettivo, in conflitto con l’esigenza informativa prospettica di crescita voluta fortemente dagli investitori. Il legislatore, nel rispetto del principio di prudenza, impone l’obbligo di anticipare le perdite future mediante l’accantonamento a fondi per rischi e oneri; è in questo caso che emerge la concezione retrospettiva visto che le prospettive future dell’impresa compaiono solamente in senso negativo. Un’ulteriore limitazione riguarda il criterio del costo storico, secondo cui i beni sono iscritti all’attivo dello stato patrimoniale al valore del costo d’acquisizione o

³² Avi M. S. (1990), cit. p. 103;

³³ Ivi, pp. 104-111;

³⁴ Guidara F. (2011), cit. p. 10;

produzione.³⁵ Si predilige quindi una visione statica del capitale in antitesi con la dinamicità e la continua evoluzione del contesto economico.

Nel 1908 Eugen Schmalenbach iniziava a diffondere la concezione dinamica del bilancio intesa come espressione della potenzialità produttiva dell'impresa; egli sottolineava come il valore degli attivi e passivi dell'impresa dipendesse dalla redditività futura. L'autore sostiene che il "bilancio statico" rappresenta la situazione aziendale in un dato istante, come se fosse una fotografia. Al suo interno sono presenti caratteri quantitativi contabili che hanno necessariamente un impatto sull'evoluzione del risultato economico dell'impresa. Per illustrare meglio il concetto si propone la seguente tabella:³⁶

Elementi	Interpretazione consuntiva	Interpretazione prospettica
Uscite non ancora costi	Flussi di cassa in uscita connessi all'acquisto di fattori non consumati.	Futuri costi emergenti all'atto del consumo dei fattori acquistati.
Costi non ancora uscite	Passati costi per consumo di fattori ancora da pagare o per accantonamento a fondi rischi in vista di pagamenti futuri.	Futuri flussi monetari in uscita connessi a pagamenti da effettuare.

Tabella 1

Fonte: Corsi C. (2007)

Il bilancio, per definizione, mostra elementi consuntivi che però, in un'ottica prospettica come mostra la **Tabella 1**, influiscono sull'andamento futuro della società. Per un lettore esperto fare analisi di tipo qualitativo sulla base dei dati consuntivi potrebbe essere abbastanza facile; tuttavia, come abbiamo sottolineato precedentemente, la platea dei diretti interessati è cresciuta esponenzialmente ed è per questo che bisogna rispettare i principi della comprensibilità ed accessibilità dando importanza alle prospettive future della gestione. In quest'ambito la dottrina si è soffermata sul presupposto della

³⁵ Una svolta si è avuta nel 2005 con l'applicazione obbligatoria dei principi contabili internazionali IAS/IFRS. In particolare, il criterio del costo storico viene sostituito con quello del *fair value* (valore corrente) che impone alle società di adeguare talune attività patrimoniali al valore di mercato e gli eventuali apprezzamenti possono essere imputati a conto economico anche se non effettivamente realizzati. Emerge qui la concezione "dinamica" di reddito potenziale, in contrasto con quella del reddito prodotto tipica dei principi "statici" civilistici. Cavazzoni C., Santini F., *La dinamica economica e finanziaria nell'informativa del bilancio d'esercizio*, Giappichelli, Torino, 2013, pp. 6-12;

³⁶ Corsi C., *Funzione del bilancio e Capital Maintenance nella dottrina tedesca del primo Novecento: alcuni spunti per una riflessione sugli orientamenti del Framework IASB*, 2007, pp. 11-20, cit. tabella p. 15; <http://www.accademiaaidea.it/downloads/ias/c10.pdf>

“continuità aziendale”³⁷ in modo da superare la storicità intrinseca del bilancio fondato sulla logica ex post a consuntivo.

Per chiarezza, illustriamo una serie di esempi di informazioni prospettiche che dovrebbero essere presenti nei fascicoli di bilancio: sarebbe utile indicare la previsione dei ricavi dei singoli prodotti negli anni venturi accompagnati anche dalle diverse opportunità di crescita; la descrizione dei piani di espansione attraverso l'introduzione di prodotti nuovi sul mercato; l'obiettivo di crescita dei ricavi, degli utili, dei margini operativi negli anni a venire.

La modesta rappresentazione degli *intangibles*

Il valore informativo dei tradizionali sistemi di *reporting* è in lento declino, in quanto non emergono i reali *drivers* della creazione di valore, attuale e futuro. Questo perché il continuo divenire della *new economy* rende i modelli di business delle imprese sempre più articolati. Il principale fattore di cambiamento radicale è associato alla crescita della competizione, della deregolamentazione e dell'innovazione con il conseguente aumento degli investimenti in beni intangibili (R&D). Tuttavia, le norme contabili internazionali ritardano nel disciplinare adeguatamente questi cambiamenti influenzando negativamente sull'utilità dell'informazione finanziaria. Gli investimenti in processi di ristrutturazione aziendale (risorse umane, progettazione organizzativa) e in particolare in Ricerca e Sviluppo (brevetti, brand) sono imputati immediatamente a costo in conto economico; ma i relativi benefici, come ad esempio minori costi di produzione oppure un miglioramento nell'assistenza ai clienti, sono registrati successivamente. Di conseguenza, il processo di *costs-revenues matching* risulta distorto poiché nei prospetti contabili i costi non sono legati ai benefici; ciò deteriora la capacità informativa finanziaria poiché non si riesce a rappresentare il corretto valore dell'impresa.³⁸

Secondo Potito L. (2002), “proprio per il principio di prudenza occorre che siano stati effettivamente sostenuti costi, distintamente rilevabili e misurabili, e ai quali si riconosca

³⁷ “Il concetto di continuità aziendale implica che la società continuerà nella sua esistenza operativa per un futuro prevedibile. La redazione del bilancio nella prospettiva della continuità aziendale è incompatibile con l'intenzione o la necessità di liquidare l'entità o interromperne l'attività”. Banca D'Italia, Consob, Isvap, *Tavolo di coordinamento fra Banca d'Italia, Consob ed Isvap in materia di applicazione degli IAS/IFRS. Informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie sulla continuità aziendale, sui rischi finanziari, sulle verifiche per riduzione di valore delle attività e sulle incertezze nell'utilizzo di stime*, 6 febbraio 2009, cit. p. 3;

³⁸ Lev B. , Zarowin P. , “The boundaries of financial reporting and how to extend them”, *Journal of Accounting Research* 37 (1999), pp. 353-386;

un apporto di utilità durevole, un'attitudine a fornire benefici economici futuri. In quest'ottica le risorse intangibili, non chiaramente identificabili e ancora meno quantificabili, non riescono a trovare un'adeguata rappresentazione".³⁹

Si consideri un'azienda che è riuscita a creare un marchio forte e valorizzato sul mercato con ottimi risultati. Se vogliamo fare una valutazione sul valore di questo patrimonio dobbiamo andare a consultare il bilancio; peccato però che, oltre ai redditi elevati che esso produce, non sono adeguatamente rappresentate le "attività invisibili"⁴⁰ ovvero le competenze distintive, conoscenze, marchi. Di conseguenza, non possiamo esprimere alcun giudizio sull'evoluzione della posizione competitiva dell'impresa.⁴¹

Gli effetti combinati della globalizzazione, del progresso tecnologico e una maggiore concorrenza obbligano tutte le aziende che vogliono sopravvivere ad affrontare un processo di continuo miglioramento e, talvolta, di cambiamento radicale. La probabilità di un'azienda nel prosperare in questo ambiente dipenderà dalla sua capacità di creare valore dai beni immateriali e "invisibili". Indipendentemente dal settore di appartenenza, le imprese innovative riconoscono che per mantenere il loro vantaggio competitivo devono continuamente cercare di identificare, sviluppare e utilizzare al meglio tutte le loro risorse disponibili in modo da offrire servizi e prodotti nuovi.

La sfida per tutte le aziende è quindi quella di guardare aldilà dei bilanci esistenti che forniscono fondamentalmente dati contabili storici sui beni materiali; bisogna avere una visione più ampia di come investire sulle opportunità future e utilizzare al meglio tutti i beni dell'azienda, materiali ed immateriali.⁴²

Sarebbe auspicabile un'interpretazione più elastica del principio di prudenza a favore di una riproduzione più realistica delle performance aziendali in tutti gli aspetti, in modo da agevolare la collettività ed in particolare i processi decisionali degli investitori. Il fallimento del legislatore nel disciplinare in un'unica norma le molteplici esigenze degli interlocutori, in un contesto economico in continua evoluzione, ha spinto le imprese a divulgare volontariamente un numero sempre più grande di informazioni.

³⁹ Potito L. , "I limiti del bilancio ordinario d'esercizio", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 11-12 (2002), cit. p. 508;

⁴⁰ Secondo Potito, il capitale di funzionamento di cui dispone l'azienda è composto da beni materiali, beni immateriali e attività invisibili. Queste ultime nel rispetto del principio di prudenza non vengono raffigurate in bilancio. Da ciò nasce l'asimmetria informativa che provoca distorsioni nel calcolo del vero valore dell'azienda.

⁴¹ Ivi, p. 507;

⁴² Department of Trade and Industry, *Creating Value from your Intangible Assets*, 2001;
http://www.exinfm.com/pdf/files/intangible_assets.pdf, Data di Consultazione 20 marzo 2017;

1.2 La comunicazione economico-finanziaria volontaria

Meek G. , Roberts C. e Gray S. (1995)⁴³ affermano: “*Voluntary disclosures - disclosures in excess of requirements - represent free choices on the part of company managements to provide accounting and other information deemed relevant to the decision needs of users of their annual reports*”. Si tratta di informazioni in eccesso rispetto a quanto disciplinato dal legislatore, dai regolamenti e dai principi contabili internazionali ed è per questo che possono essere divulgate tramite qualsiasi canale. Possono essere di tipo qualitativo o quantitativo; finanziarie o non finanziarie.

Le aziende che optano per la divulgazione volontaria hanno scelto di differenziarsi e di rendere visibile il proprio valore attraverso una maggiore trasparenza. L'impresa comunica per rafforzare la propria immagine e per instaurare un rapporto di fiducia con i propri interlocutori. In generale, si aiutano gli investitori a comprendere meglio le strategie della società, i fattori critici di successo importanti per il futuro, l'ambiente competitivo all'interno del quale l'azienda opera e il contesto in cui vengono prese le decisioni.⁴⁴

La comunicazione economico-finanziaria volontaria nasce dall'esigenza di superare le carenze della regolamentazione contabile obbligatoria. In particolare, si propone di trovare una soluzione al problema della comprensibilità e dell'accessibilità, dell'assenza di un orientamento prospettico e dell'inadeguata rappresentazione delle risorse immateriali nel bilancio. Di fatto, il bilancio offre una visione sintetica della gestione aziendale che riesce a misurare, attraverso variabili economico-finanziarie, ma non a spiegare le determinanti del valore realizzato.⁴⁵ In quest'ottica, si è sviluppata la diffusione di informazioni più analitiche che consistono nella scomposizione dell'azienda in singole aree di business, in modo da illustrare meglio la ripartizione organizzativa interna e soprattutto rendere chiara la contribuzione, in termini di valore, che ogni area apporta all'impresa. Si è diffusa la tendenza ad inserire all'interno del fascicolo di

⁴³ Meek G. , Roberts C. , Gray S. , “Factors Influencing Voluntary Annual Disclosures by U.S. , U.K., and Continental European Multinational Corporations”, *Journal of International Business Studies* 26 (1995), no. 3, cit. p. 555;

⁴⁴ FASB (2001), p. 19;

⁴⁵ Bagnoli C. (2003), p. 22;

bilancio indicatori di risultato, anche non finanziari⁴⁶, che approfondiscono le cause degli andamenti economici e finanziari. Per esempio, una crescita degli utili può essere spiegata dal miglioramento del margine di contribuzione o dalla diminuzione degli sprechi. Infine, la questione dell'informativa di tipo previsionale ha assunto un ruolo sempre più determinante nell'interpretare, da un lato, i vantaggi competitivi fondati sull'investimento in risorse intangibili; dall'altro nel garantire il rispetto del principio di continuità aziendale.⁴⁷

In massima sintesi, scrive Quagli (2005), "la funzione delle informazioni sarà tanto più consistente quanto più il valore delle future *performance* aziendali non riesce ad essere segnalato dai flussi di comunicazione obbligatoria".⁴⁸

Senza un'attiva strategia di *full disclosure* a lungo termine non v'è alcuna garanzia che il pieno valore delle attività dell'impresa si rifletta in modo tempestivo nei vari mercati in cui opera. È fondamentale cercare di allineare le informazioni diffuse all'esterno con quelle riportate dal top management per evitare i meccanismi di *mispricing*.⁴⁹

Finora abbiamo separato chiaramente l'informativa obbligatoria da quella volontaria. Tuttavia, nella prassi ci sono dei casi dove diventa difficile riconoscere la vera natura della disclosure.

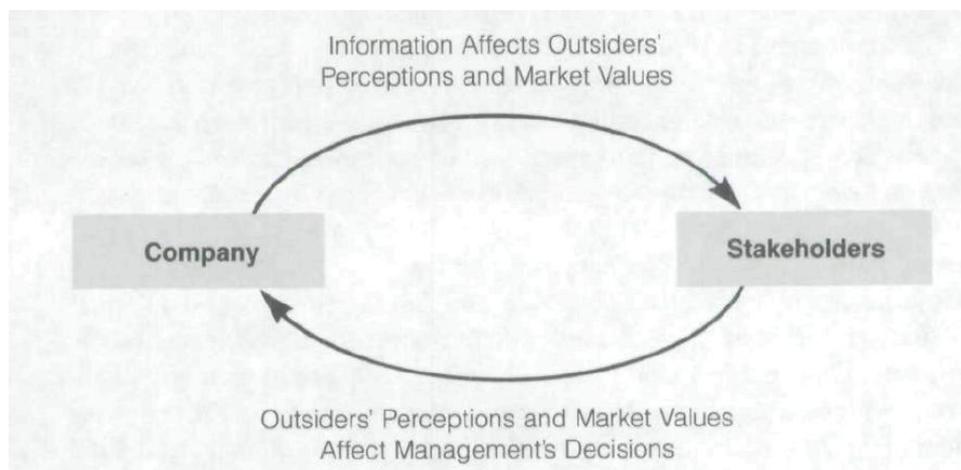


Figura 1

Fonte: Lev B. (1992)

⁴⁶ La crescente attenzione degli stakeholder verso le performance non finanziarie, come quelle relative al rispetto dell'ambiente e alle politiche riguardanti il personale, ha spinto le società a divulgare informazioni di natura sostenibile.

⁴⁷ Quagli A. (2005), pp. 74-79;

⁴⁸ Ivi, cit. p. 62;

⁴⁹ Beretta S., *No News, Bad News. Perché e come comunicare informazioni economico-finanziarie su base volontaria*, Egea, Milano, 2007, p. 17;

Nella **Figura 1** si evidenzia il ruolo circolare della disclosure, nel senso che impatta direttamente sulle aspettative dei portatori d'interessi, i quali a loro volta influenzano le decisioni dell'impresa.⁵⁰ Di conseguenza, spesso le notizie sono "reattive" alle pressioni esercitate dallo specifico contesto in cui l'azienda opera e quindi non sono da considerarsi volontarie. Si pensi ad esempio ad una situazione nella quale vengano diffuse dal mercato notizie false sull'andamento di una determinata società; in questo caso essa si troverà condizionata e obbligata a diffondere dati precisi che smentano le voci infondate.⁵¹

Un ulteriore problema riguarda le molteplici interpretazioni che possono nascere riguardo ai contenuti dell'obbligo informativo. Infatti, l'informazione dovuta è obbligatoria nella forma ma volontaria nei contenuti, nel senso che gli amministratori godono di ampia discrezionalità nella redazione dei documenti. L'unica via per determinare il carattere volontario dell'informativa è quello di fare un confronto con le società simili del settore. Ad esempio, in nota integrativa al bilancio bisogna specificare il numero medio dei dipendenti. Ci sono aziende che si limitano ad indicarne la cifra mentre altre ne approfittano per un'analisi più approfondita in quanto perseguono delle economie di scopo. Queste ultime oltre a rispettare le normative vigenti comunicano liberamente delle informazioni addizionali non richieste dal legislatore.⁵²

In generale, gli studi accademici sulla comunicazione economico-finanziaria d'impresa possono essere suddivisi in due filoni di ricerca: La prima studia le determinanti della *voluntary disclosure*, mentre la seconda si concentra sui relativi effetti.

⁵⁰ Lev B. , "Information disclosure strategy", *California Management Review* 34 (1992), no. 4, pp. 13-15;

⁵¹ Ginesti G. , *La relazione degli amministratori nella comunicazione economico-finanziaria d'impresa: Profili teorici e prassi internazionale*, Giappichelli, 2014, pp. 9-13;

⁵² Quagli A. (2005), pp. 62-66;

1.2.1 Le determinanti della *voluntary disclosure*

Gli studi sulla disclosure ipotizzano che, anche nei mercati di capitali efficienti, i manager hanno una quantità superiore di informazioni sulle dinamiche future delle proprie società, rispetto agli investitori esterni. Visto che le norme contabili e di controllo presentano numerose carenze, molti *investors relators* approfittano della situazione per gestire opportunisticamente le informazioni che hanno a disposizione.⁵³

Healy P. , Palepu K. (2001)⁵⁴ individuano sei teorie alla base dello sviluppo della *voluntary disclosure*:⁵⁵

- *Capital market transaction theory*;
- *Corporate control contest theory*;
- *Stock compensation theory*;
- *Litigation cost theory*;
- *Management talent signaling theory*;
- *Proprietary cost theory*.

Capital market transaction theory

Questa teoria si focalizza sul comportamento strategico del management atto ad aumentare la divulgazione di informazioni nei periodi immediatamente antecedenti la richiesta di capitale nei mercati finanziari.

Lang M. e Lundholm R. (2000)⁵⁶ dimostrano che le imprese che sostanzialmente aumentano la loro attività di divulgazione nei sei mesi precedenti l'IPO sperimentano un

⁵³ È interessante citare lo studio di Bushman, Piotroski e Smith (2004) sulle determinanti della trasparenza aziendale in un'ottica internazionale. Emerge che la trasparenza sulla *corporate governance* è principalmente correlata al regime giuridico e giudiziario dei paesi, mentre la trasparenza finanziaria è associata al regime politico. In particolare, essi dimostrano che la trasparenza aziendale è maggiore nei paesi con un regime giuridico caratterizzato da *common law* e ad alta efficienza giudiziaria. Al contrario, la trasparenza finanziaria è maggiore nei paesi caratterizzati da una bassa *state ownership* delle imprese e delle banche, e da un basso rischio di espropriazione dei beni aziendali. Bushman R. , Piotroski J. , Smith A. , "What Determines Corporate Transparency?", *Journal of Accounting Research* 42 (2004), no. 2, Wiley, pp. 207-252;

⁵⁴ Healy P. , Palepu K. , "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical literature", *Journal of Accounting & Economics* 31 (2001), pp. 420-425;

⁵⁵ Ginesti G. (2014), pp. 15-20;

⁵⁶ Lang M. , Lundholm R. , "Voluntary disclosure and equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock?", *Contemporary Accounting Research* 17 (2000), pp. 623-662;

aumento del prezzo prima dell'offerta pubblica iniziale ma soffrono anche di un grande calo dei prezzi nel momento in cui annunciano il loro intento di emettere azioni; suggerendo che l'aumento della disclosure potrebbe essere stata utilizzata per pubblicizzare le azioni e il mercato potrebbe aver parzialmente corretto il prezzo precedentemente gonfiato (Figura 2). Per le imprese che mantengono un livello di comunicazione coerente e costante nel tempo non si verifica questa situazione insolita. Il fatto che le aziende speculatrici continuino ad avere rendimenti negativi anche dopo la quotazione rafforza ulteriormente la teoria.

Inoltre, anche Healy, Hutton e Palepu (1999)⁵⁷ hanno dimostrato che l'aumento della comunicazione economico-finanziaria è associata alla frequenza con la quale le imprese si rivolgono al mercato finanziario. Le maggiori informazioni disponibili accrescerebbero l'attenzione degli analisti finanziari con il conseguente apprezzamento dei titoli azionari.

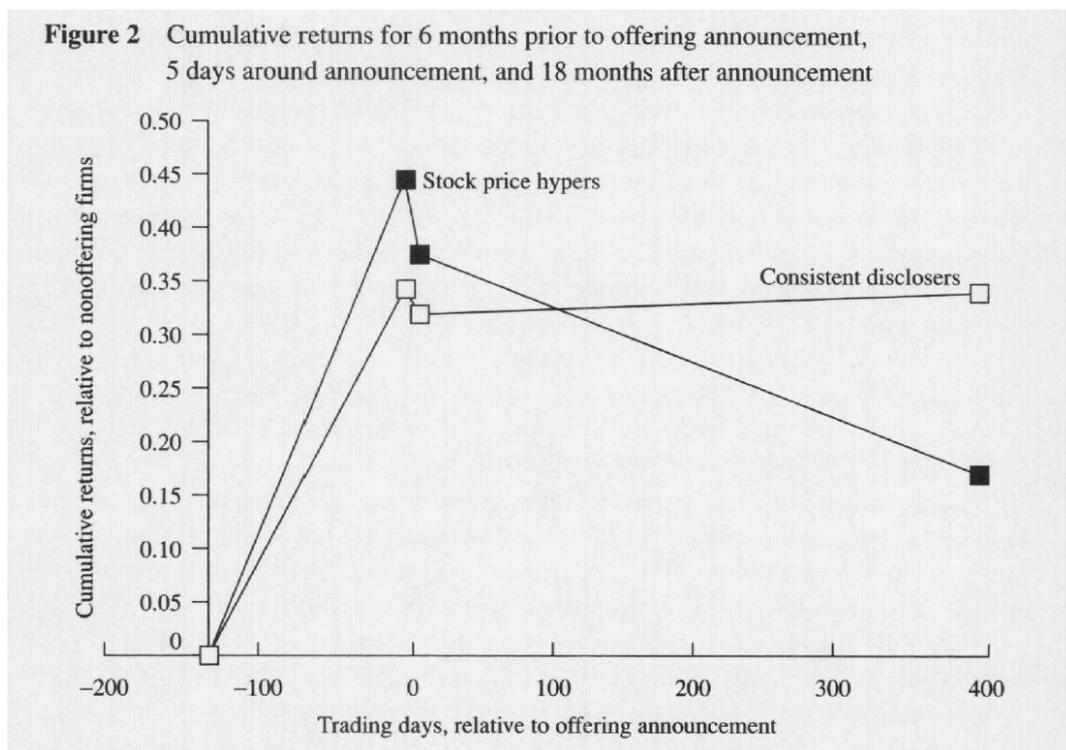


Figura 2

Fonte: Lang e Lundholm (2000)

⁵⁷ Healy P., Hutton A., Palepu K., "Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure", *Contemporary Accounting Research* 16 (1999), pp. 485-520;

Corporate control contest theory

Il mercato, in presenza di performance aziendali sotto le aspettative, sottostima il valore dell'impresa causando forti ripercussioni sugli assetti amministrativi. Ciò spinge il management a comunicare maggiori informazioni per evitare il formarsi di scalate ostili. Brennan (1999) conferma la relazione positiva tra l'emissione dei *profit forecast* e le imprese oggetto di scalate ostili. Egli afferma:⁵⁸

"It is not surprising that more profit forecasts are disclosed in the competitive environment of contested bids, when managements on both sides are defending their performance and are attacking the other side's performance.... In conclusion, these results provide evidence supporting the hypothesis that forecast disclosure during takeovers is more likely when market expectations are pessimistic and where actual results exceed expectations. Forecasts disclosed tended to be good news forecasts".

I manager quindi devono decidere se fornire al mercato rapporti finanziari utili alla corretta misurazione del valore azionario oppure adottare un atteggiamento passivo in modo da preservare il vantaggio competitivo nel lungo periodo; dare priorità alla massimizzazione del prezzo corrente o al valore futuro; in particolare quando le informazioni potrebbero essere preziose per i concorrenti.⁵⁹

Stock compensation theory

I manager sono anche premiati mediante l'attribuzione di una varietà di piani di compensazione basati su azioni, tra cui *stock option* e *stock appreciation rights*.⁶⁰

Questi tipi di sistemi di compensazione incentivano il management ad impegnarsi nella comunicazione volontaria per diversi motivi. In primo luogo, i manager interessati al commercio delle loro partecipazioni azionarie hanno incentivi a rivelare informazioni private per superare le restrizioni imposte dalle regole di *insider trading* e aumentare la

⁵⁸ Brennan N. , "Voluntary disclosure of profit forecast by target companies in takeover bids", *Journal of Business Finance and Accounting* 26 (1999), no. 7, cit. pp. 907-908;

⁵⁹ Healy P. , Palepu K. (1993) , p. 5;

⁶⁰ Per *stock appreciation rights* si intendono un insieme di bonus che l'azienda emette ai propri dipendenti nel caso in cui si raggiungano determinate performance, in termini di crescita dei prezzi azionari. Si differenziano dalle *stock option* in quanto il titolare non è obbligato ad acquistare nulla per ricevere i proventi. Per i possessori di *stock option* è obbligatorio, invece, esercitare il prezzo allo scadere dell'opzione call.

liquidità del titolo della società. Tali restrizioni obbligano i manager a correggere qualsiasi sottovalutazione⁶¹ percepita dell'azienda prima della scadenza delle *stock option*. In assenza di questo tipo di norme, il management potrebbe comprare azioni della società ad un prezzo basso traendone beneficio dalla sottovalutazione.

In secondo luogo, i manager che agiscono nell'interesse degli azionisti esistenti sono incentivati a fornire informazioni integrative volontarie per ridurre i costi associati alla remunerazione su base azionaria dei nuovi dipendenti. Questo meccanismo di compensi azionari è più probabile che sia più efficiente se i prezzi delle azioni sono una stima precisa del valore dell'azienda. Altrimenti, i possessori di questi diritti potrebbero richiedere un premio al rischio aggiuntivo in quanto ci potrebbero essere dei problemi di sottostima. Le imprese che utilizzano ampiamente i piani di remunerazione su base azionaria sono quindi propense a fornire informazioni aggiuntive in modo da ridurre il rischio di sottovalutazione.⁶² Coerentemente con questa ipotesi, Noe (1999)⁶³ ritiene che l'incidenza delle previsioni del management è associata positivamente alle operazioni che essi compiono in qualità di *internal insider*.

Aboody e Kasznik (2000)⁶⁴ mostrano come le imprese ritardino la divulgazione di buone notizie e accelerino il rilascio di cattive notizie prima dei periodi di attribuzione delle *stock option*.⁶⁵

Dye R. A. (2010)⁶⁶ ha studiato le politiche di *timing* ottimali per la divulgazione di informazioni sui flussi di cassa futuri dell'azienda, in un contesto dove le società sono soggette a obblighi di comunicazione finanziaria in tempo reale. Il management è incentivato a trattenere o a commercializzare le proprie azioni in un determinato arco temporale. L'autore sostiene che il comportamento ottimale di un manager, nel caso in cui si trovi nella posizione sia di venditore sia di compratore di titoli, è quello di comunicare tutte insieme le informazioni in suo possesso relative alle determinanti dei

⁶¹ Con il termine "sottovalutazione" ci si riferisce al divario tra il reale valore dell'impresa sulla base dell'insieme delle informazioni possedute dalla dirigenza e il set di informazioni a disposizione degli investitori. Questo problema si manifesta in presenza di asimmetrie informative tra management e investitori.

⁶² Healy P. , Palepu K. (2001) , p. 422;

⁶³ Noe C. "Voluntary disclosures and insider transactions", *Journal of Accounting and Economics* 27 (1999), pp. 305-327;

⁶⁴ Aboody D. , Kasznik R. , "CEO stock options awards and the timing of corporate voluntary disclosures", *Journal of Accounting and Economics* 29 (2000), pp. 73-100;

⁶⁵ Tramite questa strategia, al management vengono attribuite delle azioni sottovalutate dal rilascio di cattive notizie. Subito dopo si opterà per la divulgazione di buone notizie che andranno ad influire positivamente sul prezzo delle azioni e sulle tasche dell'alta dirigenza.

⁶⁶ Dye R. A. , "disclosure "bunching"", *Journal of Accounting Research* 48 (2010), no. 3, Wiley, pp. 489-530;

flussi di cassa aziendali. Tuttavia, un dirigente che ottiene una quota più grande nella società, si trova nella posizione di venditore di azioni, e avverte un calo del rischio percepito dagli investitori, preferisce ritardare la divulgazione informativa.

Litigation cost theory

Questa teoria prende in esame i costi legati all'avvio di cause giudiziarie dovute all'insufficiente o mancata comunicazione di informazioni agli stakeholder. Questa minaccia può avere due effetti sulle decisioni del management. In primo luogo, le azioni legali possono incoraggiare le imprese ad aumentare la libera divulgazione. In secondo luogo, può causare l'effetto contrario ovvero quello di frenare la comunicazione volontaria, in particolare quella relativa ai dati previsionali; questo accade quando la dirigenza crede che il sistema giuridico penalizzi le previsioni effettuate in buona fede, in quanto non è in grado di distinguere efficacemente gli errori di previsione imprevisti dovuti al caso e quelli invece manipolati intenzionalmente.⁶⁷

Skinner (1994) ha scoperto che la probabilità di diffusione tempestiva di notizie prospettive negative, da parte dei manager, è doppia rispetto a quelle relative alle *good news*. Questo perché le aziende con performance sotto le aspettative sono soggette a maggiori cause legali e il management adotta questo comportamento per proteggersi. Tuttavia, non ci sono evidenze empiriche che dimostrino una relazione tra anticipazione di *bad news*, rispetto ai tempi obbligatori previsti, e abbassamento dei costi per contenziosi legali. In ogni caso, la comunicazione precoce di *bad news* è positiva in quanto il declino dei prezzi delle azioni può essere spalmato nel corso del tempo.⁶⁸

Management talent signaling theory

Secondo questa teoria, i manager ci tengono a convincere gli investitori sulla superiorità del proprio modello di business rispetto a quello dei *competitor*, con lo scopo di evidenziare le loro capacità gestionali.

Il valore di mercato di un'impresa dipende dalla percezione degli investitori riguardo alle capacità del management nell'adattarsi ai futuri cambiamenti dell'ambiente socio-

⁶⁷ Healy P. , Palepu K. (2001) , p. 423;

⁶⁸ Skinner D. J. , "Why firms voluntarily disclose bad news", *Journal of Accounting Research* 32 (1994), pp. 38-61;

economico. Per questo motivo la dirigenza è incentivata a dimostrare il proprio talento attraverso la divulgazione di informazioni previsionali sugli utili.

Proprietary cost theory

Diversi ricercatori ipotizzano che la scarsa propensione delle imprese a divulgare informazioni strategicamente rilevanti per i concorrenti (appunto proprietarie)⁶⁹ è spiegata dalla preoccupazione che tali informazioni possano danneggiare la propria posizione competitiva nei mercati; piuttosto si preferisce affrontare un costo maggiore nella raccolta di risorse finanziarie. Tuttavia, questo disincentivo dipende dal tipo di concorrenza nel mercato; in particolare se le imprese devono affrontare concorrenti esistenti o semplicemente potenziali entranti, e se la concorrenza si basa sui prezzi oppure sulle capacità innovative di lungo periodo.

Di conseguenza, le politiche di disclosure volontaria sono decise sulla base di un'attenta analisi costi-benefici; si opterà per la trasparenza informativa fino a quando i costi non supereranno i benefici. Proprio per questo motivo ci soffermeremo nel prossimo paragrafo sull'approfondimento degli effetti della divulgazione volontaria.

⁶⁹ Prencipe A. (2004) convalida le ipotesi della teoria in questione analizzando l'informativa di segmento di un campione di società quotate nel mercato italiano. Ella definisce così i costi proprietari: "*costs to produce and disseminate information and competitive costs related to the risk that disclosed information may be used by competitors or other parties to the disadvantage of the company*". Prencipe A. , "Proprietary costs and determinants of voluntary segment disclosure: evidence from Italian listed companies", *European Accounting Review* 13 (2004), no. 2, cit. p. 334;

1.2.2 Gli effetti della *voluntary disclosure*

Nel contesto istituzionale attuale gli interessi dei manager e degli investitori non sono perfettamente allineati; le imprese optano per una divulgazione discrezionale⁷⁰ in quanto la disclosure genera sia dei benefici sia dei costi. L'effetto di questa scelta sull'efficienza dell'allocazione del capitale è ambiguo: quando le informazioni finanziarie delle società sono utili per le decisioni di investimento c'è un aumento dell'efficienza; ma quando l'informazione finanziaria non lo è ci sarà senz'altro una diminuzione dell'efficienza.⁷¹

I principali benefici e costi della comunicazione economico-finanziaria volontaria possono essere riassunti nel modo seguente:⁷²

Benefici

Per le aziende:

- Riduzione del costo medio del capitale di debito e di rischio;
- Maggiore credibilità e miglioramento nelle relazioni con gli stakeholder;⁷³
- L'accesso a mercati più liquidi con più ristrette variazioni di prezzo tra le transazioni;
- Diminuzione del rischio di contenziosi legali relativi all' inadeguata divulgazione informativa (*litigation cost theory*);
- Maggiore attenzione da parte degli analisti finanziari.⁷⁴

⁷⁰ L'atteggiamento discrezionale della dirigenza si riferisce alla selezione delle informazioni, il livello di dettaglio e le relative modalità di rappresentazione. Si evidenzia la funzione strumentale persuasiva della comunicazione. Ginesti G. (2014), p. 10;

⁷¹ Stocken P. , Verrecchia R. , "Financial Reporting System Choice and Disclosure Management", *The Accounting Review* 79 (2004), no. 4, American Accounting Association, pp. 1198-1199;

⁷² FASB (2001), pp. 17-18;

⁷³ Mercer M. (2005) fornisce un quadro teorico e prove sperimentali su come le decisioni di divulgazione dei manager influenzino la loro credibilità nei confronti degli investitori. Nel breve termine, l'incremento della comunicazione, in particolare di notizie negative, ha un effetto positivo sulla credibilità del management. Tuttavia, questi effetti non persistono nel corso del tempo; in quanto nel lungo termine i manager che riportano notizie positive sui guadagni godono di maggiore credibilità rispetto a coloro che diffondono notizie negative, a prescindere dalle loro decisioni di comunicazione precedenti. Mercer M. , "The Fleeting Effects of Disclosure Forthcomingness on Management's Reporting Credibility", *The Accounting Review* 80 (2005), no. 2, American Accounting Association, pp. 723-744;

⁷⁴ La maggiore disponibilità di informazioni riduce il costo di acquisizione da parte degli analisti; essi sono quindi in grado di fare delle stime più accurate. Hope K. (2003) sottolinea come la relazione tra i livelli di disclosure presenti negli *annual report* e la precisione delle stime effettuate sia ancora più forte nel caso in cui l'azienda sia seguita da pochi analisti finanziari. Un numero elevato di analisti aumenterebbe indirettamente la quantità

Per l'economia:

- Una più efficace allocazione del capitale;
- L'incremento degli investimenti in seguito ad un minore costo del capitale;
- Mercati dei capitali più liquidi.

Costi

Per le aziende:

- Costi di natura competitiva⁷⁵ legati alla teoria dei costi proprietari;
- Costi politici legati al rafforzamento del potere contrattuale dei fornitori, clienti e dipendenti;
- Costi dovuti a cause giudiziarie messe in atto dai portatori d'interesse;
- Costi di continuità dell'informativa volontaria.⁷⁶

di interlocutori interessati alla società con il conseguente miglioramento della liquidità dei titoli. Hope K. , "Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards, and Analysts' Forecast Accuracy: An International Study", *Journal of Accounting Research* 2 (2003), no. 41, Wiley, pp. 235-272;

⁷⁵ Tre fattori sembrano determinare lo svantaggio competitivo nell'informativa volontaria: la tipologia delle informazioni, il grado di dettaglio, e la tempestività della divulgazione. Per quanto concerne il tipo di informazioni, i dati operativi di routine (le aziende forniscono spesso tali dati operativi per l'inclusione nelle statistiche a livello di settore) presentano una probabilità minore nel causare lo svantaggio competitivo rispetto a informazioni sulle attività di ricerca. Tuttavia, maggiore è il grado di dettaglio sui nuovi progetti, maggiore sarà la probabilità di cadere nello svantaggio competitivo. FASB (2001), p. 18;

La tempestività di una determinata comunicazione influisce potenzialmente sullo svantaggio competitivo. Si pensi ad esempio alla diffusione di dettagli su prodotti in fase di sviluppo che verranno lanciati sul mercato; ciò potrebbe suscitare l'interesse sia potenziali consumatori ma anche dei concorrenti; tanto più vicina sarà la data di rilascio nel mercato tanto minore sarà la probabilità di interesse da parte dei concorrenti. Guo L. , Zhao Y. , "Voluntary Quality Disclosure and Market Interaction", *Marketing Science* 28 (2009), no. 3, Institute for Operations Research and the Management Sciences, pp. 488-501;

Durnev A. , Errunza V. , Molchanov A. (2009) affermano: "In countries with secure property rights, corporate transparency improves investment efficiency and increases growth by alleviating information asymmetry. However, in countries with insecure property rights, greater transparency can increase the risk of government expropriation". Durnev A. , Errunza V. , Molchanov A. , "Property Rights Protection, Corporate Transparency, and Growth", *Journal of International Business Studies* 40 (2009), no. 9, Palgrave Macmillan Journals, cit. p. 1533;

⁷⁶ Quando le imprese scelgono di divulgare deliberatamente delle informazioni dovrebbero rendersi conto che si stanno dirigendo verso un punto di non ritorno. Spesso tali decisioni vengono prese in momenti particolarmente favorevoli delle performance aziendali o nell'imminenza di varare aumenti di capitale (*capital market transaction theory*). Tuttavia, non appena le prestazioni aziendali non saranno più in linea con le aspettative, il management difficilmente potrà evitare la diffusione delle *bad news* perché susciterebbe il sospetto dei mercati finanziari. Le società che intendono comunicare informazioni aggiuntive rispetto a quelle richieste dalla legge devono essere consapevoli del fatto che dovranno mantenere lo stesso standard, in termini di quantità di disclosure, nel corso del tempo. Quagli A. (2005), p. 71;

Per l'economia:

- Sviluppo, presentazione, comprensione e analisi dei dati divulgati dal tessuto imprenditoriale;
- L'ostacolo alla crescita causato dai contenziosi legali attribuibili alla divulgazione volontaria.

Dopo aver descritto brevemente i principali costi e benefici della divulgazione volontaria, ci teniamo a sottolineare alcune criticità, tra cui l'affidabilità e l'intelligibilità dei suoi contenuti, che hanno indotto accreditati organismi contabili internazionali a intervenire in materia. L'informativa volontaria, in quanto non obbligatoria, non è sottoposta a nessun tipo di norma che ne disciplini il contenuto, la forma e le conseguenze giuridiche in caso di divulgazione persuasiva. La comparabilità e la comprensibilità rischia di essere compromessa in quanto non esistono delle linee guida chiare. In questo senso, i comportamenti corretti e coerenti assunti in passato dalle aziende giocheranno un ruolo fondamentale nel conquistarsi la credibilità e la fiducia del mercato.

Dopo aver inquadrato il tema della comunicazione d'impresa, ci si propone ora di entrare più nello specifico nella Relazione degli Amministratori. Essa si pone l'obiettivo di approfondire alcuni aspetti della gestione aziendale non adeguatamente rappresentati nel bilancio. Il nostro scopo è quello di arrivare a spiegare, nel prossimo capitolo, la Relazione sulla Gestione nel contesto normativo italiano, il quale ha senz'altro risentito dell'influenza esercitata dallo IASB⁷⁷ nel processo di armonizzazione contabile europeo. È proprio per questo motivo che il nostro lavoro si sviluppa in un'ottica internazionale. Bisogna riconoscere il ruolo ispiratore degli organismi contabili e professionali anglo-americani nella redazione di principi guida e soprattutto nel processo di armonizzazione contabile europeo avviato dallo IASB.

Il gruppo Indesit nel 2006 pubblicò su base volontaria in una pagina dell'*Economist* gli ottimi risultati del terzo trimestre di quello stesso anno; il management aveva deciso di correre il rischio nel superare l'ostacolo della continuità dell'informativa volontaria in quanto avrebbero dovuto pubblicare in un futuro anche i risultati negativi. Nonostante ciò il mercato accolse positivamente la scelta e tutt'ora il gruppo continua a presentare i dati di bilancio nei principali quotidiani internazionali. Guidara F. (2011), pp. 23-26;

⁷⁷ L'*International Accounting Standards Committee* (IASC), ora denominato *International Accounting Standards Board* (IASB), è l'organismo responsabile dell'emanazione dei principi contabili internazionali. È un'istituzione indipendente che fa capo alla *IFRS Foundation*.

Nel prossimo paragrafo andremo ad analizzare la disciplina della relazione degli amministratori nei paesi anglosassoni, in quanto è stato senz'altro un punto di riferimento per il lavoro dello IASB culminato nel 2010 con l'emanazione del principio non vincolante del *Management Commentary*.⁷⁸

⁷⁸ Il Management Commentary verrà analizzato più dettagliatamente nel paragrafo 1.4; ciò che si vuole sottolineare è che l'attuale normativa contabile italiana (ed europea) dipende fortemente dai documenti emanati dallo IASB, i quali a loro volta discendono dai principi contabili anglo-americani.

1.3 La Relazione degli Amministratori nei paesi Angloassoni

La scelta di approfondire il tema della Relazione degli Amministratori nei paesi Angloassoni è dettata da tre motivi:⁷⁹

In primo luogo, l'interesse degli studiosi anglo-americani per la *financial disclosure* è maggiore in quanto i paesi anglosassoni sono caratterizzati da mercati finanziari maggiormente sviluppati e dinamici nei quali operano aziende manageriali a struttura polverizzata; nel senso che avviene la separazione tra proprietà e controllo in quanto sono i manager, delegati dai proprietari, a governare la società.

In secondo luogo, le *best practices* su cui si basano gli operatori a livello internazionale si sono diffuse proprio in tali paesi. È innegabile la pressione esercitata dagli organismi professionali anglo-americani sulle decisioni delle organizzazioni contabili sovranazionali come lo IASB. Nel paragrafo 1.4 avremo modo di dimostrare la somiglianza tra le regole emanate dallo IASB in materia di Relazione sulla Gestione e quelle di matrice anglo-americana (SEC, AICPA, FASB, ASB).

Infine, questi paesi hanno sperimentato prima di altri l'efficacia della Relazione degli Amministratori nella comunicazione economica-finanziaria d'impresa.

1.3.1 Stati Uniti

Negli Stati Uniti, la SEC (*Securities and Exchange Commission*) ha imposto sin dal 1968 alle aziende quotate americane di redigere obbligatoriamente la Relazione sulla Gestione (MD&A), nell'ambito dell'*annual report*. Tuttavia, la normativa si è evoluta nel corso degli anni con continui interventi di regolamentazione al fine di aumentare la comparabilità e la trasparenza delle informazioni. Uno dei traguardi più importanti è quello raggiunto dall'emanazione nel 2003 di linee guida con lo scopo di assistere i *preparers* nel processo di redazione. A tal proposito la SEC afferma: "*We believe that management's most important responsibilities include communicating with investors in a clear and straightforward manner. MD&A is a critical component of that communication. The Commission has long sought through its rules, enforcement actions and interpretive processes to elicit MD&A that not only meets technical disclosure requirements but generally is informative and transparent. We believe and expect that when companies*

⁷⁹ Ginesti G. (2014), pp. 35-36;

follow the guidance in this release, the overall quality of their MD&A will improve.⁸⁰

L' MD&A, in linea generale, si propone lo scopo di:⁸¹

- Fornire una spiegazione descrittiva dei dati quantitativi presenti nel bilancio, in modo da consentire agli investitori di vedere l'azienda attraverso gli occhi del management; la presentazione di meri valori numerici non permette agli investitori di effettuare un'analisi sulla qualità degli utili e sulla probabilità che le performance storiche si ripetano anche in futuro;
- Contestualizzare l'ambito di analisi delle informazioni economico-finanziarie;⁸²
- Fornire informazioni sulla qualità, e la potenziale variabilità, degli utili e dei flussi di cassa aziendali, in modo da garantire il principio della continuità aziendale, nel rispetto delle esigenze informative degli stakeholder; si enfatizza il ruolo centrale delle informazioni di natura prospettica.

Inoltre, la SEC approfondisce le seguenti tematiche:⁸³

- a) Presentazione del MD&A;
- b) Contenuto e finalità del MD&A.

Nel primo punto si richiama il tema dell'intelligibilità. Si ritorna al concetto, espresso in precedenza, della cultura d'impresa dei destinatari. Bisogna quindi utilizzare un linguaggio chiaro e comprensibile anche per coloro che non sono dotati di competenze tecniche specifiche, nel rispetto del principio di accessibilità. Si suggerisce ai *preparers* di evitare inutili doppioni e di utilizzare strumenti grafici in modo da sintetizzare le informazioni più importanti.

Nel secondo punto le linee guida si soffermano sul principio della selettività e della rilevanza, nel senso che le imprese dovrebbero divulgare le informazioni essenziali al fine di ottimizzare i processi decisionali dei destinatari. Il management dovrebbe

⁸⁰ SEC, *Interpretation: Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*, Release Nos. 33-8350; 34-48960; FR-72, 2003;

⁸¹ Pisano S. (2010), pp. 107-112;

⁸² Clarkson e Richardson (1999) hanno dimostrato l'utilità della MD&A per gli scopi di analisi finanziaria, in quanto contiene informazioni addizionali che contribuiscono a migliorare la precisione delle stime effettuate dagli analisti. Clarkson P. , Richardson G. , "Evidence that management discussion and analysis (MD&A) is a part of a firm's overall disclosure package", *Contemporary Accounting Research* 16 (1999), no. 1, pp. 114-134;

⁸³ Ginesti G. (2014), pp. 36-39;

identificare, discutere e diffondere i *Key Performance Indicators* (KPI)⁸⁴, tra cui indicatori finanziari e non finanziari impiegati dalla stessa dirigenza per scopi interni; questi sono particolarmente utili per capire le determinanti della creazione di valore all'interno dell'impresa. Inoltre la dirigenza non dovrebbe limitarsi a divulgare soltanto le informazioni sugli andamenti economici attuali ma anche qualsiasi notizia in loro possesso che potrebbe compromettere la stabilità futura della società. Si tratta quindi di superare la storicità del bilancio attraverso la disclosure di informazioni previsionali sugli andamenti futuri dell'impresa.

In sintesi, le linee guida della SEC si propongono di superare i limiti informativi principali del bilancio, di cui abbiamo parlato precedentemente. Tuttavia, nei paesi anglosassoni, al contrario di quelli europei, assumono un ruolo fondamentale gli organismi contabili professionali nell'esplicitare e proporre ulteriori linee guida nella redazione della Relazione sulla Gestione. In merito a questa questione è interessante citare le riflessioni di Pisano S. (2011) nel confronto normativo della Relazione sulla Gestione in Italia e in USA. Ella afferma⁸⁵: "Se con riferimento alla realtà italiana i profili informativi sono tutti previsti dal dettato normativo dell'art. 2428 c.c. , diversamente negli USA, gli stessi sono in parte inseriti all'interno dei *releases* della SEC, in parte contenuti nelle guide elaborate dall'AICPA e dal FASB. Di conseguenza, si potrebbe sostenere che, mentre in Italia le informazioni da discutere nella relazione sono tutte disciplinate dall'art. 2428 c.c. e, quindi obbligatorie per le aziende, anche se la scelta in merito sia livello di approfondimento sia alla modalità di rappresentazione è volontaria, diversamente negli USA le informazioni contenute nella MD&A sono in parte obbligatorie ed in parte volontarie".

⁸⁴ La SEC sottolinea: "*As discussed, one of the principal objectives of MD&A is to give readers a view of the company through the eyes of management by providing both a short and long-term analysis of the business. To do this, companies should "identify and address those key variables and other qualitative and quantitative factors which are peculiar to and necessary for an understanding and evaluation of the individual company." Financial measures generally are the starting point in ascertaining these key variables and other factors. However, financial measures often tell only part of how a company manages its business. Therefore, when preparing MD&A, companies should consider whether disclosure of all key variables and other factors that management uses to manage the business would be material to investors, and therefore required. These key variables and other factors may be non-financial, and companies should consider whether that non-financial information should be disclosed*". SEC, *Interpretation: Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*, Release Nos. 33-8350; 34-48960; FR-72, 2003.

In realtà, il termine *Key Performance Indicators* è stato utilizzato per la prima volta dallo ASB che li definisce così: "*KPI are quantified measurements that reflect the critical success factors of an entity and disclose progress towards achieving a particular objective*"; ASB, *Reporting Statement: Operating and Financial Review*, Accounting Standards Boards, 2006, cit. p. 8;

⁸⁵ Pisano S. (2011), cit. p. 121;

Linee guida dell'AICPA e del FASB

AICPA (1994) ⁸⁶	FASB (2001) ⁸⁷
1) <i>Financial and non financial data</i>	1) <i>Financial and non financial data</i>
2) <i>Management analysis about financial and non financial data</i>	2) <i>Management analysis about financial and non financial data</i>
3) <i>Forward-looking information</i>	3) <i>Forward-looking information</i>
4) <i>Information about management and shareholders</i>	4) <i>Information about management and shareholders</i>
5) <i>Background about the company</i>	5) <i>Background about the company</i>
	6) <i>Information about intangible assets</i>

Tabella 2

Fonte: AICPA (1994), FASB (2001)

Come si evince dalla **Tabella 2**, il lavoro del FASB (2001) è chiaramente simile a quello del AICPA (1994); la differenza sostanziale riguarda l'inserimento di informazioni sulle risorse intangibili, in quanto ad esse si attribuisce il ruolo chiave nella creazione di valore d'impresa nel lungo termine.

Con riferimento alla prima categoria di informazioni richieste (dati finanziari e non finanziari), i regolatori richiedono non solo quelle operative - finanziarie contenute nei fascicoli di bilancio ma anche quelle di natura non monetaria come ad esempio le misure di performance (*KPI*); si tratta di indicatori che valutano il grado di efficienza ed efficacia dei fattori produttivi. Inoltre, per agevolare la comparabilità e la comprensibilità si consiglia inoltre la suddivisione e la riclassificazione dei dati per settori di attività.

Nella seconda categoria (analisi del management dei dati finanziari e non finanziari), si richiede alla dirigenza di spiegare accuratamente i motivi delle variazioni dei dati illustrati al punto 1). Si tratta di identificare le risorse chiave nella determinazione del valore creato e di prevedere la probabile evoluzione della gestione.

Nella terza categoria (informazioni prospettiche), il management dovrebbe comunicare

⁸⁶ AICPA, *Improving business reporting. A customer focus*, American Institute of Certified Public Accountants, New York, 1994;

⁸⁷ FASB, *Improving business reporting: insights into enhancing voluntary disclosures*, Financial Accounting Standards Board, 2001;

le informazioni previsionali sugli andamenti futuri nonché i rischi e le incertezze. Sarebbe utile illustrare, ai fini di una miglior comprensione e coerenza, un confronto tra i risultati conseguiti e le informazioni prospettiche diffuse negli anni precedenti.

Nella quarta categoria bisognerebbe mettere a conoscenza gli interlocutori sulla struttura societaria ed in particolare sui compensi, sugli azionisti di maggioranza e sulle transazioni tra l'azienda, i dirigenti e gli azionisti.

Nella quinta categoria l'azienda dovrebbe diffondere informazioni descrittive sulla natura del business, sulla mission aziendale e le strategie programmate per raggiungere gli obiettivi prefissati.⁸⁸

⁸⁸ Pisano S. (2011), p. 115;

1.3.2 Regno Unito

In Gran Bretagna, la normativa sul *directors report* è disciplinata dal *Companies Act* del 2006. Il legislatore si limita a identificare i contenuti minimi obbligatori. Come nel caso degli Stati Uniti, anche in questa sede assumono una notevole importanza gli organismi professionali nella delucidazione e nell'estensione dei contenuti richiesti dalla legge. In particolare, l'ASB nel 2005 ha pubblicato l'*Operating and Financial Review* (OFR). Lo stesso ASB specifica:⁸⁹ *"This Reporting Statement is designed as a formulation and development of best practice; it is intended to have persuasive rather than mandatory force and is not an accounting or reporting standard... An OFR is a narrative explanation, provided in or accompanying the annual report, of the main trends and factors underlying the development, performance and position of an entity during the financial year covered by the financial statements, and those which are likely to affect the entity's future development, performance and position"*. Ne emerge la natura non vincolante del presente documento rispetto agli Stati Uniti; inoltre si coglie la somiglianza con i principi emanati dagli organismi professionali statunitensi; è per questo che, per evitare inutili ripetizioni, ci limiteremo a sottolineare i tratti distintivi del documento.

La differenza fondamentale tra il *directors report* e l'OFR è la seguente: mentre l'obiettivo del primo è quello di fornire una visione fotografica dell'azienda in un determinato istante; quello dell'OFR si focalizza sull'analisi prospettico e in quanto tale richiede maggior dettagli. In questo senso, l'OFR ha la funzione sia di completare tutte quelle informazioni, soprattutto di natura non finanziaria, assenti nel bilancio sia di integrare i dati quantitativi dei prospetti contabili attraverso delle spiegazioni descrittive. Nella **Tabella 3** vengono approfondite le tematiche affrontate dall' ASB nel rispetto di un'analisi equilibrata ed esauriente della situazione aziendale.

⁸⁹ ASB, *Reporting Statement: Operating and Financial Review*, Accounting Standards Boards, 2006, cit. p. 8; <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/ASB/UITF-Abstract-24-Accounting-for-start-up-costs/Reporting-Statement-Operating-and-Financial-Review.aspx>

Operating and Financial Review (OFR) vs Management Discussion and Analysis (MD&A)

OFR (2006)	AICPA (1994) – FASB (2001)
Natura, obiettivi e strategie del business	Background riguardo l'azienda
· Descrizione del contesto e dei mercati di riferimento	· Finalità e descrizione del business
· Descrizione delle strategie	· Descrizione delle strategie
· Descrizione degli obiettivi	· Descrizione degli obiettivi
Andamento e risultato della gestione	Dati finanziari e non finanziari
· Descrizione dell'andamento e del risultato della gestione passata	
· Descrizione dell'andamento e del risultato della gestione prospettica	
Risorse e principali rischi, incertezze e relazioni con gli stakeholder	Informazioni prospettiche (Rischi ed Opportunità) ed informazioni relative al management ed agli investitori
Situazione patrimoniale e finanziaria passata e prospettica	Analisi del management dei dati finanziari e non finanziari
· Analisi della situazione patrimoniale e finanziaria	· Analisi delle variazioni finanziarie, operative e di performance
· Descrizione delle fonti di finanziamento	
· Descrizione del <i>cash flow</i> e della liquidità	
Ulteriori informazioni	Informazioni sulle risorse immateriali
· Informazioni sull'ambiente	
· Informazioni sul personale	
· Informazioni sulle tematiche sociali	
· Informazioni sulle persone con cui l'azienda ha instaurato rapporti contrattuali rilevanti per la gestione aziendale	
· Rendimento delle azioni	
· Altre informazioni	

Tabella 3

Fonte: Proprio adattamento di Pisano S. (2011)

Rispetto alle linee guida dell'AICPA, sicuramente risalta la maggiore attenzione rivolta agli *intangibles* (ulteriori informazioni), già anticipata dal FASB. Inoltre, l'ASB è

sicuramente più preciso e dettagliato nel descrivere la situazione patrimoniale e finanziaria passata e prospettica; esso cerca di sottolineare maggiormente l'importanza dell'informazione previsionale.

La novità del OFR è rappresentata dal fatto che è il primo documento nel contesto europeo che si propone di formalizzare un insieme di principi generalmente accettati per la redazione dell'informativa supplementare di bilancio⁹⁰. Nel prossimo paragrafo tratteremo l'interpretazione più recente della Relazione sulla Gestione: si tratta del *Management Commentary* emanato dallo IASB nel 2010. Si dimostrerà l'affinità che esso presenta con le *guidelines* degli organismi contabili anglo-americani, in particolare con quello dell'ASB visto che il legislatore britannico ha recepito le direttive europee in materia; in particolare la direttiva 51/2003 riguardante l'adozione obbligatoria dei principi contabili internazionali IAS-IFRS a partire dal 2005.

⁹⁰ Ginesti G. (2014), p. 40;

1.4 Il Management Commentary

*“Management commentary is a **narrative** report that provides a context within which to interpret the financial position, financial performance and cash flows of an entity. It also provides management with an opportunity to explain its **objectives** and its **strategies** for achieving those objectives. Users routinely use the type of information provided in management commentary to help them evaluate an entity’s prospects and its general **risks**, as well as the success of management’s strategies for achieving its stated objectives. For many entities, management commentary is already an important element of their communication with the capital markets, **supplementing** as well as **complementing** the financial statements.”⁹¹*

Studiando questa definizione si coglie molto facilmente la somiglianza con le definizioni proposte dagli organismi contabili anglo-americani. Il FASB già definiva l’OFR come “*a narrative explanation accompanying financial statements in order to explain the entity’s future development*”; risalta quindi oltre alla funzione prevalentemente descrittiva (**narrative**) che consente ai portatori d’interesse di avere una visione dell’azienda secondo la *management’s view*, quella integrativa rispetto al bilancio (**supplementing and complementing**). Infine, si intravede subito l’orientamento prospettico delle informazioni richieste sugli obiettivi e le strategie pianificate per raggiungere i risultati prefissati, nonché i rischi che possono influire sui risultati futuri.

Prima però di illustrare nel dettaglio le somiglianze con gli organismi contabili anglosassoni intendiamo concentrarci sugli aspetti caratterizzanti del *Management Commentary*.

Innanzitutto lo IASB suddivide la comunicazione economico-finanziaria su due livelli: il primo riguarda i *primary documents*, ovvero il contenuto minimo obbligatorio dell’informativa di bilancio costituita dai prospetti contabili; il secondo riguarda i *supplementary documents*, vale a dire tutte quelle informazioni aggiuntive comunicate dal management volontariamente che hanno lo scopo di integrare e completare il bilancio. Lo IASB colloca il *Management Commentary* tra i *supplementary documents* in quanto non è vincolante per le imprese ma caldamente consigliato. Questo

⁹¹ IASB, *IFRS Practice Statement. Management Commentary. A framework for presentation*, 2010, cit. p. 5;

comportamento è in linea con la logica del *Board* nell' optare per l'armonizzazione contabile piuttosto che per la standardizzazione; si preferisce promuovere questo tipo di omogeneizzazione volontaria per evitare di creare conflitti con le normative nazionali dei singoli paesi europei in materia di Relazione sulla Gestione. Inoltre, lo IASB non si sofferma solo sulla dimensione quantitativa delle informazioni aggiuntive da fornire, ma anche su quella qualitativa; i contenuti della divulgazione volontaria devono rispettare i principi richiamati nel *Conceptual Framework for Financial Reporting* emanato dal FASB;⁹² si fa riferimento alle caratteristiche *fundamental* (rappresentazione fedele e significatività) ed *enhancing* (verificabilità, comprensibilità, comparabilità e tempestività).⁹³

Lo IASB si limita a fornire una serie di *recommended guidelines* per la redazione di un *decision-useful Management Commentary* che riesca a soddisfare le diverse esigenze informative dei destinatari. Queste linee guida non illustrano in modo specifico il contenuto di tale documento ed è per questo che la dirigenza gode di ampia discrezionalità nella divulgazione informativa. In realtà lo IASB, in precedenza, intendeva fornire degli esempi sulle tipologie di informazioni da comunicare; tuttavia, decise di non inserirli in quanto temeva che si potesse creare un comportamento comunicazionale minimalista da parte dei *preparers*.⁹⁴ Questo è un tema che ha suscitato notevoli critiche poiché si pensa sia un ostacolo al processo di omogeneizzazione fortemente appoggiato dallo IASB; l' interpretazione soggettiva dei diversi manager implica un'ampia disomogeneità nella prassi applicativa e ciò pregiudica un principio qualitativo fondamentale: quello della comparabilità.

Le informazioni da comunicare necessariamente, secondo l'approccio flessibile dello IASB, sono le seguenti:

- 1) La natura del business;**
- 2) Gli obiettivi e le strategie poste in essere per raggiungerli;**
- 3) Le principali risorse, i rischi e le relazioni strategiche;**

⁹² FASB, *Conceptual Framework for Financial Reporting: Objectives of Financial Reporting and Qualitative Characteristics of Decision-Useful Financial Reporting Information*, no. 1260-001, Accounting Standards Board, 2006;

⁹³ Ginesti G. (2014), pp. 44-48;

⁹⁴ Pisano S. (2011), p. 144;

4) Il risultato della gestione e le prospettive future;

5) Gli indicatori di performance.

L'obiettivo di questo elaborato non è quello di illustrare approfonditamente il *Management Commentary*. In questo paragrafo vogliamo concludere con la contestualizzazione della Relazione sulla Gestione disciplinata dal legislatore italiano, in un'ottica internazionale in quanto il codice civile riprende gli stessi principi suggeriti dallo IASB, che a loro volta dipendono dalle linee guida emanate dagli organismi contabili professionali anglo-americani (AICPA, FASB, ASB). Inoltre, nel capitolo 3 mostreremo delle evidenze empiriche su un campione di imprese quotate nel mercato azionario italiano riguardo alla conformità della Relazione sulla Gestione alle linee guida consigliate dallo IASB nel *Management Commentary*. È per questo che ci limiteremo a descrivere attraverso delle tabelle sintetiche le cinque categorie informative illustrate nel *Management Commentary*.

1) Natura del Business

	<u>Finalità informativa</u> La conoscenza del business aziendale e del contesto competitivo in cui l'azienda opera.
	<u>Profili informativi</u>
	Contesto macroeconomico, settore e mercati di riferimento
<i>Storico</i>	Descrizione del contesto macroeconomico, politico, sociale, normativo nazionale e internazionale (PIL, Inflazione ecc.). Analisi quantitativa e descrittiva del settore, dei mercati e dei segmenti di mercato (andamento volumi domanda e offerta, andamento prezzi, concorrenza), della posizione competitiva raggiunta nei vari mercati.
<i>Prospettico</i>	Evoluzioni future del contesto macroeconomico, politico, sociale e normativo e prevedibili riflessi sull'impresa. Analisi e valutazione del futuro andamento del settore, del mercato e dei segmenti di mercato (evoluzione volumi domanda e offerta, tendenza prezzi di vendita, nuovi prodotti, innovazioni tecnologiche), della posizione competitiva raggiungibile in futuro nei vari mercati.
	Business aziendale
<i>Storico</i>	Descrizione dei prodotti e servizi offerti, dei processi produttivi, dei sistemi distributivi, delle business units, dei progetti e investimenti operativi in corso. Illustrazione della struttura organizzativa (eventuale rappresentazione dell'organigramma aziendale), struttura societaria, management e posizioni aziendali ricoperte, partecipazioni, assetto tecnico e localizzazione geografica (sedi legali, sedi secondarie, filiali).
<i>Prospettico</i>	Descrizione dei nuovi prodotti e servizi che verranno offerti sul mercato, dei previsti cambiamenti futuri nei processi produttivi, nei sistemi distributivi e nelle business units, nonché i nuovi investimenti produttivi e le

	nuove opportunità di business. Illustrazione delle variazioni programmate, previste o prevedibili della struttura organizzativa, societaria o geografica, del management, delle partecipazioni.
--	---

Tabella 4

Fonte: Menicucci E. (2012), cit. pp. 57-58

2) Obiettivi e Strategie

	<p>Finalità informativa</p> <p>La valutazione delle strategie aziendali e la relativa capacità di raggiungimento degli obiettivi aziendali.</p>
	<p>Profili informativi</p>
	<p>Obiettivi aziendali</p> <p>Descrizione della mission e dei valori aziendali.</p>
<i>Storico</i>	Illustrazione degli obiettivi strategici aziendali raggiunti (economico-finanziari, gestionali, operativi) e dei cambiamenti significativi degli obiettivi attuali rispetto a quelli passati.
<i>Prospettico</i>	Illustrazione degli obiettivi aziendali strategici futuri (economico-finanziari, gestionali, operativi) e cambiamenti degli obiettivi futuri rispetto a quelli raggiunti.
	<p>Strategie aziendali</p>
<i>Storico</i>	<p>Descrizione delle strategie realizzate e delle azioni compiute per la loro attuazione (priorità strategiche, percorsi, tempi, mezzi) e dei cambiamenti significativi delle strategie attuali rispetto a quelle passate.</p> <p>Illustrazione delle interrelazioni tra gli obiettivi prefissati, le strategie attuate, le modalità di attuazione di queste ultime per il raggiungimento di determinati obiettivi prefissati e le politiche di <i>executive remuneration</i>.</p>
<i>Prospettico</i>	<p>Indicazione delle previste strategie future, delle modalità prospettate di relativa attuazione futura e dei cambiamenti futuri delle strategie attuali.</p> <p>Illustrazione delle interrelazioni tra gli obiettivi futuri, le strategie previste, le previste modalità di attuazioni della strategia per il raggiungimento di determinati obiettivi e le previste politiche di <i>executive remuneration</i>.</p>

Tabella 5

Fonte: Menicucci E. (2012), cit. p. 61

3) Risorse, rischi e relazioni strategiche

	<p>Finalità informativa</p> <p>La conoscenza quali - quantitativa delle risorse financial e non financial disponibili, la valutazione della capacità gestionale di generazione di flussi finanziari sostenibili nel lungo termine in relazione alle risorse a disposizione, la conoscenza dei rischi aziendali a breve e a lungo termine e delle relazioni instaurate con gli stakeholder.</p>
--	---

	Profili informativi
	Risorse financial
<i>Storico</i>	Analisi delle risorse financial a disposizione. Riferimenti quantitativi alla struttura patrimoniale, ai finanziamenti attinti, agli accordi finanziari, ai flussi finanziari. Illustrazione e commento dei dati consuntivi. Analisi dell'adeguatezza delle fonti finanziarie a disposizione rispetto agli impieghi assunti. Piani realizzati per la gestione di carenze o surplus di risorse.
<i>Prospettico</i>	Analisi delle risorse finanziarie che si prevede saranno necessarie in futuro. Illustrazione e commento dei dati prospettici. Analisi dell'adeguatezza delle fonti finanziarie a disposizione rispetto agli impieghi da assumere. Piani futuri per la gestione di previste o eventuali carenze o surplus di risorse future.
	Risorse non financial
<i>Storico</i>	Indicazione quantitativa e descrizione delle risorse non finanziarie: assets materiali e immateriali contabilizzati e non. Riferimenti alle risorse umane, immagine aziendale, brand, marchi, brevetti, diritti, concessioni, attività di ricerca e sviluppo, rete di vendita, portafoglio prodotti. Illustrazioni e commento dei dati consuntivi. Analisi dell'adeguatezza delle risorse a disposizione rispetto alle esigenze attuali. Piani realizzati per la gestione di carenze o surplus di risorse.
<i>Prospettico</i>	Previsioni quali - quantitative delle risorse non finanziarie che saranno necessarie in futuro. Illustrazione e commento di eventuali dati prospettici. Analisi dell'adeguatezza delle risorse a disposizione rispetto alle esigenze future. Piani futuri per la gestione di previste o eventuali carenze o surplus di risorse future.
	Identificazione, analisi e gestione dei rischi
<i>Storico</i>	Indicazione e descrizione dei principali rischi interni ed esterni esistenti (strategici, commerciali, operativi, finanziari). Riferimenti alle modalità di quantificazione e misurazione. Illustrazione delle conseguenze derivanti dall'esposizione ai rischi identificati. Illustrazione degli obiettivi raggiunti e delle strategie adottate e relativa efficacia per la gestione dei rischi esistenti.
<i>Prospettico</i>	Indicazione e descrizione dei principali rischi previsti per il futuro. Illustrazione delle conseguenze derivanti dall'esposizione ai rischi futuri. Illustrazione degli obiettivi e delle strategie previste per la gestione dei rischi futuri.
	Relazioni con gli stakeholders
<i>Storico</i>	Descrizione delle relazioni significative instaurate con gli stakeholder e delle relative modalità di gestione. Riferimenti a politiche ambientali, <i>corporate social responsibility</i> , codice etico, politiche retributive, piani di sviluppo e formazione del personale, piani di <i>stock option</i> . Illustrazione di come le relazioni instaurate con gli stakeholder hanno inciso sul business e sulle performance aziendali; opportunità e rischi derivanti dalle relazioni.
<i>Prospettico</i>	Previste variazioni future nelle relazioni con gli stakeholder e nelle relative modalità di gestione. Prospettive future in materia delle politiche sopracitate. Illustrazione di come le relazioni attuali e future instaurate e da instaurare con gli stakeholder incideranno sul business e sulle performance aziendali future; opportunità e rischi derivanti dalle future relazioni.

Tabella 6

4) Risultato della gestione e prospettive future

	<p>Finalità informativa</p> <p>La valutazione dei risultati raggiunti e delle prospettive gestionali e di performance.</p>
	<p>Profili informativi</p>
	<p>Risultati aziendali</p>
Storico	<p>Illustrazione quantitativa e qualitativa dei principali risultati aziendali raggiunti e dei fattori determinanti (Economico - finanziari, gestionali, operativi). Analisi e commento degli andamenti consuntivi. Indicazione di come e quanto i risultati raggiunti possano ritenersi indicativi di quelli futuri sulla base delle prospettive future del management.</p> <p>Analisi della relazione tra risultati conseguiti, obiettivi e strategie aziendali. Riferimenti alle variazioni significative intervenute nelle performance raggiunte rispetto agli obiettivi prefissati e fattori che hanno influenzato gli eventuali scostamenti.</p>
	<p>Prospettive aziendali</p>
Prospettico	<p>Illustrazione delle prospettive gestionali e di performance future con eventuali riferimenti quantitativi a target di risultato, spiegazione delle ipotesi su cui si basano le prospettive future e i fattori che potrebbero influenzare il raggiungimento di obiettivi futuri.</p> <p>Analisi della relazione tra risultati attesi, obiettivi e strategie aziendali future. Riferimenti alle variazioni attese delle performance future rispetto agli obiettivi previsti.</p>

Tabella 7

Fonte: Menicucci E. (2012), cit. p. 72

5) Indicatori di performance

<p>Finalità informativa</p> <p>L'individuazione delle misure di performance e degli indicatori considerati critici dal management per la valutazione della performance aziendale in relazione a determinati obiettivi e strategie.</p>
<p>Misure di performance finanziarie e non finanziarie</p> <p>Indicazione e commento di misure di performance basate su fattori critici di successo ritenuti determinanti per il raggiungimento degli obiettivi aziendali. Spiegazioni su come e perché i valori assunti dalle misure di performance si sono modificati nel tempo.</p>
<p>Indicatori finanziari e non finanziari</p> <p>Indicazione e commento di indici contabili (margini, quozienti, aggregati di bilancio) ed extra-contabili espressivi di risultati gestionali raggiunti. Spiegazioni su come e perché i valori assunti dagli indicatori si sono modificati nel tempo.</p>

Tabella 8

Fonte: Menicucci E. (2012), cit. p. 77

IASB - Management Commentary (2010)	ASB – OFR (2006)
La natura del business.	Natura, obiettivi e strategie del business.
Obiettivi e strategie.	
Risorse, rischi e relazioni strategiche.	Risorse e principali rischi, incertezze e relazioni con gli stakeholder. Ulteriori informazioni sugli intangibles.
Risultato della gestione e prospettive future.	Andamento e risultato della gestione. Situazione patrimoniale e finanziaria passata e prospettica.
Gli indicatori di performance.	Key performance indicators.

Tabella 9

Fonte: Propria rielaborazione sulla base di Pisano S. (2011)

L'affinità tra il contenuto informativo proposto dallo IASB e dagli organismi professionali anglo-americani è sorprendente, in particolare per quanto riguarda la somiglianza con l'OFR proposta dall'ASB (**Tabella 9**). Tuttavia, non c'è da stupirsi in quanto lo IASB (2010) si è basato principalmente sullo studio delle relazioni redatte dalle aziende operanti nei paesi anglosassoni (Canada, USA, Regno Unito, Nuova Zelanda, Australia) e ha preso spunto anche dalle direttive europee in materia di informativa complementare. Ciononostante la principale differenza rilevata riguarda l'assenza di esempi illustrativi nel *framework* dello IASB. Lo scopo degli organismi professionali anglosassoni è quello di migliorare qualitativamente il contenuto delle informazioni divulgate volontariamente dalle imprese per evitare comportamenti opportunistici da parte del management; per tale motivo essi diffondono degli esempi basati sulle *best practices*. L'obiettivo dello IASB è diverso in quanto intende fornire ai *preparers* semplicemente un quadro di riferimento non vincolante all'interno del quale collocare l'informativa addizionale. Bisogna anche

dire che questa scelta è dettata dal fatto che i paesi *civil law* presentano delle normative in materia poco omogenee tra di loro, rispetto agli stati *common law*, e introdurre una regola obbligatoria per tutti creerebbe senz'altro dei conflitti tra i vari ordinamenti nazionali.

2. La Relazione sulla Gestione: Normativa nazionale e prassi in un confronto internazionale

- 2.1 Un quadro fedele discrezionale sulla situazione aziendale, l'andamento e il risultato della gestione;
 - 2.1.1 L'evoluzione prevedibile della gestione;
 - 2.1.2 L'informativa sui rischi e incertezze;
 - 2.1.3 Gli indicatori di risultato;
 - 2.1.3.3 Finanziari;
 - 2.1.3.4 Non finanziari;
 - 2.1.4 L'informativa su ambiente e personale;
- 2.2 Ulteriori informazioni che devono comunque risultare nella Relazione sulla Gestione;

L'impresa moderna non è più quella storica della rivoluzione industriale, fondata sulla centralità del lavoro dell'individuo; nel mondo di oggi essa è indiscutibilmente l'artefice del processo di creazione di valore all'interno di un contesto economico, sociale, politico e istituzionale in continua evoluzione. La finanza ha assunto un peso sempre più grande, rispetto all'economia, nell'apporto delle risorse necessarie allo sviluppo delle società; sicuramente un fatto positivo per la crescita del benessere collettivo ma non è esente da comportamenti altamente speculativi, capaci di destabilizzare il contesto economico nel quale operano tutti gli interlocutori.⁹⁵

La mutazione genetica dell'impresa ha indotto la dottrina italiana ad estendere la funzione del bilancio civilistico, riconoscendo non solo il diritto dei portatori d'interessi ad essere informati, ma il dovere per gli amministratori di implementare una politica di *full disclosure*;⁹⁶ "un diritto attribuito non solo agli azionisti ma anche ai terzi e alla collettività in generale a causa della sempre maggiore rilevanza che l'impresa assume come fenomeno sociale".⁹⁷

Bruni G. (2007) sostiene che "la tendenza che traspare è quella di piegare lo scopo del bilancio a misurare e a rappresentare non tanto e solo il valore della nuova ricchezza

⁹⁵ Bruni G., "Le informazioni complementari al Bilancio. Quale *reporting revolution*?" *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 1-2 (2007), pp. 4-7;

⁹⁶ Bagnoli C. (2003), p. 6;

⁹⁷ Avi M. S. (1990), cit. p. 15;

generata dall'impresa quanto e piuttosto il valore stesso dell'impresa⁹⁸ e ancor più particolarmente per quella accezione che può riflettersi sull'andamento dei mercati finanziari".⁹⁹

Ciononostante, lo sviluppo dell'informativa verso l'esterno "ha potuto in realtà verificarsi non tanto in seguito ad un'apertura volontaria da parte delle imprese, quanto a causa dell'emanazione di specifiche norme giuridiche, la cui mancata osservanza provoca più o meno rilevanti conseguenze in campo civilistico o addirittura penale".¹⁰⁰ In Italia, infatti, i dirigenti optano per la riservatezza, in quanto una capacità informativa elevata potrebbe aumentare il carico fiscale ai danni dell'azienda¹⁰¹. Bagnoli C. e Vedovato M. (2004) hanno dimostrato l'esistenza di un gap informativo tra le esigenze informative degli analisti finanziari e le notizie divulgate nella relazione sulla gestione dagli amministratori, che pur nella consapevolezza della rilevanza della disclosure preferiscono mantenere il riserbo.¹⁰²

A tal proposito, può rilevarsi interessante citare una ricerca empirica¹⁰³ sulle determinanti dell'andamento azionario di FCA Group nella Borsa Italiana tra il 2004 e il 2016. Lo scopo del lavoro era quello di capire se i rendimenti azionari di FCA Group fossero influenzati dalla quantità di veicoli venduti nei paesi NAFTA, in Europa e in Italia; nonché dalla fiducia dei consumatori presenti nelle regioni sopracitate nei confronti di FCA Group. I principali risultati sono riassunti nel seguente modello:

⁹⁸ Secondo Allegrini M. (2003), "la comunicazione è uno strumento di diffusione del valore, perché se realizzata in modo efficace dovrebbe consentire ai mercati finanziari di apprezzare adeguatamente, pur con tutte le cautele e le incertezze relative, il valore economico del capitale e le relative variazioni e, pertanto, dovrebbe tendere ad attenuare eventuali divergenze tra valore di mercato e valore intrinseco dell'azienda". Allegrini M. , *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, Giuffrè, Milano, 2003, cit. pp. 7-8;

⁹⁹ Bruni G. (2007), cit. p. 10;

¹⁰⁰ Avi M. S. (1990), cit. p. 198;

¹⁰¹ È interessante ricordare lo studio fatto da Gavana, Guggiola, Marenzi (2013) sulle relazioni tra l'imposizione fiscale e il *financial reporting* in Italia. In particolare, essi scrivono: "*Companies which use IFRS face a high degree of disconnection when converting financial to fiscal figures, while the relationship between Italian GAAP and fiscal rules is characterized by a high degree of reciprocal influence. The differences in approaching fiscal matters can also be explained by the fact that, given the Italian industrial structure, most of the Italian GAAP adopters are small and closely held companies with a lower need to communicate information to investors in capital markets and whose accounting results are rarely subjected to external audit. Therefore, in preparing their financial statements, these companies still assign a significant weight to fiscal considerations*". Gavana G. , Guggiola G. , Marenzi A. , "Evolving Connections Between Tax and Financial Reporting in Italy", *Accounting in Europe 10* (2013), no. 1, cit. p. 58;

¹⁰² Bagnoli C. , Vedovato M. , "Le Determinanti del Gap Informativo tra Imprese Quotate ed Analisti Finanziari: I Contenuti della Relazioni sulla Gestione", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale 3-4* (2004), pp. 206-220;

¹⁰³ La ricerca empirica in oggetto è frutto di un lavoro fatto da Pulka Pablo per l'esame di *Economics and Econometrics of International Finance* durante il mese di maggio 2016;

Modello 14: OLS, usando le osservazioni 2004:01-2015:12 (T = 144)
 Variabile dipendente: rfca

	coefficiente	errore std.	rapporto t	p-value	
const	-0,751541	0,654594	-1,148	0,2529	
rftsemib	1,23212	0,119083	10,35	6,76e-019	***
dfidconsequ	1,75532	0,439247	3,996	0,0001	***
dvenditeautoeu	0,234419	0,0934578	2,508	0,0133	**
D102010	-36,6291	7,83299	-4,676	6,92e-06	***
D032005	-21,9535	7,82787	-2,805	0,0058	***
D082006	-25,3155	7,78645	-3,251	0,0014	***
Media var. dipendente	-1,283949	SQM var. dipendente		12,27976	
Somma quadr. residui	8234,321	E.S. della regressione		7,752712	
R-quadro	0,618133	R-quadro corretto		0,601409	
F(6, 137)	36,96060	P-value(F)		2,19e-26	
Log-verosimiglianza	-495,6574	Criterio di Akaike		1005,315	
Criterio di Schwarz	1026,103	Hannan-Quinn		1013,762	
rho	-0,039658	Durbin-Watson		2,060833	

Note: SQM = scarto quadratico medio; E.S. = errore standard

Test LM per l'autocorrelazione fino all'ordine 12 -
 Ipotesi nulla: Non c'è autocorrelazione
 Statistica test: LMF = 1,8205
 con p-value = $P(F(12, 125) > 1,8205) = 0,0515468$

Figura 3

Fonte: Pulka P. (2016)

Il rendimento azionario di FCA (variabile dipendente), come mostrato dal seguente grafico, è influenzato positivamente, oltre che naturalmente dal rendimento del *ftsemib*, soprattutto dalla fiducia dei consumatori europei (coefficiente 1,75) e anche in minor rilevanza dalla vendita di auto in Europa (coefficiente 0,23). Quello che vogliamo sottolineare è l'importanza che hanno gli stakeholder (in questo caso i consumatori europei) nel processo di creazione di valore d'impresa non solo in ambito nazionale; l'andamento delle azioni di FCA nel mercato borsistico italiano, infatti, sono influenzate anche dalla fiducia dei consumatori europei. Questo effetto, causato dalla globalizzazione, ci fa capire la rilevanza del processo comunicativo al di fuori dei confini domestici; per questo motivo si è sentito sempre di più il bisogno di accelerare il processo di riduzione delle asimmetrie informative, a favore di un'apertura sempre più internazionale dell'informativa di bilancio; un'apertura che deve garantire la confrontabilità e la comprensibilità della disclosure, soprattutto, nei vari paesi in cui l'azienda stessa opera, in un'ottica sempre più internazionale.

È innegabile l'importanza del bilancio d'esercizio nel processo di comunicazione esterna, in quanto assume un ruolo fondamentale nell'instaurazione di relazioni durevoli con i portatori d'interessi. Secondo Caratozzolo (2006), i due scopi fondamentali del bilancio sono: a) "La rappresentazione del risultato economico conseguito nell'esercizio, al fine di determinare le quote di utili attribuibili agli aventi diritto e b) L'esposizione della struttura e dell'ammontare del patrimonio dell'impresa alla fine del periodo considerato".¹⁰⁴

È tuttavia da notare:

- La storicità del bilancio e la natura quantitativa contabile dei valori finanziari¹⁰⁵ incapaci di spiegare il reale andamento della società, anche in un'ottica prospettica.¹⁰⁶
- La non adeguata rappresentazione delle informazioni quantitative non monetarie e qualitative, fondamentali per capire la dinamica aziendale e soprattutto le determinanti della creazione di valore.¹⁰⁷

Onida P. (1965) così scrive: "In realtà il reddito d'esercizio rileva solo qualche aspetto- talora relativamente limitato- del risultato economico della gestione: risultato che si esprime in un giudizio complesso, e che neanche si presta in ogni aspetto ad essere tradotto in dati quantitativi".¹⁰⁸

Potito L. (2002) sostiene che "il fenomeno della presenza sempre più massiccia delle risorse intangibili ha fatto esplodere in tutta la sua evidenza i limiti dell'informazione contenuta nel bilancio d'esercizio";¹⁰⁹ si riferisce all'immagine, ai marchi, il know-how e le competenze distintive dell'azienda.

- Il linguaggio prettamente tecnico-contabile, che danneggia tutti coloro non dotati di particolari conoscenze specifiche in materia. A tal proposito Avi M. S. (1990), riferendosi ai prospetti contabili, sostiene che "il documento in oggetto dovrebbe

¹⁰⁴ Caratozzolo M. , *Il bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 2006, cit. p. 28;

¹⁰⁵ Bruni G. (2007), p. 9;

¹⁰⁶ Secondo Potito L. (2002) "l'ottica di breve periodo e lo sguardo limitato sul futuro del bilancio" rappresentano uno degli ostacoli principali alla divulgazione di informazioni *forward-looking*. Potito L. (2002), cit. p. 506;

¹⁰⁷ Zappa G. (1957) affermava: "La stessa determinazione del reddito, la quale parte appare assai più varia e complessa delle determinazioni dei patrimoni di funzionamento, rivela la gestione solo in alcuni dei suoi elementi capitali e quasi prescinde da alcuni aspetti, da molti rapporti e da numerose circostanze essenziali per la comprensione e per la configurazione adeguata della dinamica aziendale". Zappa G. , *Le produzioni nell'economia delle imprese*, vol. 1-2, Giuffrè, Milano, 1957, cit. p. 110;

¹⁰⁸ Onida P. , *Economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1965, cit. p. 622;

¹⁰⁹ Potito L. (2002), cit. p. 507;

utilizzare una simbologia contabile chiara, univoca, e dotata inoltre di immediatezza e concisione”.¹¹⁰ Si fa riferimento al tema della *readability*; in Italia l’OIC 11, pur richiamando i principi di chiarezza e comprensibilità, consiglia di non ricorrere ad una informazione superflua ed eccessiva.¹¹¹ È da ricordare il pensiero di Simonetto E. (1975) il quale esprime: “è evidente che l’amministratore, il quale divulgasse eccessive notizie, al di là di quello che la legge richiede di fare edotti i terzi e i soci intorno agli elementi richiesti dalla legge stessa, potrebbe sottostare a responsabilità nei confronti delle società e/o dei soci eventualmente danneggiati dalla divulgazione medesima, indipendentemente da ogni altra conseguenza a suo carico”.¹¹²

Alla luce di queste considerazioni si deduce che l’informativa di bilancio è “necessaria ma non sufficiente”¹¹³ in quanto non può ritenersi uno strumento d’informazione completo.¹¹⁴ La comunicazione economico-finanziaria non può limitarsi alla rappresentazione dell’aspetto reddituale e alla relativa delucidazione in nota integrativa¹¹⁵, ma deve spingersi nella divulgazione di ulteriori informazioni descrittive ed esplicative¹¹⁶.

Bruni G. (2007) scrive: “È il bilancio medesimo, nei propri limiti di congenialità, che non corrisponde all’esigenza di conoscere taluni aspetti della vita aziendale. Il bilancio tradizionale appare, infatti, inadeguato a fornire le risposte alle istanze che si richiedono sia dall’interno dell’impresa per una consapevole funzione di governo, sia dall’esterno per soddisfare attese, sicuramente in primis degli analisti finanziari, ma, più in generale, di tutti i soggetti, stockholders e stakeholders, interessati a ritrarre dall’azienda

¹¹⁰ Avi M. S. (1990), cit. p. 11;

¹¹¹ Liberatore G. , Dasmi T. , Mazzi F. , “Determinanti della readability dei bilanci delle società quotate italiane”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 1-4 (2016), p. 68;

¹¹² Simonetto E. , “Osservazioni sulla legge 216/74 nella parte riguardante il bilancio d’esercizio, il conto profitti e perdite, e la relazione degli amministratori”, *Rivista delle Società*, 1975, cit. p. 38;

¹¹³ Allegrini M. (2003), cit. p. 120;

¹¹⁴ Avi M. S. (1990), p. 191;

¹¹⁵ Mentre la nota integrativa ha lo scopo di illustrare il contenuto dei segni numerici e linguistici utilizzati nella predisposizione del bilancio, la relazione sulla gestione si pone l’obiettivo di tradurre il linguaggio prettamente tecnico-contabile del bilancio al fine di colmare i limiti cognitivi degli utilizzatori. Bagnoli C. (2003), p. 37;

Menicucci E. (2012) sostiene che “le informazioni contenute nella relazione sulla gestione vanno oltre la mera esplicitazione del dato contabile e ricomprendono aspetti di natura gestionale riguardanti piuttosto l’influenza che tali rapporti hanno avuto sulle dinamiche aziendali e sul risultato d’esercizio, nonché sulle motivazioni che hanno condotto allo svolgimento di tali operazioni”; Menicucci E. (2012), cit. p. 129;

¹¹⁶ Secondo Allegrini M. (2003), le notizie di natura descrittiva sono quelle “volte alla spiegazione dei valori contabili contenuti nello stato patrimoniale e nel conto economico; queste sono generalmente contenute nella nota integrativa”; Allegrini M. (2003), cit. pp. 23-24;

un'immagine più ampia, più integrata, onde percepirne, analizzarne e interpretarne i segnali di tendenza delle condizioni vitali, di equilibrio e sviluppo".¹¹⁷ In quest'ottica, la relazione sulla gestione assume un ruolo fondamentale nel colmare il gap informativo.¹¹⁸ Tuttavia, nonostante la relazione sulla gestione sia un documento obbligatorio nella forma, non si può dire lo stesso per quanto concerne i suoi contenuti; il legislatore si è limitato ad illustrare un elenco degli argomenti minimi che dovrebbero essere trattati all'interno del documento, senza fornire indicazioni specifiche sul contenuto degli stessi. In questo senso, il management gode di ampia discrezionalità sul livello di approfondimento dei singoli contenuti, in quanto volontari. Questo comportamento da parte del legislatore è in linea con quello dei principali organismi professionali europei, tra cui lo IASB e l'ASB nell'intento dell'armonizzazione contabile comunitaria.¹¹⁹

L'attuale disciplina della relazione sulla gestione (art. 2428 c.c.) è il risultato di un processo evolutivo normativo dalla portata sempre più internazionale culminata nel 2007 con il recepimento della direttiva europea 2003/51.

Per capire al meglio i contenuti attuali dell'art. 2428 c.c. analizzeremo brevemente la genesi normativa della relazione sulla gestione nella sua "lunga marcia verso la trasparenza"¹²⁰, passando dalla legge 216/74 al recepimento della IV direttiva tramite il decreto legge 127/91; ci soffermeremo poi in particolare sul decreto legislativo 32/2007.¹²¹

La relazione degli amministratori secondo la legge n. 216/74

La vera nascita della Relazione sulla Gestione risale all'introduzione del codice civile del 1942 in quanto il precedente codice di commercio del 1882 non imponeva la relazione di documenti obbligatori da corredare al bilancio, ma faceva riferimento ad un documento giustificativo che gli amministratori dovevano presentare ai sindaci.

L'art. 2423 del codice civile del 1942 stabiliva: "Il bilancio deve essere corredato da una

¹¹⁷ Bruni G. (2007), cit. p. 11;

¹¹⁸ Bagnoli C. scrive riguardo alla relazione sulla gestione: "è la sua natura di documento discorsivo sia sintetico che analitico, sia quantitativo che qualitativo, sia consuntivo che prospettico ma, soprattutto, aperto, a permetterle infatti di migliorare la portata informativa del bilancio"; Bagnoli C. (2003), cit. p. 38;

¹¹⁹ Pisano S. (2010), pp. 71-72;

¹²⁰ Castellano G., "La relazione degli amministratori al bilancio d'esercizio", *Giurisprudenza Commerciale 1 (1983)*, cit. p. 307;

¹²¹ Nella disamina della genesi normativa ci limiteremo soltanto ad illustrare l'evoluzione della disciplina sulla Relazione sulla Gestione, senza soffermarci nella spiegazione dettagliata dei contenuti; la delucidazione approfondita sui contenuti dell'attuale articolo 2428 c.c. sarà fatta nel prossimo paragrafo;

relazione degli amministratori sull'andamento della gestione sociale". Non c'erano particolari indicazioni attinenti al contenuto del documento in oggetto ed è per questo che era stato fortemente criticato e definito come un "precetto generico".¹²²

La puntualizzazione del contenuto minimo della Relazione degli Amministratori avvenne nel 1974 tramite la legge 216/74. Il nuovo articolo 2429-*bis* del codice civile¹²³, interamente dedicato alla relazione in oggetto, spiegava nel primo comma il ruolo della stessa, vale a dire quello di "illustrare l'andamento della gestione nei vari settori in cui la società ha operato, anche attraverso altre società da essa controllate, con particolare riguardo agli investimenti, ai costi e ai prezzi". Nel secondo comma specificava: "Devono essere anche indicati i fatti di rilievo verificatisi dopo la chiusura dell'esercizio". Il terzo comma, diversamente dai primi due nei quali veniva lasciata ampia discrezionalità al management in merito all'approfondimento dei contenuti, richiedeva specifiche informazioni riguardanti, prima di tutto, i criteri utilizzati per la valutazione dei beni, per gli ammortamenti e gli accantonamenti, nonché gli interessi passivi, le azioni proprie e i rapporti con le società controllanti, controllate e collegate. In questo senso, la relazione degli amministratori, da un lato, aveva il compito quantitativo - esplicativo di commentare le voci contenute nel bilancio (comma 3); dall'altro lato, aveva una funzione qualitativa - discorsiva atta ad illustrare l'andamento della gestione dell'impresa (comma 1-2).¹²⁴ Non c'è da stupirsi in quanto nel 1974 la relazione degli amministratori era una vera e propria "sintesi dell'attuale relazione sulla gestione e nota integrativa".¹²⁵

La scissione della Relazione degli Amministratori secondo il decreto legge 127/91

Il decreto legge 127/91, nel recepimento della IV direttiva CEE, ha portato alla scissione della Relazione degli Amministratori in due documenti:¹²⁶

- La nota integrativa, la quale è diventata parte integrante del bilancio civilistico¹²⁷ ed è stata inserita nell'art. 2427 c.c. ; fondamentalmente all'interno del suddetto articolo sono confluite tutte quelle richieste, in tema di approfondimenti e

¹²² Castellano G. (1983), cit. p. 310;

¹²³ <http://www.testolegge.com/codice-civile/articolo-2429>, Data di Consultazione 03/04/2017;

¹²⁴ Menicucci E. (2012), pp. 27-29;

¹²⁵ Pisano S. (2010), cit. p. 82;

¹²⁶ Bagnoli C. (2003), p. 62;

¹²⁷ Il primo comma dell'art. 2423 c.c. così recita: "Gli amministratori devono redigere il bilancio di esercizio, costituito dallo stato patrimoniale, dal conto economico e dalla nota integrativa";

integrazioni del bilancio, disciplinate dal terzo comma del precedente art. 2429-*bis*, in aggiunta ad ulteriori informazioni suggerite dalla normativa comunitaria;

- La relazione sulla gestione da corredare al bilancio, inclusa nell'art. 2428 c.c. .

Il nuovo articolo 2428 del codice civile mantenne la stessa struttura del precedente art. 2429-*bis*. Così recitava al primo comma: "Il bilancio deve essere corredato da una relazione degli amministratori sulla situazione della società e sull'andamento della gestione, nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato, anche attraverso imprese controllate, con particolare riguardo ai costi, ai ricavi e agli investimenti." Nel secondo comma si sostiene che dalla relazione devono in ogni caso risultare una serie di informazioni specifiche tra cui le attività di ricerca e di sviluppo, i rapporti con imprese controllate, collegate e controllanti, il numero e il valore nominale sia delle azioni proprie sia delle azioni o quote di società controllanti possedute dalla società, i fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio e l'evoluzione prevedibile della gestione. In questo modo, il legislatore assegnava alla nota integrativa la funzione di commentare ed esplicitare i dati dei prospetti contabili mentre alla relazione sulla gestione attribuiva il ruolo descrittivo e interpretativo dei dati contenuti nel bilancio, inquadrandoli all'interno dell'andamento della gestione aziendale.¹²⁸

Pisano S. (2010) afferma che "la funzione che il legislatore ha definitivamente attribuito alla relazione sulla gestione è stata, quindi, quella di contestualizzazione delle performance economico-finanziarie conseguite nell'esercizio, a livello sia complessivo sia settoriale, mediante la diffusione di informazioni ad integrazione di quelle contenute nel bilancio, nonché l'esplicitazione delle ipotesi sull'evoluzione prevedibile della gestione".¹²⁹

L'introduzione della direttiva 2003/51/CE (d. lgs 32/2007)

Con il decreto legislativo 32/2007 si recepì in Italia la direttiva europea 2003/51, la quale si proponeva di modernizzare i contenuti della IV direttiva in un'ottica sempre più internazionale. La IV direttiva, infatti, estremamente generica, aveva causato nella prassi una situazione di disomogeneità informativa, contraria all'omogeneizzazione auspicata

¹²⁸ Menicucci E. (2012), pp. 30-31;

¹²⁹ Pisano S. (2010), cit. p. 84;

dal legislatore comunitario nel processo di armonizzazione contabile. Per tale motivo lo scopo della nuova direttiva era quello di migliorare la comparabilità formale e sostanziale dei bilanci d'esercizio nei vari paesi europei; lavoro già avviato dallo IAS-IFRS¹³⁰ con l'applicazione obbligatoria dei principi contabili internazionali da parte delle società quotate.¹³¹ La necessità di estendere la disclosure fu percepita, in primis, dal sistema bancario; i nuovi meccanismi di rating bancario previsti dall'Accordo di Basilea 2 puntavano non più soltanto sulle informazioni di tipo quantitativo ma anche su quelle qualitative, riguardanti ad esempio gli obiettivi strategici delle imprese nel lungo periodo; inoltre si sosteneva che il *risk management* fosse fondamentale all'interno del contesto di vigilanza prudenziale.¹³²

Il decreto legislativo 32/2007 accoglie soltanto le disposizioni di carattere obbligatorio per gli stati membri; in particolare, il legislatore, riscrive il primo comma dell'articolo 2428 c.c. : “Il bilancio deve essere corredato da una relazione degli amministratori contenente un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione, nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato, anche attraverso imprese controllate, con particolare riguardo ai costi, ai ricavi e agli investimenti, nonché una descrizione dei principali rischi e incertezze cui la società è esposta”. Inoltre, introduce il secondo comma: “L'analisi di cui al primo comma è coerente con l'entità e la complessità degli affari della società e contiene, nella misura necessaria alla comprensione della situazione della società e dell'andamento e del risultato della sua gestione, gli indicatori di risultato finanziari e, se del caso, quelli non finanziari pertinenti all'attività specifica della società, comprese le informazioni attinenti all'ambiente e al personale. L'analisi contiene, ove opportuno, riferimenti agli importi riportati nel bilancio e chiarimenti aggiuntivi su di essi”. La parte restante del vecchio articolo 2428 c.c. , ad eccezione del punto 6-*bis*¹³³, non subisce modifiche da parte del d. lgs 32/2007.¹³⁴

¹³⁰ Due traguardi importanti sono da ricordare nel cammino verso l'armonizzazione contabile europea: la Direttiva 2001/65/CE riguardante il criterio valutativo del *fair value* e il Regolamento CE 1606/2002 inerente l'applicazione obbligatoria dei principi contabili internazionali IAS/IFRS per le società quotate.

¹³¹ Petrolati P. , “L'adeguamento della normativa italiana alle direttive contabili comunitarie: la relazione sulla gestione”, Quaderno Monografico, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 9-10 (2007), pp. 4-6;

¹³² Di Lorenzo A. , “Vademecum operativo del CNDCEC sulla redazione della relazione sulla gestione”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 3 (2009), p. 496;

¹³³ Il punto 6 bis era stato introdotto dal decreto legislativo 394/2003 per venire incontro al bisogno delle banche nel fronteggiare al meglio i rischi d'impresa evidenziati nell'accordo di Basilea 2;

¹³⁴ Dalla relazione devono in ogni caso risultare:

1) le attività di ricerca e di sviluppo;

Nei primi due commi gli amministratori dovrebbero fornire un quadro fedele generale sulla situazione e l'andamento della società; da ciò si evince l'intenzione del legislatore, da un lato, di favorire il principio della discrezionalità nella redazione della relazione sulla gestione ma, dall'altro, di far rispettare il concetto marcatamente internazionale della *true and fair view*. Nel terzo comma, invece, si alleggerisce la soggettività dei preparers, in quanto le informazioni da fornire sono specificate puntualmente dal legislatore.

La novità della nuova normativa sta proprio nel carattere fortemente prospettico, tale da superare la storicità intrinseca nel bilancio; alla richiesta di indicatori finanziari e non finanziari, che illustrino meglio la situazione patrimoniale - finanziaria dell'impresa, si aggiunge quella dei rischi e le incertezze a cui l'azienda stessa è esposta. In particolare, per quanto concerne i rischi, si intende proseguire in linea con quanto disciplinato precedentemente nel punto 6-bis dal decreto legislativo 394/2003. La relazione sulla gestione diventa ora portatrice non solo dei punti di forza, ma soprattutto dei punti deboli dell'azienda che potrebbero comprometterne l'evoluzione futura (rischi e incertezze); non solo bisogna elencare gli indicatori di risultato determinanti nel spiegare i fattori critici di successo o insuccesso, ma anche tutte quelle notizie in possesso del management che potrebbero influire pesantemente sulla continuità

2) i rapporti con imprese controllate, collegate, controllanti e imprese sottoposte al controllo di queste ultime;
3) il numero e il valore nominale sia delle azioni proprie sia delle azioni o quote di società controllanti possedute dalla società, anche per tramite di società fiduciaria o per interposta persona, con l'indicazione della parte di capitale corrispondente;

4) il numero e il valore nominale sia delle azioni proprie sia delle azioni o quote di società controllanti acquistate o alienate dalla società, nel corso dell'esercizio, anche per tramite di società fiduciaria o per interposta persona, con l'indicazione della corrispondente parte di capitale, dei corrispettivi e dei motivi degli acquisti e delle alienazioni;

5) i fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio;

6) l'evoluzione prevedibile della gestione.

6-bis) in relazione all'uso da parte della società di strumenti finanziari e se rilevanti per la valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio:

a) gli obiettivi e le politiche della società in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste;

b) l'esposizione della società al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità e al rischio di variazione dei flussi finanziari.

[Entro tre mesi dalla fine del primo semestre dell'esercizio gli amministratori delle società con azioni quotate in mercati regolamentati devono trasmettere al collegio sindacale una relazione sull'andamento della gestione, redatta secondo i criteri stabiliti dalla Commissione nazionale per le società e la borsa con regolamento pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana. La relazione deve essere pubblicata nei modi e nei termini stabiliti dalla Commissione stessa con il regolamento anzidetto.]

Dalla relazione deve inoltre risultare l'elenco delle sedi secondarie della società.

<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/guidaAlDiritto/codici/codiceCivile/articolo/2928/art-2428-relazione-sulla-gestione.html> Data di Consultazione 03/04/2017;

aziendale¹³⁵.

Menicucci E. (2012) afferma che “la pretesa informativa della normativa diventa così molto più ambiziosa, prevedendo che l’organo amministrativo fornisca una combinazione di notizie qualitative e quantitative, consuntive e prospettive, di carattere contabile ed extra-contabile nonché di natura socio-ambientale relative alla gestione aziendale, che valorizzano significativamente il contenuto della relazione sulla gestione, attribuendole altresì una fisionomia di matrice internazionale”.¹³⁶

C’è, infine, da sottolineare come le informazioni richieste dal legislatore debbano essere calibrate in base non soltanto alla dimensione e all’attività esercitata dall’azienda in questione, ma anche in riferimento alla varietà di stakeholder a cui si rivolge, ossia “funzionalmente al grado di apertura della stessa verso l’ambiente”¹³⁷, “nella misura necessaria alla comprensione della situazione della società e dell’andamento e del risultato della sua gestione”. In questo senso, si apre la strada verso un dualismo applicativo su due livelli di approfondimento¹³⁸ in base “all’entità e la complessità degli affari della società”.

¹³⁵ Petrolati P. (2007) scrive: “in tale ottica l’informazione del bilancio di esercizio diventa, quindi, più tempestiva, aggiornata ed evidentemente più funzionale alla verifica del rispetto di quel principio della continuità aziendale (*going concern principle*), quale insieme di circostanze che definiscono le condizioni di esistenza dell’impresa nel suo ambiente di riferimento, su cui è costruito l’intero sistema del bilancio di esercizio quale bilancio di normale funzionamento”; Petrolati P. (2007), cit. p. 13;

¹³⁶ Menicucci E. (2012), cit. pp. 34-35;

¹³⁷ Petrolati P. (2007), cit. p. 13;

¹³⁸ Nel prossimo paragrafo approfondiremo la questione riguardante l’ambito applicativo dell’articolo 2428 c.c. , in quanto il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC) ha suddiviso l’informativa da comunicare su due livelli: un primo livello di richieste informative obbligatorio per tutte le aziende mentre un secondo livello obbligatorio solo per le grandi aziende. CNDCEC, *La Relazione sulla Gestione. Art. 2428 Codice Civile. La Relazione sulla Gestione dei bilanci d’esercizio alla luce delle novità introdotte dal d. lgs. 32/2007*, Roma, 14 gennaio 2009;

2.1 Un quadro fedele discrezionale sulla situazione aziendale, l'andamento e il risultato della gestione

Nella locuzione “il bilancio deve essere **corredato** da una relazione degli amministratori” si nota come la relazione sulla gestione costituisca, ai fini del legislatore, non un documento integrante del fascicolo di bilancio bensì un semplice allegato. L'obiettivo è quello di tradurre il messaggio contenuto all'interno del bilancio, corredandolo di un'analisi esplicativa sulla situazione, l'andamento e il risultato della gestione della società. Al contrario, nei paesi anglosassoni, in primis negli Stati Uniti, tale relazione è inclusa *nell'annual report*. Tuttavia, alla luce del processo di armonizzazione contabile europeo si può affermare che la relazione sulla gestione non sia più inserita nell'ottica dei *supplementary documents* ma in quella dei *primary documents* composti dal conto economico, stato patrimoniale e nota integrativa. Il legislatore italiano, attraverso il recepimento della direttiva europea 2003/51, nonché grazie all'influenza esercitata dallo IASB, ha indirettamente inteso la relazione sulla gestione come un allegato *sui generis* del bilancio¹³⁹; nel senso che “è un documento giuridicamente a corredo di quest'ultimo, ma di fatto avente un'importanza informativa pari agli altri documenti che lo compongono, così come lo è il *Management Commentary* nell'ambito del *financial reporting IAS/IFRS*”.¹⁴⁰ Questa tesi è ulteriormente rafforzata in seguito al recepimento della direttiva 2006/43/CE; nell'articolo 14 del d. lgs. 39/2010 viene imposto l'obbligo di verificare, tramite un revisore legale dei conti, il grado di coerenza sulla corrispondenza tra la relazione sulla gestione e il bilancio stesso. Si intuisce chiaramente che la predetta relazione, pur essendo normativamente un allegato del bilancio, costituisce, dal punto di vista del legislatore, un documento integrato e inscindibile nel sistema di *financial reporting*.¹⁴¹

La Relazione degli Amministratori deve contenere “un'analisi fedele, equilibrata ed

¹³⁹ Già dalle sentenze della magistratura italiana negli anni '90 emergeva che l'invalidità di un allegato al bilancio (nel nostro caso la relazione sulla gestione) poteva comportare nullità radicale del bilancio stesso. La complementarietà tra i due documenti era talmente evidente che l'occultamento di alcuni fatti nella relazione degli amministratori potevano determinare la falsità, nonché la nullità del bilancio stesso. Diverso, invece, è il recente parere del Tribunale di Roma (29 luglio 2013) il quale assegna alla relazione sulla gestione un ruolo di secondaria rilevanza in quanto considerata un semplice elemento a corredo del bilancio. Avi M.S., “La relazione sulla gestione: obbligatoria ma inutile oppure sostanziale “quarto elemento” del Bilancio?”, *il Fisco*, 07/2014, pp. 619-620;

¹⁴⁰ Menicucci E. (2012), cit. p. 140;

¹⁴¹ Ivi, pp. 22-23, 139-143;

esauriente della situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione”, ovvero un quadro fedele che rispetti il postulato della *true and fair view* considerato nella IV direttiva europea. Visto che il concetto della rappresentazione veritiera e corretta è richiamato anche nei cosiddetti *primary documents*, se ne deduce che la relazione sulla gestione gode, implicitamente, della stessa rilevanza assegnata alla nota integrativa, stato patrimoniale e conto economico nell'ambito della *financial disclosure*.

La “**fedeltà**” dell'analisi secondo De Sarno M. (2007) può essere “intesa come constatata veracità, sia dei fatti e dei valori considerati nella relazione, sia dei relativi commenti espressi in quest'ultima”¹⁴². Riguarda il principio della *faithful representation* definita nel seguente modo dal FASB nel *Conceptual Framework for Financial Reporting* (2006) : “*To be useful in making investment, credit, and similar resource allocation decisions, information must be a faithful representation of the real-world economic phenomena that it purports to represent. The phenomena represented in financial reports are economic resources and obligations and the transactions and other events and circumstances that change them. To be a faithful representation of those economic phenomena, information must be verifiable, neutral, and complete*”.¹⁴³ Le notizie divulgate dovrebbero essere chiare, corrette, veritiere ma soprattutto affidabili. A tal proposito lo stesso De Sarno M. suggerisce ai *preparers* di spiegare tutte quelle informazioni caratterizzate da una maggiore varianza, nonché i piani messi in atto dal management per gestire con prudenza i rischi legati alla precisione delle stime.

Per quanto riguarda il termine “**equilibrata**” ci sono molte interpretazioni ma l'opinione condivisa dalla maggior parte degli autori è che ci si riferisce ad un'informativa che non deve essere né eccessiva, in termini quantitativi, né lacunosa¹⁴⁴; in quanto la prima potrebbe compromettere l'intelligibilità dei contenuti, mentre la seconda influirebbe negativamente sulle decisioni consapevoli degli stakeholder. Riprendendo il concetto di Avi M. S. (1990): “Informare significa inviare messaggi al mondo esterno; ma soprattutto

¹⁴² De Sarno M. , “La relazione sulla gestione. Ruolo informativo e contenuto della stessa”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* (2007), fascicolo 9/10, cit. p. 459;

¹⁴³ FASB, *Conceptual Framework for Financial Reporting: Objectives of Financial Reporting and Qualitative Characteristics of Decision-Useful Financial Reporting Information*, no. 1260-001, Accounting Standards Board, 2006, cit. S8;

<http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Conceptual-Framework/DPJul06/Comment-Letters/Documents/CL9.pdf>, Data di Consultazione 04/04/2017;

¹⁴⁴ Petrolati P. (2007), p. 19;

vuol dire non perdere di vista la reale capacità di ricezione dell'utente finale".¹⁴⁵ Secondo De Sarno. (2007) il concetto di equilibrio consiste nel proporzionare adeguatamente gli argomenti sulla base della loro rilevanza informativa.¹⁴⁶

Probabilmente, l'intenzione del legislatore è quella di bilanciare, nell'ottica neutrale richiamata già dal FASB, i costi e i benefici della disclosure. Se da un lato, infatti, il management dovrebbe guadagnarsi la fedeltà degli interlocutori attraverso la comunicazione del maggior numero di notizie possibili e soprattutto affidabili, dall'altro, la stessa dirigenza potrebbe optare per un comportamento discrezionale in modo da difendere la posizione competitiva dell'impresa.

Quanto al termine "**esauriente**", si riconduce ad un senso di completezza informativa in modo da soddisfare il normale fabbisogno informativo degli *users*. Può essere inteso come la divulgazione minima di informazioni capaci di convincere i destinatari sul reale andamento della società. ¹⁴⁷ In questo caso è lo stesso legislatore a richiedere ai *preparers* "ove opportuno, riferimento agli importi riportati nel bilancio e chiarimenti aggiuntivi su di essi".

Si ritiene opportuno richiamare il tema della **readability**. Lo stesso IAS 1 afferma: "*The descriptions used and the ordering of items or aggregation of similar items may be amended according to the nature of the entity and its transactions, to provide information that is relevant to an understanding of the entity's financial position*".¹⁴⁸Tuttavia, precisa l'OIC 11, "l'informativa fornita non deve essere eccessiva e superflua".¹⁴⁹ È chiaro il riferimento al concetto di equilibrio consigliato dal legislatore nazionale in base "all'entità e la complessità degli affari della società".

Chall J. S. (1958) definisce la *readability* così: "*the sum total (including the interactions) of all those elements within a given piece of printed material that affect the success which a group of readers have with it. The success is the extent to which they understand, read it at*

¹⁴⁵ Avi M. S. (1990), cit. p. 103;

¹⁴⁶ De Sarno M. (2007), p. 459;

¹⁴⁷ Ivi, p. 459;

¹⁴⁸ <https://www.iasplus.com/en-gb/standards/ias/ias1> cit. *terminology*;

¹⁴⁹ OIC 11, cit. p. 12

http://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/downloads/2016/12/2005-05-30_Principio-11_finalit%C3%A0-e-postulati.pdf , Data di Consultazione 06/04/2017;

optimum speed and find it interesting"¹⁵⁰. È interessante citare lo studio fatto da Liberatore, Dasmi, Mazzi (2016)¹⁵¹ sugli effetti e le determinanti della *readability*. I bilanci *readable* tendono a migliorare la precisione delle stime degli analisti e sono caratterizzati da una varianza minore. Gli autori, in particolare, hanno analizzato i bilanci delle società italiane quotate tra il 2006 e il 2012. I risultati ottenuti dimostrano la scarsa propensione a comunicare un messaggio economico chiaro da parte delle imprese italiane; essi sostengono: "è però soprattutto l'equilibrio finanziario ad avere un forte impatto sulla *readability*: laddove questo è stabile, sia nella gestione corrente che nelle scelte strutturali sulla composizione delle fonti, la *readability* è salvaguardata, mentre laddove emergono tensioni finanziarie legate al ciclo operativo o squilibri per eccesso di passività, si hanno maggiori difficoltà di comunicazione"¹⁵². L'eccessiva comunicazione rischia di diventare falsa trasparenza.¹⁵³

Il legislatore nazionale prevede che la relazione sulla gestione debba contenere un'analisi sulla "situazione della società, l'andamento e il risultato della gestione". Per quanto riguarda il significato di "**situazione della società**", la scelta di anteporre quest'ultima rispetto all'andamento dell'impresa ha portato molti autori ad interpretare il concetto di situazione della società nel senso "anche, soprattutto o solo"¹⁵⁴ di posizione dell'impresa rispetto al contesto socio-economico in cui svolge le proprie attività. In questo senso si può attribuire al termine "situazione" non tanto una valenza statica, ma soprattutto dinamica in quanto l'ambiente in cui opera l'impresa è in continuo divenire.

Secondo alcuni autori¹⁵⁵, le informazioni da comunicare non sono soltanto quelle concernenti il posizionamento dell'azienda rispetto al contesto economico ma anche quelle che delineano il quadro giuridico dei mercati di riferimento. Altri autori¹⁵⁶ danno

¹⁵⁰ Chall J. S. , "Readability: an appraisal of research and application. Rapport technique", *Bureau of Educational Research Monographs*, Ohio State University Press, 1958, cit. p. 17;

¹⁵¹ Liberatore G. , Dasmi T. , Mazzi F. (2016), pp. 56-70;

¹⁵² *Ivi*, cit. p. 69;

¹⁵³ Guidara F. (2011), p. 61;

¹⁵⁴ Bagnoli C. (2003), cit. p. 85;

¹⁵⁵ Colombo G. E. e Olivieri G. , "Bilancio d'esercizio e consolidato", in *Trattato delle società per azioni*, UTET, 1994, p. 192;

¹⁵⁶ Bianchi L. , "Gli "allegati" al bilancio", in Bussoletti M. , *La nuova disciplina dei bilanci di società. Commento al decreto legislativo 9 aprile 1991 n. 127*, Giappichelli, Torino, 1993, p. 136;

maggior importanza al contesto macroeconomico, politico e sociale. Altri ancora¹⁵⁷ si focalizzano non tanto sulla situazione patrimoniale - finanziaria ma, piuttosto, su quella fiscale - giudiziaria. Infine, Giunta F. e Pisani M. (2005)¹⁵⁸ si convincono sul fatto che bisognerebbe trattare non solo le condizioni esterne all'azienda ma anche quelle interne, le quali sono sintetizzate nella cosiddetta pianificazione strategica.

Riprendendo le linee guida fornite dall'Istituto di Ricerca dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (IRDCEC), i dati richiesti¹⁵⁹ possono riguardare le suddette macro-aree:

- Assetto della società;
- Strategie competitive e funzionali e connessi risultati;
- Fatti di rilievo.

Per quanto riguarda l'assetto della società si fa riferimento a De Sarno M. (2007), il quale interpreta la situazione della società "come l'esame dell'attività svolta dagli organi aziendali (direttivi, esecutivi, controllo, governo)"¹⁶⁰ nel corso dell'esercizio, anche presso sedi secondarie.

Per quanto concerne le strategie, Bagnoli C. (2003) scrive: "le richieste di illustrare la situazione della società e l'andamento della gestione unitamente considerate impongono quindi l'indicazione e commento dei risultati competitivi e funzionali ma, soprattutto, la contestualizzazione della situazione patrimoniale - finanziaria ed economica che emergono dalla lettura congiunta del bilancio e dei programmi e piani di gestione. Questo rende necessaria la qualificazione dell'ambiente sia interno che esterno nel quale l'impresa si è trovata, si trova e si troverà ad operare e della compatibilità degli obiettivi fissati e delle strategie competitive e funzionali formulate per raggiungerli".¹⁶¹

Infine, i fatti di rilievo fanno riferimento a tutte quelle operazioni che generano un impatto significativo sulla struttura organizzativa e sui piani strategici della società. In

¹⁵⁷ Lugano R. , Cappellini P. , *Le relazioni al bilancio: nota integrativa, relazione sulla gestione, relazioni dei sindaci*, Pirola, 1994, p. 111;

¹⁵⁸ Giunta F. , Pisani M. , *Il bilancio*, Apogeo, Milano, 2006, pp. 352-353;

¹⁵⁹ Le informazioni da divulgare nella Relazione sulla Gestione possono essere classificate in vincolanti (previste dal legislatore), richieste (sollecitate da specifici eventi), consigliate (suggerite dalla prassi). IRDCEC, Documento n. 1. La relazione sulla gestione. Alcune considerazioni, Istituto di Ricerca dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, ottobre 2008, pp. 7-8;

Inoltre Bagnoli C. (2003) aggiunge quelle sempre dovute e eventualmente dovute. Bagnoli C. (2003), p. 93;

¹⁶⁰ De Sarno M. (2007), cit. p. 460;

¹⁶¹ Bagnoli C. (2003), cit. p. 88;

primis, fondamentali sono le informazioni da divulgare in ambito di operazioni di finanza straordinaria (fusioni, acquisizioni, scissioni), nonché quelle relative alle *stock option*.

Inoltre, tenendo conto che il bilancio d'esercizio non rappresenta adeguatamente l'impresa nella sua unicità, in quanto si limita ad illustrare un arco temporale relativamente breve, sorge la necessità di effettuare un'analisi comparativa delle performance non soltanto con i principali concorrenti, ma anche con gli esercizi precedenti al fine di determinare le variabili critiche di successo o insuccesso.¹⁶²

In questo senso l'analisi deve essere:

- Retrospettiva, riferita ad almeno gli ultimi tre esercizi;
- Concomitante, che illustri i dati consuntivi in un'ottica di *benchmarking* con i principali competitor del settore;
- Futura, orientata prevalentemente a fornire dati prospettici sugli obiettivi e le strategie messe in atto per raggiungerli.

Per chiarire meglio il concetto di "situazione della società" crediamo sia utile illustrare un esempio, tratto dalla relazione sulla gestione 2007 di FIAT GROUP Spa, adattato sulla base del solo mercato automobilistico e aggiornato con le cifre relative al 2016.¹⁶³

Nel 2016 il mercato delle autovetture in Europa è cresciuto del 6,5% rispetto al 2015. Tra i principali paesi sono risultate in crescita l'Italia (+15,8%), dove il mercato è stato sostenuto anche dagli incentivi alla rottamazione, la Francia (+5,1%) e la Germania (+4,5%). In Francia, in particolare, il Gruppo Fiat Chrysler Automobiles ha visto nel 2016 in buon progresso il marchio Fiat, salito del 14,9% sul 2015, Alfa Romeo grazie all'ingresso della Giulia (+15,4%) e Jeep (+16,3%) spinta dalle vendite del Renegade.

Al di fuori dell'Europa Occidentale:

- *In Turchia la domanda di autovetture è aumentata del 4,3%, dopo un 2015 in rialzo del 23,5%. La Turchia sta diventando uno dei più importanti hub del settore auto a livello mondiale. Per la sua posizione strategica, è un mercato chiave per i*

¹⁶² Di Lorenzo A. (2009), pp. 497-498;

¹⁶³ Si propone lo schema del IRDCEC, adattato al solo mercato delle autovetture e aggiornato relativamente alle cifre del 2016; IRDCEC, Documento n. 1. La relazione sulla gestione. Alcune considerazioni, Istituto di Ricerca dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, ottobre 2008, cit. p.6; <http://www.carsitaly.net/default.htm>, Data di Consultazione 10/04/2017;

produttori che cercano di espandere il proprio business in Europa con bassi costi di manodopera.

- *In Brasile continua il forte calo del mercato auto che ha caratterizzato gli ultimi anni, dopo aver perso il 24% nel 2015 crolla ulteriormente nel 2016 di un altro 20,5%. A causa di una certa instabilità economica e dei prezzi alti, la domanda di auto brasiliane ha rallentato per quasi tutte le case automobilistiche diminuendo le loro entrate.*

Nel 2016 il settore ha ottenuto performance di rilievo in termini di quote di mercato; per le autovetture in Italia (Fiat, Lancia Chrysler, Alfa Romeo, Jeep), il settore ha ottenuto un incremento del 20% rispetto al 2015. A livello Europeo la quota, pari all'7%, è aumentata del 14% rispetto all'anno precedente.

Fonte: Adattamento IRDCEC (2008)

Facendo riferimento al *framework* emanato dallo IASB possiamo affermare che “la situazione della società” può essere intesa come “*Nature of the Business*”, ovvero, come già affermato nel primo capitolo, la conoscenza del business aziendale e del contesto competitivo in cui l'azienda opera. Consiste fondamentalmente, da un lato, nella descrizione del contesto macroeconomico, politico, sociale, normativo nazionale e internazionale e nell'analisi quantitativa e descrittiva dei mercati di riferimento, non solo tramite un confronto con i principali competitor ma anche in un'ottica prospettica; dall'altro, c'è la vera e propria illustrazione del business aziendale, non solo costituito dai prodotti e servizi offerti ma anche dall'assetto organizzativo societario.¹⁶⁴ L'elemento cardine è quello delle cosiddette *forward-looking information*. L'orientamento assunto dallo IASB è a favore di una rappresentazione del valore d'impresa non solo in termini reddituali, bensì di modificazione patrimoniale¹⁶⁵; un chiaro esempio è quello del *fair value*. Le aspettative del mercato e le stime degli analisti diventano fondamentali ma senza informazioni affidabili di carattere previsionale, *through the eyes of management*, rischiano di provocare importanti distorsioni nel reale valore della società.

Dalla “situazione della società” si ricava sicuramente una visione esauriente e dinamica

¹⁶⁴ Menicucci E. (2012), pp. 93-95;

¹⁶⁵ Bruni G. (2007), p. 8;

del business aziendale immerso nel contesto competitivo di riferimento; ma non emergono le determinanti della creazione di valore in quanto la situazione della società è un concetto generale che considera l'impresa come un'unica entità, senza approfondire le singole *business units*. Si prenda come esempio il caso di FCA: in Europa le autovetture vendute riguardano principalmente Fiat, Lancia Chrysler, Alfa Romeo e Jeep. I dati sulle vendite di gennaio e febbraio 2017 in Europa¹⁶⁶ mostrano un aumento del 10,5% rispetto all'anno scorso (situazione della società); ma se andiamo ad indagare sui dati dei singoli reparti ci accorgiamo che, mentre Alfa Romeo ha avuto un aumento del 27,2%, Jeep ha avuto un decremento del 1,8%. Se ci fossimo limitati ad analizzare soltanto la situazione della società avremo avuto un'idea distorta in quanto le singole *business units* contribuiscono in maniera diversa al risultato della gestione. Di conseguenza, l'informativa settoriale, in quanto specifica, diventa preziosa nel completare l'analisi generale della "situazione della società".

In quest'ottica il legislatore fa riferimento "**all'andamento e al risultato della gestione**", vale a dire l'andamento e il risultato economico d'esercizio; ma non si tratta soltanto di fornire i risultati attuali a livello generale, quanto piuttosto di spiegarne le determinanti, vale a dire il contributo delle diverse *business units* dell'impresa (caratteristica, finanziaria, accessoria - patrimoniale), "nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato". Il contesto odierno è, infatti, caratterizzato da aziende *multi - business* all'interno delle quali convivono aree gestionali molto diverse tra di loro, in termini sia di rischio sia di fatturato; ed è per questo che il legislatore non si limita alla situazione della società nel suo complesso, ma attribuisce all'andamento della gestione "l'obbligo di relazionare sui vari settori".¹⁶⁷

Per quanto riguarda il termine "settori" esistono numerose interpretazioni che richiamano i concetti di attività d'impresa, segmenti d'affari, ambiti geografici, nonché i rami aziendali. Inoltre, facendo riferimento all'*IFRS 8 Operating Segments*, il settore operativo viene così definito: "una componente di un'entità che intraprende attività

¹⁶⁶ http://www.carsitaly.net/flat-car-sales_europe.htm, data di consultazione 11/04/2017

¹⁶⁷ Bagnoli C. (2003), cit. p. 98;

L'analisi della situazione e dell'andamento della società deve riferirsi non solo all'impresa nel suo complesso bensì ai settori in cui essa "ha operato". Sorgono due dubbi interpretativi:

Il primo riguarda la coniugazione al passato del verbo "operare" che può rivelare l'intenzione del legislatore al richiamo di dati prettamente consuntivi e non prospettici. Tuttavia, il legislatore fa riferimento ai costi, ai ricavi e agli "investimenti"; questi ultimi hanno un carattere sicuramente prospettico.

Il secondo problema riguarda l'illustrazione dell'informativa settoriale. Non è chiaro se questa debba essere attribuita alla situazione della società oppure all'andamento della gestione. L'opinione condivisa della dottrina opta per la seconda.

imprenditoriali generatrici di ricavi e costi, per la quale è possibile identificare rischi e profitti correlati ai prodotti o servizi realizzati, enucleabili da quelle di altre componenti dell'impresa".¹⁶⁸

Per quanto riguarda l'andamento della gestione, si rimanda a ciò che lo IASB definisce "*Objectives and Strategies*" nel *Management Commentary*, vale a dire la valutazione delle strategie aziendali¹⁶⁹ e la relativa capacità di raggiungimento degli obiettivi aziendali; vanno confrontati non solo gli obiettivi raggiunti rispetto a quelli passati ma anche quelli futuri con quelli odierni, in un'ottica di "evoluzione prevedibile della gestione". Lo stesso De Sarno M. (2007) concorda con il fatto che i risultati d'esercizio consuntivi devono essere confrontati con i dati presenti nella programmazione finanziaria, "evidenziando e motivando poi eventuali rilevati scostamenti, ritenuti significativi".¹⁷⁰

Lo spazio di riferimento dell'andamento e dei risultati della gestione non è limitato esclusivamente all'impresa in questione¹⁷¹, in quanto il legislatore precisa "anche attraverso imprese controllate". Questa indicazione ha sollevato numerosi dubbi interpretativi in quanto non è chiaro se l'informativa settoriale deve riguardare soltanto la capogruppo oppure anche le diverse imprese controllate attraverso approfondimenti separati. Su tale questione si è espresso l'IRDCEC (2008) sostenendo che il livello informativo dell'andamento della gestione dovrebbe articolarsi su tre livelli:

- 1) A livello complessivo (situazione della società, andamento e risultato della gestione);
- 2) A livello settoriale (andamento e risultato della gestione);
- 3) A livello di singola controllata (andamento e risultato della gestione).

Tuttavia, così come il legislatore, anche l'IRDCEC, spinto dalla consapevolezza dell'esistenza di differenti specificità tra le diverse aziende, lascia alla volontà del management l'approfondimento dei singoli contenuti a patto che ciò fornisca una

¹⁶⁸ Menicucci E. (2012), cit. p. 97;

<http://www.ifrs.org/IFRSs/Documents/IFRS8en.pdf>, Data di Consultazione 11/04/2017

¹⁶⁹ Richiamando la definizione di Porter M. : "*strategy explains how an organization, faced with competition, will achieve superior performance*"; di conseguenza, prima di illustrare gli obiettivi e le strategie occorre delineare la situazione del contesto competitivo in cui l'impresa opera (*nature of the business*); Magretta J. , *Understanding Michael Porter: The essential guide to competition and strategy*, Harvard Business Review Press, 2012, cit. p. 20;

¹⁷⁰ De Sarno M. (2007), cit. p. 461;

¹⁷¹ Bagnoli C. (2003), pp. 100-102;

rappresentazione “fedele, equilibrata ed esauriente”.¹⁷²

Il legislatore precisa che l’analisi sull’andamento gestionale e il relativo risultato deve essere eseguita “con particolare riguardo ai costi, ai ricavi e agli investimenti”. Questo riferimento non solo “obbliga le imprese a qualificare le performance economiche e finanziarie ma anche ad indicare e commentare i risultati competitivi e funzionali”.¹⁷³

Il suddetto analisi dovrebbe basarsi sulla scomposizione in aggregati parziali delle voci di bilancio relative ai costi, ricavi e investimenti¹⁷⁴.

In sintesi, nel risultato della gestione devono confluire una serie di informazioni di carattere reddituale, patrimoniale e finanziario che dimostrino chiaramente il singolo contributo dei singoli rami di attività aziendali in modo da avere non solo una visione statica, ma anche dinamica della gestione aziendale. Non basta l’illustrazione tecnica fine a se stessa dei dati contabili, in quanto mera funzione della Nota Integrativa; ci vuole una vera e propria interpretazione attraverso gli occhi del management in merito al collegamento tra i risultati della gestione, gli obiettivi e le strategie implementate, in modo da fornire agli stakeholder una visione a 360 gradi della situazione aziendale “in relazione sia alle aspettative precedentemente formulate, sia alle prevedibili evoluzioni”¹⁷⁵. Lo IASB precisa: “*Management commentary should include explanations of the performance and progress of the entity during the period and its position at the end of that period. Those explanations provide users of the financial reports with insight into the main trends and factors affecting the business. In providing those explanations, management should describe the relationship between the entity’s results, management’s objectives and management’s strategies for achieving those objectives*”.¹⁷⁶

“L’analisi contiene, ove opportuno, riferimenti agli importi riportati nel bilancio e chiarimenti aggiuntivi su di essi”. Per fare ciò sorge il bisogno di riclassificare le singole

¹⁷² IRDCEC (2008), p. 10;

¹⁷³ Bagnoli C. (2003), cit. 85;

¹⁷⁴ Pisano S. (2010) sottolinea come gli investimenti, dal punto di vista economico, non siano altro che costi. “Tuttavia la scelta del legislatore di separare i costi dagli investimenti potrebbe derivare dalla natura di costi pluriennali tipica di quest’ultimi, in quanto cedono la loro utilità in più esercizi, partecipando alla determinazione dell’utile di più periodi mediante la nota procedura di ammortamento. Di conseguenza, la separata indicazione degli investimenti in immobilizzazioni materiali, immateriali o finanziarie, insieme con l’approfondimento degli obiettivi conseguibili e del costo di ognuno di essi, permetterebbe di stimare i futuri contributi alla determinazione del reddito degli investimenti”, in un’ottica prospettica.

Pisano S. (2010), cit. p. 89;

¹⁷⁵ Menicucci E. (2010), cit. p. 99;

¹⁷⁶ IASB, *IFRS Practice Statement. Management Commentary. A framework for presentation*, 2010, cit. § 35;

voci di bilancio del conto economico e dello stato patrimoniale.¹⁷⁷ Tuttavia, il legislatore lascia agli amministratori il compito di scegliere il criterio che ritengono più adatto in base all'attività specifica dell'azienda. L'adozione di diversi schemi di riclassificazione, provocando la "mancanza di omogeneità formale e sostanziale"¹⁷⁸, influisce negativamente sulla confrontabilità dei bilanci, nonché sulla *readability* percepita dagli stakeholder.

Per quanto concerne la natura delle informazioni da illustrare si deve far riferimento all'aspetto finanziario, patrimoniale ed economico dell'azienda. Tuttavia, non ci sono indicazioni in merito al livello di approfondimento per ognuno di essi. Il legislatore prevede che l'analisi della relazione sulla gestione deve essere "coerente con l'entità e la complessità degli affari della società" e "nella misura necessaria alla comprensione della situazione della società e dell'andamento e del risultato della sua gestione". Per quanto riguarda l'affermazione "nella misura necessaria" si fa riferimento al concetto, spiegato in precedenza, dell'analisi esauriente in modo da soddisfare il normale fabbisogno informativo degli *users*. Riguardo, invece, "all'entità e complessità degli affari della società", l'obiettivo è quello di affiancare ai profili informativi generali ulteriori informazioni "in base alle specifiche realtà societarie oggetto di *reporting*".¹⁷⁹

A tal proposito, è importante citare un documento emanato nel 2009 dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC)¹⁸⁰. Prima di addentrarci nel dettaglio si ritiene opportuno fare una considerazione in merito al ruolo del suddetto organismo; nei paesi anglosassoni, ed in particolare negli Stati Uniti, il compito degli organismi professionali è quello di ampliare le richieste previste dalle normative di riferimento; diversamente, l'obiettivo della CNDCEC è quello di "parafrasare" ed esplicitare le richieste del legislatore nazionale (in particolare quelle previste dall'art. 2428 c.c.).¹⁸¹

Il primo tema affrontato dal CNDCEC riguarda il sistema informativo di tipo modulare, ovvero un sistema proporzionale caratterizzato da due livelli di approfondimento

¹⁷⁷ Gli schemi di riclassificazione del conto economico più utilizzati sono quelli a "valore aggiunto" e a "costi e ricavi del venduto". Per quanto riguarda lo stato patrimoniale si può far ricorso al "criterio finanziario" oppure al "criterio della pertinenza gestionale". Approfondiremo gli schemi di riclassificazione nel paragrafo 2.1.3 dedicato agli indicatori di risultato;

¹⁷⁸ Avi M. S. (1990), cit. p. 183;

¹⁷⁹ Menicucci E. (2010), cit. p. 85;

¹⁸⁰ CNDCEC, *La Relazione sulla Gestione. Art. 2428 Codice Civile. La Relazione sulla Gestione dei bilanci d'esercizio alla luce delle novità introdotte dal d. lgs. 32/2007*, Roma, 14 gennaio 2009;

¹⁸¹ Pisano S. (2010), p. 125;

(obbligatorio e facoltativo), “coerente con l’entità e la complessità degli affari della società”. Le aziende maggiormente rilevanti sono tenute a divulgare più informazioni sull’attività aziendale, rispetto a quelle di minori dimensioni. C’è una distinzione tra le informazioni di primo livello, obbligatorie per tutte le società, e di secondo livello, obbligatorie per le sole aziende di maggiori dimensioni e facoltative per quelle più piccole(Figura 4). Per individuare i parametri quantitativi che differenziano queste due categorie di imprese, il CNCDEC fa riferimento ai criteri individuati dal legislatore comunitario. In particolare, sono considerate grandi imprese, e quindi obbligate a fornire informazioni sia di primo sia di secondo livello, esclusivamente le società che alla fine della data di chiusura del bilancio superano nel primo esercizio o, successivamente per due esercizi consecutivi, due dei seguenti limiti numerici:

- Totale dell’attivo dello stato patrimoniale: 43.000.000 euro;
- Ricavi delle vendite e delle prestazioni: 50.000.000 euro;
- Numero dei dipendenti occupati in media durante l’esercizio: 250.

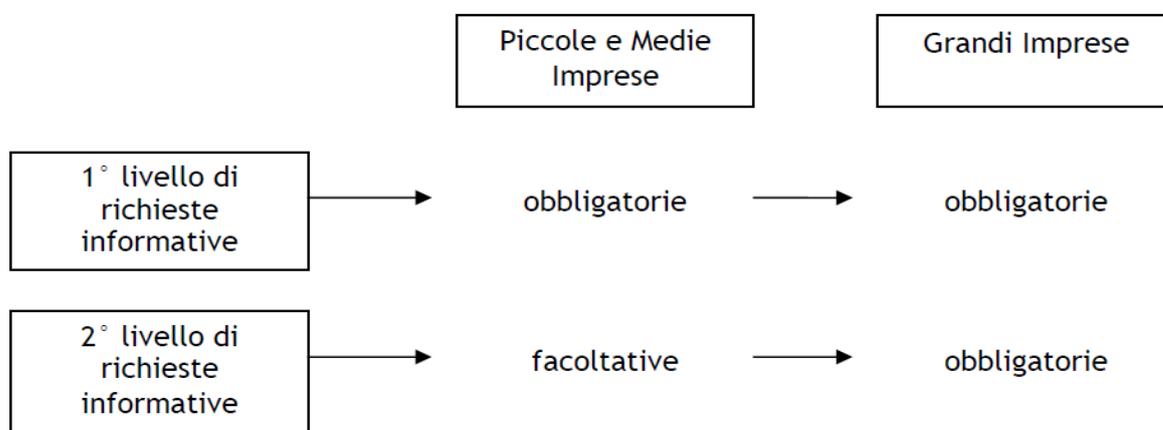


Figura 4

Fonte: CNDCEC (2009)

Tuttavia, le indicazioni del CNDCEC, sono delle semplici linee guida e la decisione spetta, in ogni caso, al redattore della relazione sulla gestione in relazione alle caratteristiche specifiche dell’impresa in oggetto. Non si può negare ad una microimpresa la

divulgazione di informazioni addizionali rispetto alle richieste di primo livello.¹⁸²

La seconda questione¹⁸³ affrontata dal CNDCEC riguarda l'ambito di applicazione dell'articolo 2428 c.c. . Tutte le società di capitali, sia quelle che redigono il bilancio secondo le norme civilistiche sia quelle che lo redigono sulla base dei principi contabili internazionali IAS/IFRS, devono predisporre la relazione sulla gestione disciplinata dall'art. 2428 c.c. a partire dall'esercizio 2008 . Tuttavia, l'articolo 2435-*bis* stabilisce che sono esonerate da tale obbligo le società che non possiedono titoli quotati in mercati regolamentati e che non superano nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi due dei seguenti parametri:

- 1) Totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4.400.000 euro;
- 2) Ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000;
- 3) Dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità.

Inoltre, le suddette società devono fornire nella nota integrativa le informazioni richieste dai numeri 3) e 4) dell'art. 2428 c.c. .¹⁸⁴

Per concludere questo paragrafo, dove abbiamo delineato il quadro generale riguardante la situazione aziendale, l'andamento e il risultato della gestione previsto dall'art. 2428 c.c. dal punto di vista teorico, riteniamo opportuno illustrare un esempio tratto dalla Relazione sulla Gestione 2015 di Hard Rock Cafe Italy S.R.L.¹⁸⁵ . Si cercherà, inoltre, di

¹⁸² CNDCEC (2009), pp. 3-8;

¹⁸³ Di Lorenzo A. (2009), pp. 500-502;

¹⁸⁴

3) il numero e il valore nominale sia delle azioni proprie sia delle azioni o quote di società controllanti possedute dalla società, anche per tramite di società fiduciaria o per interposta persona, con l'indicazione della parte di capitale corrispondente;

4) il numero e il valore nominale sia delle azioni proprie sia delle azioni o quote di società controllanti acquistate o alienate dalla società, nel corso dell'esercizio, anche per tramite di società fiduciaria o per interposta persona, con l'indicazione della corrispondente parte di capitale, dei corrispettivi e dei motivi degli acquisti e delle alienazioni;

<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/guidaAlDiritto/codici/codiceCivile/articolo/2928/art-2428-relazione-sulla-gestione.html> , Data di Consultazione 13/04/2017

¹⁸⁵ La Relazione sulla Gestione 2015 di Hard Rock Cafe Italy S.R.L. è stata scaricata dalla Banca Dati ORBIS.

<https://orbis.bvdinfo.com/version-201744/Login.serv?Code=InvalidIpAddress&LoginParamsCleared=True&LoginResult=nc&product=orbisneo&RequestPath=Home.serv%3fproduct%3dorbisneo> , Data di Consultazione 13/04/2017

fare un'analisi critica in merito ai dati contabili.¹⁸⁶

Signori Soci,

a corredo del bilancio di esercizio relativo al periodo chiuso al 31 dicembre 2015 forniamo la presente relazione sulla gestione, redatta ai sensi dell'art. 2428 Codice Civile, con l'obiettivo di rendere un quadro informativo fedele, equilibrato ed esauriente in merito alla situazione della Società, all'andamento ed al risultato della gestione, nonché alle attività svolte dalla Società nell'esercizio ed alle informazioni sui rischi a cui la Società è esposta.

Tutti gli importi sono espressi in unità di euro, salvo diversa indicazione.

Attività della Società

Hard Rock Cafe (Italy) S.r.l. svolge l'attività di ristorazione e di vendita al dettaglio (nel proseguo retail) attraverso quattro esercizi dislocati in tre città tra le principali mete turistiche italiane (Roma, Venezia e Firenze) a servizio di una clientela locale ed internazionale, operando in modo diretto ed esclusivamente nel territorio nazionale. Hard Rock Cafe (Italy) S.r.l., pur mantenendo la propria autonomia giuridica, organizzativa e funzionale, fa parte di un gruppo aziendale internazionale, fondato negli anni '70 e attualmente presente in oltre 60 paesi in tutto il mondo con la gestione di ristoranti, negozi, casinò, hotel e resort attraverso il brand 'Hard Rock Cafe'.

La sede legale di Hard Rock Cafe (Italy) S.r.l. è a Roma, Via Vittorio Veneto 62/a, dove viene esercitata sia l'attività di ristorazione che quella di retail. La Società opera inoltre attraverso le seguenti unità locali:

- Hard Rock Cafe Venice Venezia - San Marco 1192 (Ristorazione e Retail);
- Rialto Bridge Rock Shop Venezia - Sestiere San Marco 5161/5162 (Retail);
- Hard Rock Cafe Florence Firenze - Via Brunelleschi 1 (Ristorazione e Retail).

Rispetto all'esercizio precedente il numero delle unità locali è rimasto invariato.-->chiave retrospettiva

Questa prima parte, riguardante l'attività aziendale, può essere intesa come una breve descrizione

¹⁸⁶ Va sottolineato il fatto che Hard Rock Cafe Italy S. R. L. non rientra tra le società esonerate sulla redazione della relazione sulla gestione ai sensi dell'articolo 2435-bis c.c. in quanto supera sia la media dei 50 dipendenti (in media sono 300), sia quella degli 8 milioni di euro di ricavi delle vendite (in media presenta 30 milioni di euro annui). Tuttavia, non rientra all'interno delle grandi imprese secondo i parametri individuati dal CNDCEC, riprendendo quelli comunitari; in quanto tale è obbligata a fornire soltanto un primo livello informativo ed infatti ciò che emerge dal contenuto informativo della relazione sulla gestione oggetto di analisi è il carattere generico di alcune informazioni divulgate. Riproporremo l'esempio di Hard Rock Cafe Italy S. R. L. anche nei prossimi paragrafi. Questa scelta è dettata da due motivazioni: La prima riguarda il fatto che la suddetta società rispecchia perfettamente il contesto aziendale italiano caratterizzato prevalentemente da società a responsabilità limitata; la seconda motivazione, puramente personale, sta nel fatto che il sottoscritto ha avuto un ruolo da *insider* nell'azienda analizzata.

della “*Nature of the Business*”, ovvero, come già affermato nel primo capitolo, la conoscenza del business aziendale e del contesto competitivo in cui l’azienda opera.

Situazione della società e andamento della gestione

Conto Economico riclassificato

	31.12.2014	% sui ricavi	31.12.2015	% sui ricavi
Ricavi	29.251.819		28.919.168	
Altri ricavi e proventi operativi	567.231	1,94	669.627	2,32
Costo delle materie prime, sussidiarie e merci	7.127.734	24,37	7.465.687	25,82
Costi per servizi, affitti e royalties	8.113.593	27,74	8.889.333	30,74
Costo del personale	9.641.028	32,96	9.727.758	33,64
Altri costi operativi	225.347	0,77	221.362	0,77
EBITDA	4.711.348	16,11	3.284.655	11,36
Ammortamenti e svalutazioni	1.272.855	4,35	1.168.125	4,04
Altri accantonamenti	1.149.913	3,93	3.551	0,01
Risultato operativo - EBIT	2.288.580	7,82	2.112.979	7,31
Proventi e oneri finanziari	-468.812	-1,60	-471.388	-1,63
Proventi ed oneri straordinari	-61.162	0,21	-307.454	-1,06
Utile (perdita) prima delle imposte	1.758.606	6,50	1.334.137	4,61
Imposte sul reddito	1.017.762	3,48	537.952	1,86
Utile (perdita) dell'esercizio	740.844	2,53	796.185	2,75

Figura 4

L'esercizio 2015 chiude con un utile di euro 796.185. Il risultato, seppur in linea con il precedente esercizio, non è influenzato dal peso degli accantonamenti per rischi del 2014. Di contro, l’impatto del cambio dollaro contro euro, ha inciso in maniera significativa sulla redditività dell’esercizio come esposto nel prosieguo.

È curioso notare l’andamento delle imposte sul reddito, dimezzato rispetto all’anno 2014. Può sembrare una situazione paradossale in quanto l’utile è molto simile a quello dell’esercizio precedente. Il decremento di 479.810 euro è da attribuire principalmente agli effetti fiscali collegati all’integrale deducibilità del costo del lavoro ai fini IRAP relativamente ai dipendenti assunti a tempo indeterminato. In quest’ottica lo IASB si riferisce all’analisi *through the eyes of management*; solo gli *insiders* possono fornire un quadro completo sull’andamento e il risultato della gestione ai lettori.

Si illustra in seguito l’analisi dell’andamento e il risultato della gestione, “con particolare riguardo ai costi, ai ricavi e agli investimenti”.

Ricavi

Ci limitiamo per semplicità ad analizzare esclusivamente i ricavi caratteristici. Essi diminuiscono complessivamente di 332.651 euro rispetto all’esercizio precedente, pari ad una flessione di un punto percentuale (-1,14%). Dalla [Figura 5](#) si può constatare come la flessione nei ricavi non sia

ripartita in maniera omogenea tra le diverse attività, infatti assistiamo ad una significativa contrazione dei ricavi retail (-7,33%) contro un incremento dell'attività di ristorazione di oltre il 5%. La contrazione dei ricavi retail investe tutte le sedi ed è un fenomeno che ha coinvolto anche le altre consociate Europee. Alla contrazione delle vendite del Retail si contrappone un incremento delle vendite del Ristorante, merito delle innumerevoli azioni condotte dal dipartimento *Sales & Marketing*.

Oltre al paragone con l'esercizio precedente si nota subito il carattere settoriale dell'informativa divulgata, in quanto sono illustrate distintamente le singole *business units* (ristorazione e abbigliamento).

Ricavi caratteristici (vendite)

	31.12.2014	31.12.2015	Variazione	Var %
Ristorante	14.249.218	15.015.644	766.426	5,38%
Retail	15.002.601	13.903.524	-1.099.077	-7,33%
Totali	29.251.819	28.919.168	-332.651	-1,14%

Figura 5

Costi

Ci limitiamo a trattare i costi della gestione caratteristica ovvero quelli riguardanti le materie prime, le sussidiarie e le merci.

Costi delle materie prime, sussidiarie e merci

	31.12.2014	31.12.2015	Variazione	Var. %
Per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	7.204.520	7.357.557	153.037	2,12%
Totali	7.204.520	7.357.557	153.037	2,12%

Figura 6

Nonostante la flessione dei ricavi (-1,14%) assistiamo ad un aumento dei costi (+2,12%). Dalla visione generale della [Figura 6](#) è impossibile risalire alle aree che hanno contribuito all'aumento dei costi. Visto l'aumento dei ricavi nel ristorante e il decremento delle vendite nel retail, ci aspettiamo sicuramente un aumento dei costi delle materie prime e un decremento del costo delle merci. Tuttavia, come illustra la sottostante [Figura 7](#), avviene il contrario.

Costi delle materie prime, sussidiarie e merci divise per *business unit*

	31.12.2014	31.12.2015	Variazione	Var. %
Materie prime ristorante	3.697.980	3.612.061	-85.919	-2,32%
Merci Negozio	3.343.042	3.622.981	279.939	8,37%
Altri materiali di consumo	163.498	122.515	-40.983	-25,07%
Totali	7.204.520	7.357.557	153.007	-2,12%

Figura 7

Il costo degli acquisti per il ristorante e per gli altri materiali di consumo è diminuito rispetto l'esercizio precedente. Di contro, gli acquisti destinati al retail subiscono un deciso incremento nonostante la contrazione dei relativi ricavi. Il motivo è da attribuire al cambio sfavorevole euro contro dollaro, divisa con la quale vengono acquistati le merci e che rispetto l'esercizio precedente si è notevolmente apprezzato nei confronti della moneta europea. E da questo esempio che si coglie la straordinaria potenza informativa della relazione sulla gestione, in quanto un normale lettore non sarebbe riuscito a spiegarsi il paradossale aumento dei costi retail. Soltanto chi svolge un ruolo all'interno dell'azienda in questione è a conoscenza del fatto che, nonostante la società operi in Italia, le merci vengono pagate in dollari con il conseguente emergere del rischio di cambio.

Investimenti

Gli investimenti effettuati nel corso dell'esercizio sono riepilogati nella [Figura 8](#).

Investimenti

Impianti e macchinari	157.093
Macchine elettroniche e computer	13.316
Totale Investimenti	170.409

Figura 8

Per quanto riguarda gli impianti e macchinari, gli investimenti sono riferiti all'acquisto di impianti specifici per le preparazioni, trasformazioni e conservazioni delle materie prime.

Per quanto riguarda le macchine elettroniche, gli investimenti riguardano l'acquisto di stampanti fiscali e nuovi server.

2.1.1 L'evoluzione prevedibile della gestione

Il concetto generico di “evoluzione prevedibile della gestione” era già previsto dal decreto legge 127/91, nel recepimento della IV direttiva; questo rafforzava il carattere previsionale richiamato già nel secondo comma del vecchio articolo 2429-bis (legge 216/74) il quale specificava: “devono essere anche indicati i fatti di rilievo verificatisi dopo la chiusura dell’esercizio”. La direttiva di modernizzazione contabile europea 2003/51, recepita tramite il d. lgs. 32/2007, evidenzia, prima di tutto, il carattere *forward-looking* della disclosure, in particolare riferendosi ai rischi e alle incertezze¹⁸⁷ che possono compromettere l’evoluzione della gestione. È vero che il legislatore nazionale inserisce l’evoluzione prevedibile della gestione tra le richieste specifiche¹⁸⁸, che affronteremo nel paragrafo 2.2, ma riteniamo che, in vista della recente evoluzione della normativa europea, questo concetto si colleghi, in un’ottica previsionale, con l’informativa sulla situazione, l’andamento e il risultato della gestione.¹⁸⁹

Il concetto di evoluzione prevedibile della gestione, in primis, enfatizza il carattere prospettico da fornire sulla situazione, l’andamento e il risultato della gestione; in secondo luogo, si riferisce alla gestione dei rischi, in particolare quelli finanziari richiesti dal punto 6 bis¹⁹⁰, nonché l’informativa sui rischi e le incertezze recepita tramite il d. lgs.

¹⁸⁷ L’informativa sui rischi e le incertezze verrà trattata nel prossimo paragrafo;

¹⁸⁸ Ci teniamo a specificare che la struttura di questo elaborato non prende in considerazione la classica suddivisione tra informativa generale e informativa specifica richiesta dal legislatore nell’art. 2428 c.c. Questa scelta è giustificata dalla necessità di esprimere con maggior chiarezza il concetto di relazione sulla gestione, in un’ottica internazionale. Il divenire normativo del suddetto articolo è stato frutto dell’evoluzione del contesto economico internazionale. Tuttavia, il legislatore dopo aver riscritto il primo comma dell’art. 2428 c.c. ha preferito non modificare la parte specifica, risalente al 1991. Nonostante ciò, si percepisce un forte legame tra i nuovi contenuti richiesti, di stampo internazionale, e la “vecchia” parte specifica. In particolare ci riferiamo alla correlazione tra i concetti di “evoluzione prevedibile della gestione”, “rischi finanziari” e “rischi e incertezze”. Non si può non riconoscere il carattere di reciproca complementarietà, soprattutto se si considera che i suddetti concetti sono il frutto di differenti interventi legislativi che si sono stratificati nel corso degli anni a partire dal recepimento della IV direttiva europea.

¹⁸⁹ Il legislatore nazionale, in fase di recepimento della direttiva europea 2003/51, ha preferito lasciare inalterata l’informativa di carattere specifico che doveva in ogni caso risultare nella relazione sulla gestione. Quest’ultima risale al 1991 ed era stata scritta in seguito all’emanazione della IV direttiva europea. Crediamo, però, che la direttiva europea 2003/51 (in particolare gli aspetti riguardanti i rischi e le incertezze) non sia altro che l’evoluzione della IV direttiva (in particolare l’evoluzione prevedibile della gestione), in quanto si è proposta di specificarne meglio i contenuti di carattere previsionale, con particolare riferimento alla gestione dei rischi. Detto ciò, per illustrare con maggior chiarezza il passaggio normativo tratteremo prima il concetto generale di evoluzione prevedibile della gestione (paragrafo 2.1.1); per poi entrare nel dettaglio attraverso l’informativa sui rischi e le incertezze (paragrafo 2.1.2);

¹⁹⁰ L’introduzione del punto 6 bis sui rischi finanziari, recepito già nel 2003, conferma quella evoluzione orientata al futuro iniziata dalla IV direttiva e culminata nel 2007 con il recepimento dell’informativa sui rischi e le incertezze. Il punto 6 bis colma le carenze dell’informativa sui rischi e le incertezze, con particolare riguardo ai rischi finanziari.

32/2007. Lo stesso Bagnoli C. (2003) la definisce “andamento della gestione attesa”¹⁹¹. Inoltre, Mainardi A. (1994) sostiene: “Questa richiesta del legislatore in genere potrà essere soddisfatta in fase di illustrazione dell’andamento gestionale, allorquando, delineato l’andamento dell’esercizio trascorso, si possano fornire proiezioni su quello futuro”.¹⁹² In questo senso, De Sarno M. (2007) sostiene che l’andamento atteso della gestione, il quale si può ricavare dai piani economici e finanziari, serve a comunicare il “trend di crescita del valore dell’impresa, i suoi presupposti, eventuali limiti e correlati possibili rischi”.¹⁹³ Tuttavia, L’evoluzione prevedibile della gestione non può essere intesa “né come pretesa all’esercizio di un’attività profetica, né come semplice invito ad accennare ipotesi generiche”.¹⁹⁴

Amodeo D. (1994) scrive a riguardo: “la gestione dell’impresa, continua ed inframmentabile, non conosce i limiti degli esercizi. L’individuazione di esercizi, di tronchi parziali di gestione, cioè, è certamente una necessità pratica, ed è perciò inevitabile in concreto, ma è un artificio[...]. A determinare il reddito di esercizio concorrono eventi che si sono generati e conclusi nell’esercizio, eventi che gettano le loro propaggini nell’avvenire”.¹⁹⁵

L’evoluzione prevedibile della gestione fa parte della disclosure quali - quantitativa riguardante la situazione dell’impresa, l’andamento e il risultato della gestione. Questo implica la predisposizione del legislatore verso un’apertura conoscitiva prospettica della trattazione atta ad incoraggiare l’ampliamento della *voluntary disclosure*; ulteriormente confermata dall’obbligo di illustrare i fatti di rilievo sopravvenuti dopo la chiusura dell’esercizio.¹⁹⁶

In linea con le richieste dello IASB, bisogna mettere in evidenza il collegamento tra l’andamento odierno della gestione (a esercizio concluso) e l’andamento atteso della gestione in un’ottica di “continuità evolutiva”¹⁹⁷, in modo da superare il frazionamento della gestione all’interno del bilancio. È proprio sul presupposto della continuità aziendale che si sofferma fortemente lo IAS 1: “*When preparing financial statements, management shall make an assessment of an entity’s ability to continue as a going*

¹⁹¹ Bagnoli C. (2003), cit. p. 113;

¹⁹² Mainardi A. , *La nota integrativa e la relazione sulla gestione. Guida pratica alla redazione*, Il Sole 24 Ore libri, 1994, cit. p. 225;

¹⁹³ De Sarno M. (2007), cit. p. 464;

¹⁹⁴ Colombo G. E. e Olivieri G. (1994), cit. pp. 154-155;

¹⁹⁵ Amodeo D. , *Ragioneria generale delle imprese*, Giannini, Napoli, 1994, cit. pp. 243-244;

¹⁹⁶ Il punto 5 dell’articolo 2428 c.c. è stato eliminato dalla relazione sulla gestione tramite il D. Lgs. 139/2015;

¹⁹⁷ Menicucci E. (2012), cit. p. 101;

concern. When management is aware, in making its assessment, of material uncertainties related to events or conditions that may cast significant doubt upon the entity's ability to continue as a going concern, the entity shall disclose those uncertainties".¹⁹⁸ Per quanto riguarda l'arco temporale delle informazioni da fornire sul futuro aziendale, lo IAS suggerisce che devono comprendere almeno i dodici mesi successivi alla data di chiusura del bilancio.

A tal proposito si è pure espressa Banca d'Italia, Consob e Isvap (2009): "Il concetto di continuità aziendale implica che la società continuerà nella sua esistenza operativa per un futuro prevedibile. La redazione del bilancio nella prospettiva della continuità aziendale è incompatibile con l'intenzione o la necessità di liquidare l'entità o interromperne l'attività".¹⁹⁹

L'articolo 2428 c.c. ha subito di certo, con il D. Lgs. 32/2007, un ampliamento informativo, nel rispetto della piena trasparenza sulla verifica da parte degli stakeholder del presupposto della continuità aziendale. D'altro canto, però, il D. Lgs. 139/2015²⁰⁰ ha eliminato dall'art. 2428 c.c. il punto 5 riguardante l'indicazione dei fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio; il legislatore ha richiesto di fornire in Nota Integrativa l'informativa sulla "natura e l'effetto patrimoniale, finanziario ed economico dei fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio"²⁰¹. Le carenze dell'approccio puramente narrativo della relazione sulla gestione hanno indotto il legislatore a preferire la nota integrativa, dal carattere qualitativo – descrittivo. Di certo, si richiede agli amministratori una sorta di assunzione di responsabilità, una netta presa di posizione in merito agli impatti patrimoniali, finanziari ed economici che, alla chiusura dell'esercizio, possono mettere in dubbio il principio della continuità aziendale.²⁰²

¹⁹⁸ IASB, IAS 1, Presentation of Financial Statements, §§ 25;
http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias1_en.pdf , Data di Consultazione 16/04/2017;

¹⁹⁹ Banca D'Italia, Consob, Isvap (2009), cit. p. 3;

²⁰⁰ <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2015/09/04/15G00153/sg> , Data di Consultazione 16/04/2017;

²⁰¹ Il Principio Contabile Nazionale (PNC) n. 12 già suggeriva di esporre in nota integrativa, anziché nella relazione sulla gestione, i fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio;
<http://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/downloads/2014/09/2014-08-05-OIC-12-Composizione-e-schemi-del-bilancio-desercizio2.pdf> , Data di Consultazione 16/04/2017;

²⁰² Bellucci A. , "La continuità aziendale nella dottrina, nell'evoluzione normativa e nel processo di verifica dei suoi presupposti", Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale 1-4 (2016), p. 120;

Di seguito si propongono alcuni indicatori²⁰³, in particolare finanziari e gestionali, che possono compromettere la prosecuzione della gestione aziendale.²⁰⁴

Indicatori finanziari

- “Situazione di deficit patrimoniale o di capitale circolante netto negativo;
- Prestiti a scadenza fissa e prossimi alla scadenza senza che vi siano prospettive verosimili di rinnovo o di rimborso; oppure eccessiva dipendenza da prestiti a breve termine per finanziare attività a lungo termine;
- Indicazioni di cessazione del sostegno finanziario da parte dei finanziatori e altri creditori;
- Bilanci storici o prospettici che mostrano cash flow negativi;
- Principali indici economico-finanziari negativi;
- Consistenti perdite operative o significative perdite di valore delle attività che generano cash flow;
- Mancanza o discontinuità nella distribuzione dei dividendi;
- Incapacità di saldare i debiti alla scadenza;
- Incapacità nel rispettare le clausole contrattuali dei prestiti;
- Cambiamento delle forme di pagamento concesse dai fornitori dalla condizione “a credito” alla condizione “pagamento alla consegna”;
- Incapacità di ottenere finanziamenti per lo sviluppo di nuovi prodotti ovvero per altri investimenti necessari.

Indicatori gestionali

- Perdita di amministratori o di dirigenti chiave senza riuscire a sostituirli;
- Perdita di mercati fondamentali, di contratti di distribuzione, di concessioni o di fornitori importanti;
- Difficoltà nell’organico del personale o difficoltà nel mantenere il normale flusso di approvvigionamento da importanti fornitori.

²⁰³ Gli indicatori di risultato, finanziari e non, previsti dall’art. 2428 c.c. verranno analizzati nel paragrafo 2.1.3. In questa sede si propongono, esclusivamente, gli indicatori che, secondo le linee guida della Banca d’Italia, Consob e Isvap, mettono a rischio il presupposto della continuità aziendale;

²⁰⁴ Banca D’Italia, Consob, Isvap (2009), cit. p. 4;

Altri indicatori

- Capitale ridotto al di sotto dei limiti legali o non conformità ad altre norme di legge;
- Contenziosi legali e fiscali che, in caso di soccombenza, potrebbero comportare obblighi di risarcimento che l'impresa non è in grado di rispettare;
- Modifiche legislative o politiche governative dalle quali si attendono effetti sfavorevoli all'impresa".

L'evoluzione prevedibile della gestione dovrebbe valorizzare due aree di informativa: "La prima basata sulla conoscenza dell'impresa e della sua storia che permette agli amministratori, anche tenendo conto dei piani strategici ed operativi posti in essere, di tracciare le probabili direttrici dell'andamento futuro; la seconda che aggiorna la valutazione complessiva sulle prospettive aziendali tramite l'indicazione di quanto avvenuto nei mesi successivi alla fine dell'esercizio".²⁰⁵

Le discussioni recenti in materia di contabilità hanno evidenziato la necessità di ulteriori informazioni per facilitare la decisione degli investitori. PWC (2007) scrive: "*Transparent information on current and future corporate performance is the raw material of effective decision making in the capital markets*".²⁰⁶ Le informazioni previsionali sono necessarie e utili come strumento manageriale e dovrebbero essere segnalate nel bilancio affinché gli investitori possano capire chiaramente la capacità dell'impresa di generare valore per gli azionisti. Un' interessante ricerca di Wiesel T. , Skiera B. , Villanueva J (2008) enfatizza la necessità di concentrarsi, nel *reporting* nelle imprese, sul *customer value* piuttosto che sulla redditività corrente, espressione della creazione di valore nel breve periodo. Invece di congratularsi con il management per aver incrementato i flussi di cassa del periodo attuale, gli investitori dovrebbero chiedere spiegazioni alla dirigenza in merito alla creazione di valore nel breve periodo, a scapito di quello a lungo termine (perdita di clientela). Essi scrivono: "*Consequently, firms should report forward-looking customer metrics (value of the customer base and its changes over time) in either the "MD&A" or "Management Commentary" sections to help investors- the "consumers" of financial reports- monitor firms' performance with respect to their customer assets and to*

²⁰⁵ Bellucci A. (2016), cit. p. 120;

²⁰⁶ PWC, *Guide to forward-looking information. Don't fear the future: communicating with confidence*, PWC Corporate Reporting, 2007, cit. p. 3;

communicate a customer value orientation to the financial community".²⁰⁷

Nel mondo odierno, "il valore di un business è quello delle sue prospettive di creazione di valore";²⁰⁸ si tratta non di certo di creazione di valore nel breve periodo, in termini di flussi di cassa, bensì nel lungo periodo; ed è per questo che gli investitori chiedono sempre più spesso informazioni orientate al futuro. La comunicazione finanziaria non può essere "intesa come una porta girevole alla quale far ricorso solo in occasione di necessità"²⁰⁹. Tra l'altro, gli stessi analisti finanziari devono esprimere un giudizio sulle raccomandazioni di investimento riguardo alle prospettive societarie (*buy, hold, sell, underperform or overperform*).²¹⁰

Tuttavia, le politiche di disclosure delle aziende possono essere influenzate da una serie di fattori: il settore in cui operano, la fase del ciclo di vita (start-up, maturità declino) ed in particolare l'entità del proprio azionariato; le cosiddette *public companies* avranno una condotta notevolmente diversa rispetto alle *family firms*.²¹¹ La capacità previsionale di una piccola e media impresa è sicuramente inferiore rispetto a quella di una grande impresa.

La comunicazione delle informazioni prospettiche può essere suddivisa in due categorie:²¹²

- 1) *Forecast*;
- 2) Proiezioni (obiettivi).

I *forecast* non sono altro che i dati previsionali sull'evoluzione dell'andamento della gestione e della situazione economico – patrimoniale – finanziaria (fatturato, EBIT, flussi di cassa, indebitamento netto); si tratta dei risultati possibili da raggiungere dal management in un orizzonte temporale breve. Ci teniamo a sottolineare il termine "possibili" in quanto i *forecast* sono basati su una serie di ipotesi; tuttavia, le proiezioni sono informazioni prospettiche caratterizzate da un maggior grado di incertezza, in

²⁰⁷ Wiesel T. , Skiera B. , Villanueva J. , "Customer Equity: An Integral Part of Financial Reporting", *Journal of Marketing* 72 (2008), no. 2, cit. p. 13;

²⁰⁸ Beretta S. (2007), cit. p. 43;

²⁰⁹ Guidara F. (2011), cit. p. 46;

²¹⁰ Quagli A. (2004), pp. 81-82;

²¹¹ È stato dimostrato che le aziende a conduzione familiare tendono a fornire una quantità notevolmente minore di *earning forecasts*, rispetto a quelle ad azionariato diffuso. Chen S. , Chen X. , Cheng Q. , "Do Family Firms Provide More or Less Voluntary Disclosure?", *Journal of Accounting Research* 46 (2008), no. 3, Wiley, pp. 499-536;

²¹² Guidara F. (2011), pp. 46-50;

quanto dipendenti da variabili che non sempre possono essere controllate dalla dirigenza.

Leve controllabili dal management	Leve non controllabili dal management
Decisioni di acquisizioni	Leggi e regolamentazioni
Modifiche di assetto societario	Tassi di interesse
Modifiche di gestione dei processi	Tassi di cambio
Modifiche dei rapporti contrattuali con clienti o fornitori	Inflazione
Spesa per il lancio di nuovi prodotti	Tassazione
Previsioni di vendita	Condizioni climatiche
Livelli di efficienza	Sviluppo e liquidità dei mercati
Sviluppo del capitale umano	Costi della materie prime

Tabella 100

Fonte: Beretta S. (2007), cit. p. 52

Dalla ricerca di Beretta S. (2007)²¹³ sulla propensione delle aziende quotate italiane a divulgare informazioni prospettive emerge un approccio comunicativo orientato al passato (fatti, decisioni e azioni già assunte), in contrapposizione con i bisogni informativi dei mercati finanziari. Questo è giustificato dal fatto che il contesto italiano non è *investor - oriented* in quanto è legato strettamente al canale bancario e rappresentato da una platea di piccoli risparmiatori; gli investitori istituzionali detengono il 28% della capitalizzazione complessiva nella borsa italiana, contro il 65% della media europea.²¹⁴

Avi M. S. (2014) è in linea con le considerazioni di Beretta, in quanto scrive: “Le informazioni sulle prospettive aziendali si sostanziano, in genere, in un’analisi molto generale dell’andamento dei mercati di riferimento con indicazioni generiche circa la programmazione economico-finanziaria dell’impresa”.²¹⁵ Prevale una cultura “più da impresa padronale che non da corporate, dove l’informazione sul futuro è un segreto

²¹³ Beretta S. (2007), pp. 55-60;

²¹⁴ Guidara F. (2011), p. 61;

²¹⁵ Avi M. S. , “Il bilancio: utilità e limiti”, in Biffis P. , Avi M. S. , Tagliavini G. , Zen F. , *Analisi del merito di credito*, EIF-e.book, Venezia, 2014, cit. p. 113;

aziendale da custodire con grande cura”.²¹⁶

Sempre nell’ottica delle informazioni previsionali, il regolamento di Borsa Italiana obbliga le società quotate a rendere pubblico, su base trimestrale²¹⁷, l’andamento della gestione e della situazione finanziaria; si tratta della cosiddetta relazione trimestrale. Tuttavia, per le società che recentemente hanno dimostrato maggiori tensioni finanziarie, il suddetto obbligo è previsto, addirittura, con cadenza mensile; queste imprese sono inserite nella *Blacklist* della Consob. A tal proposito, riteniamo opportuno far riferimento ad una ricerca empirica di Di Fabio C. (2016)²¹⁸ nella quale si analizzano i *disclosure requirements* imposti dalla Consob alle società sottoposte agli obblighi di informativa mensile. I risultati, sorprendenti, sono riassunti nella tabella sottostante.

Dimensioni rilevanti	Criticità evidenziate	Possibile azione	Vantaggi per il mercato
<i>Orientamento temporale dell’informazione richiesta</i>	Prevalenza di richieste di informazioni a consuntivo	Richiedere, per i dati chiesti a consuntivo, anche il corrispettivo prospettico	Favorire il benchmarking nel tempo sullo stesso emittente
<i>Focus tematico della richiesta</i>	Prevalenza di richieste con focus sull’informativa <i>financial</i>	Affiancare alla richiesta di informazioni mensili quella trimestrale di contenuti <i>forward looking</i> e riguardanti la dimensione <i>business description</i>	Consentire di valutare non solo la performance ma anche la capacità previsionale dell’emittente tramite il confronto tra dati prospettici forniti e successivi dati a consuntivo
<i>Natura dei dati richiesti</i>	Prevalenza di dati quantitativi per l’informativa a carattere <i>financial</i> , ma qualitativi per	Richiedere sistematicamente all’emittente uno sforzo inerente la	Favorire una completa comprensione della situazione nella quale l’emittente versa

²¹⁶ Quagli A. (2004), cit. p. 208;

²¹⁷ È importante ricordare il dissenso di Porsche alla “dittatura della Trimestrale”. Il CEO Wendelin Wiedeking decise di non adempiere all’obbligo di pubblicazione della relazione trimestrale. Il motivo di questa decisione fu spiegato così dal management di Porsche: “il rispetto di queste regole porterebbero un inevitabile elemento di volatilità, in quanto i risultati trimestrali favorirebbero una mentalità da breve periodo, che potrebbe essere dannosa alle nostre strategie di lungo termine”. Questa scelta gli costò l’esclusione dall’indice tedesco DAX per violazione delle regole di trasparenza. Guidara F. (2011), cit. p. 65;

²¹⁸ Di Fabio C. “*Mandatory disclosure* e crisi d’impresa: un’analisi esplorativa dell’informativa obbligatoria nella *blacklist* Consob”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 9-12 (2016), pp. 404-420;

	gli altri <i>topic</i>	quantificazione dei dati nel caso di contenuti <i>forward looking</i> e riguardanti la <i>business description</i>	
<i>Affidabilità dell'informazione richiesta</i>	Mancanza di richieste che consentano al fruitore di valutare l'affidabilità delle stime effettuate dall'azienda	Richiedere che vengano esplicitate le metodologie adottate per le stime fornite e gli input impiegati nella valutazione e i limiti di tali processi di stima	Incentivare l'emittente a diffondere informazione affidabile e fondata su criteri di stima trasparenti
	Mancanza di richieste che consentano al fruitore di valutare l'affidabilità dell'informazione fornita dall'azienda	Richiedere che l'informazione fornita sia sottoposta, con cadenza trimestrale, a <i>stress test</i> , in modo da prospettare al mercato gli scenari peggiori	Consentire ai fruitori una consapevole valutazione dei limiti dell'affidabilità dell'informazione

Tabella 11

Fonte: Di Fabio C. (2016), cit. p. 419

In questo paragrafo abbiamo analizzato a livello teorico ed empirico il concetto generale di “evoluzione prevedibile della gestione”, previsto dal legislatore nazionale già dal 1991 con il recepimento della IV direttiva europea. Il percorso verso un’informativa societaria orientata al futuro prosegue con l’illustrazione dei “rischi e le incertezze” richieste dalla direttiva europea 2003/51.

2.1.2 L'informativa sui rischi e le incertezze

Il primo passo verso il “cammino prospettico” risale al 1991 con il recepimento della IV direttiva europea. Successivamente, nel 2003 venne introdotto il punto 6 bis relativo ai rischi finanziari; diretta conseguenza degli accordi di Basilea 2 in tema di vigilanza prudenziale. Tuttavia, si percepiva la mancanza di una normativa che disciplini più a livello generale i rischi specifici d'impresa, non limitandosi soltanto al concetto di rischi finanziari, in quanto non tutte le società possiedono strumenti finanziari.

In questo senso, l'informativa sui rischi e le incertezze richiede agli amministratori di ampliare in senso generale la normativa più ristretta e specifica sui rischi legata all'uso di strumenti finanziari, già disciplinata nel punto 6 bis in seguito al recepimento della direttiva europea 2001/65. Lo scopo che si prefigge la direttiva di modernizzazione contabile europea, ampliando l'obbligo divulgativo dei profili di rischio, è quello di proteggere gli interessi degli stakeholder. Si chiede “una vera e propria auto-analisi, interna ed esterna, consuntiva e preventiva, che porti ad esprimere non solo i punti di forza dell'impresa e della sua attività, ma anche i rispettivi eventuali punti di debolezza”²¹⁹; tutto ciò nel rispetto del principio di continuità aziendale.²²⁰

Il legislatore prevede “la descrizione dei principali rischi e incertezze cui la società è esposta”. Ancora una volta, le modalità di attuazione non sono chiare²²¹; in ogni caso il contenuto di tale informativa va ponderato in base all'entità e la complessità degli affari della società²²². Inoltre, come suggerisce il CNDCEC (2009), non si devono trattare i rischi generali legati alla natura d'impresa, bensì quelli specifici relativi alla società in questione.²²³

Secondo Golia P. (2008) sono due le categorie di informazioni che devono in ogni caso risultare:²²⁴

- 1) I rischi che possono compromettere il principio del *going concern*;

²¹⁹ Petrolati P. (2007), cit. pp. 11-12;

²²⁰ Cane M. , *Nota Integrativa e Relazione sulla Gestione*, Cesi, Milano, 2008, p. 124;

²²¹ L'ampia discrezionalità lasciata al management, in merito ai contenuti, ha spinto gli organismi professionali contabili e le autorità di controllo all'emanazione di linee guida. In particolare ci riferiamo al CNDCEC, l'IRDCEC, il CNDCCR, Banca d'Italia, Consob e Isvap;

²²² Matranga G. , Mischi F. , Polignano L. , Vittori F. , De Stefano A. , “I rischi e le incertezze nella relazione sulla gestione; l'applicazione nei bilanci 2008”, *Rivista dei Dottori Commercialisti* 60 (2009), no. 4, p. 772;

²²³ CNDCEC, *La Relazione sulla Gestione. Art. 2428 Codice Civile. La Relazione sulla Gestione dei bilanci d'esercizio alla luce delle novità introdotte dal d. lgs. 32/2007*, Roma, 14 gennaio 2009, p. 13;

²²⁴ Golia P. , “La relazione sulla gestione”, in Palma A. (a cura di) *Il bilancio di esercizio. Aspetti istituzionali e profili evolutivi nell'attuale assetto normativo italiano*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 540;

- 2) I rischi che possono influenzare significativamente l'evoluzione prospettica della situazione della società, l'andamento e il risultato della gestione.

Andiamo però ad analizzare la definizione di rischio. Per rischio "s'intende la possibilità che, a seguito del manifestarsi di eventi non correttamente ipotizzati, si verifichi uno scostamento negativo fra risultati ottenuti e previsti"²²⁵.

In tal proposito, la Commissione principi contabili del CNDCR nel 2007 diffonde un documento all'interno del quale effettua una distinzione tra rischi interni ed esterni. Innanzitutto, definisce i rischi come "quegli eventi atti a produrre effetti negativi in ordine al perseguimento degli obiettivi aziendali, e che quindi ostacolano la creazione di valore".²²⁶

I rischi interni sono quelli di natura endogena e quindi controllabili dal management; quelli esterni sono legati a fattori esogeni e, di conseguenza, difficilmente influenzabili dalle azioni della dirigenza. Essi sono suddivisi nel seguente modo:²²⁷

- Rischi di fonte interna:²²⁸
 - *Efficacia ed efficienza operativa*, laddove i processi aziendali non consentano il raggiungimento degli obiettivi di economicità stabiliti o comportino il sostenimento di costi più elevati rispetto a quelli stimati o a quelli sostenuti dalla concorrenza (rischio di liquidità);
 - *Delega*, qualora la struttura organizzativa non preveda una chiara definizione dei ruoli e delle responsabilità nell'ambito dei processi di gestione e di controllo (sistemi di management e di controllo interno);
 - *Risorse umane*, nel caso in cui il personale impiegato non possieda le competenze adatte alla gestione o al controllo dei processi aziendali, nel rispetto delle scadenze e degli obiettivi stabiliti (formazione del personale, turnover, clima lavorativo, risorse chiave);

²²⁵ Guerrini A. , D'Onza G. , "Il risk reporting nell'informativa di bilancio. Un'indagine empirica in Italia, Stati Uniti, Regno Unito e Germania", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 7-8 (2009), cit. p. 425;

²²⁶ CNDCR, Relazione sulla gestione delle imprese mercantili, industriali e di servizi, Commissione per i principi contabili, Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti e Ragionieri, 2007, cit. p. 24;

²²⁷ Ivi, cit. pp. 25-26, 28;

²²⁸ Tra i rischi interni hanno assunto estrema rilevanza, negli ultimi anni, quelli relativi all'ambiente e al personale (tema del paragrafo 2.1.4). Essi riguardano, ad esempio, i rischi di salute e sicurezza sul lavoro, i rischi per cause di lavoro (mobbing), rischi di infedeltà, rischi derivanti da cause di risarcimento per danni ambientali.

- *Integrità*, nell'ipotesi in cui i lavoratori abbiano avuto comportamenti scorretti (rischi di furti e frodi, rischi IT in merito alla sicurezza dei dati);
 - *Informativa*, in seguito all'indisponibilità, incompletezza, inaffidabilità o scorrettezza delle informazioni utilizzate nelle decisioni operative, strategiche e finanziarie (gestione delle informazioni, controllo di gestione);
 - *Dipendenza*, laddove l'impresa in questione dipenda fortemente da particolari fornitori (rischio di approvvigionamento) o da specifici *customer segments* (rischio di vendita).
- Rischi di fonte esterna:
 - *Mercato*, qualora variazioni inattese dei fattori di mercato, come ad esempio i tassi d'interesse o i tassi di cambio, influiscano negativamente sulle performance aziendali (rischio di cambio, prezzo e interesse);
 - *Normativa*, allorquando i cambiamenti nelle regolamentazioni nazionali ed internazionali, in particolare in materia tributaria, mettano a dura prova la posizione competitiva dell'impresa;
 - *Eventi catastrofici*, che mettano a grave rischio il presupposto della continuità aziendale o che provochino dei ritardi importanti nel ristabilimento della normale operatività;
 - *Concorrenza*, laddove ci sia il rischio dei *new entrants* o comunque la possibilità di perdere delle quote di mercato;
 - *Contesto politico-sociale*, in termini di instabilità politica e sociale (rischio paese).

Il CNDCEC (2009) ritiene che, nel caso in cui le aziende di minori dimensioni abbiano fornito l'informativa sui rischi e le incertezze in nota integrativa, siano esentate dall'obbligo imposto dall'art. 2428 c.c.²²⁹. Inoltre, lo IAS 1²³⁰ precisa che la verifica del presupposto della continuità aziendale non richieda ulteriori analisi (in tema di rischi e incertezze), qualora l'azienda in questione abbia una buona redditività storica e facile accesso alle risorse finanziarie. Tuttavia, la Banca d'Italia scrive a riguardo: " tale approccio può non essere più valido nell'attuale contesto di crisi economica e

²²⁹ Di Lorenzo A. (2009), p. 505;

²³⁰ IASB, IAS 1, Presentation of Financial Statements, §§ 24;

finanziaria. Problematiche inerenti i rischi di liquidità e di credito possono creare nuove incertezze o acuire quelle esistenti”²³¹

In aggiunta alla classificazione proposta dal CNDCCR, il CNDCEC (2009) propone i rischi inerenti e i rischi residui: i rischi inerenti si riferiscono all’attività specifica svolta dall’azienda e non dipendono dalle politiche di copertura intraprese dal management; i rischi residui, invece, sono la diretta conseguenza delle azioni mitigatrici poste in essere dalla dirigenza²³².

In assenza di indicazioni da parte del legislatore in merito al contenuto delle informazioni illustrative dei rischi e le incertezze, è lo stesso CNDCEC (2009) a proporre 4 step per agevolare il processo di comunicazione:²³³

- 1) Comprendere il contesto in cui si opera: ogni business è caratterizzato da tipologie di rischi molto diversi. Nel contesto odierno, caratterizzato prevalentemente da aziende multi business, è fondamentale, prima di tutto, essere consapevoli sull’appartenenza ad un determinato settore competitivo, in modo da identificare i rischi e le incertezze a cui si è esposti maggiormente;
- 2) Identificare i rischi: si tratta di individuare i rischi inerenti al contesto in cui opera la propria impresa; possono essere diversi in base al settore di appartenenza e soprattutto in base al numero dei rami di attività aziendali. “La conoscenza del rischio presuppone indagini cognitive dei mutevoli scenari interni ed esterni all’azienda e supporta la predisposizione di azioni di contenimento tese alla riduzione dell’intensità del rischio stesso e all’attenuazione del potenziale impatto che il susseguirsi degli accadimenti gestionali può generare sull’economia dell’azienda”²³⁴
- 3) Valutare i rischi: la valutazione va fatta su ogni singolo rischio; potrebbe essere utile misurare non solo l’impatto ma anche la probabilità di accadimento attraverso un grafico (**Figura 9**). Si tratta di un’illustrazione di tutti quei rischi

²³¹ Banca d’Italia, Consob, Isvap (2009), cit. p. 5;

²³² Di Lorenzo A. (2009), p. 505;

²³³ CNDCEC, *La Relazione sulla Gestione. Art. 2428 Codice Civile. La Relazione sulla Gestione dei bilanci d’esercizio alla luce delle novità introdotte dal d. lgs. 32/2007*, Roma, 14 gennaio 2009, cit pp. 26-27;

²³⁴ Maffei M. , *La disclosure sui rischi. Con particolare riferimento alle banche*, Giappichelli, Torino, 2017, cit. p. 13;

caratterizzati da un “alta probabilità di accadimento e con rilevanti effetti sotto il profilo informativo”.²³⁵

L’analisi dei rischi “non deve essere limitata alla descrizione della natura e della fonte, bensì devono essere illustrate le possibili conseguenze e la valutazione della probabilità di realizzazione e dell’entità del danno”²³⁶

Grafico di posizionamento dei rischi rispetto all’impatto e alla probabilità di accadimento

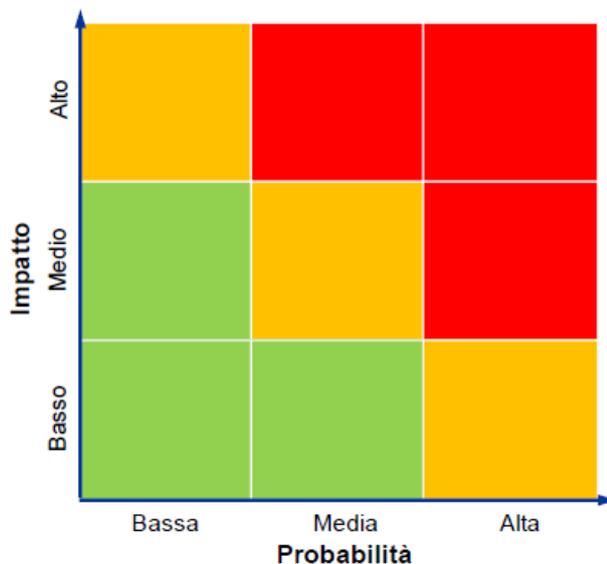


Figura 9

Fonte: CNDCEC (2009)

- 4) Individuare le azioni di mitigazione: le azioni di mitigazione servono per contrastare il rischio inerente e permettono di ridurre il rischio residuo. A tal proposito si esprime il CNDCCR (2007), individuando 4 fasi per fronteggiare i rischi:²³⁷
- a) L’eliminazione delle attività generatrici del rischio medesimo, come ad esempio la vendita di un ramo aziendale dimostratosi poco remunerativo;
 - b) L’adozione di politiche preventive per diminuire e proteggersi dagli effetti negativi causati dagli eventuali rischi; un valido esempio potrebbe essere quello di ricorrere alla diversificazione dell’offerta dei prodotti e/o servizi

²³⁵ Fornaciari L. , “Le regole e i contenuti della relazione sulla gestione”, *Pratica Fiscale e Professionale 7* (2010), cit. p. 48;

²³⁶ Maffei M. (2017), cit. p. 69;

²³⁷ CNDCCR (2007), cit. p. 29;

offerti;

- c) Il trasferimento a terzi degli effetti negativi degli eventi aleatori; si tratta di politiche di *risk sharing* (outsourcing, strumenti derivati, polizze assicurative);
- d) L'assunzione del rischio stesso, in linea con la tolleranza al rischio stabilita.

In sintesi, non bisogna limitarsi all'analisi descrittiva dei rischi, in quanto è fondamentale comunicare agli interlocutori i piani di *risk management*.²³⁸ Il concetto di gestione del rischio è inteso come il "trattamento"²³⁹ dei rischi secondo uno schema logico adottato dall'azienda. Ad esempio, una società, il cui approvvigionamento dipende da un unico fornitore, potrebbe comunicare ai portatori d'interesse il fatto di aver concluso un contratto di fornitura in esclusiva per un determinato periodo di tempo.

In linea generale, "il rischio d'impresa è strettamente legato al futuro divenire della gestione, che si svolge in condizioni di incertezza e può presentare riflessi economici sfavorevoli"²⁴⁰. Con il termine "incertezze" il legislatore si riferisce al possibile verificarsi di eventi non prevedibili che possono avere un impatto significativo sulle prospettive future della gestione aziendale.²⁴¹

La crisi finanziaria ha stimolato gli interventi delle autorità di controllo in merito all'informativa sui rischi e le incertezze. A tal proposito, si richiama il documento congiunto emesso da Banca d'Italia, Consob e Isvap (2009). In particolare, le autorità di controllo, con lo scopo di esplicitare al meglio il concetto di continuità aziendale già disciplinato dall'articolo 2423-*bis* c.c.²⁴², ipotizzano tre scenari:²⁴³

- 1) Gli amministratori "hanno la ragionevole aspettativa che la società continuerà con la sua esistenza operativa in un futuro prevedibile ed hanno preparato il bilancio nel presupposto della continuità aziendale; le eventuali incertezze rilevate non risultano essere significative e non generano dubbi sulla continuità aziendale". Le

²³⁸ De Sarno M. (2007), p. 462;

²³⁹ Bertini U. , *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1987, cit. pp. 149-150;

²⁴⁰ Maffei M. (2017), cit. p. 13;

²⁴¹ Menicucci E. (2012), p. 110;

²⁴² Il primo comma del suddetto articolo afferma: "Nella redazione del bilancio devono essere osservati i seguenti principi: 1) la valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività";

<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/guidaAlDiritto/codici/codiceCivile/articolo/2919/art-2423-bis-principi-di-redazione-del-bilancio.html> , Data di Consultazione 20/04/2017;

²⁴³ Banca d'Italia, Consob, Isvap (2009), cit. pp. 5-6;

società, caratterizzate da una discreta esposizione alle incertezze tipiche del settore di riferimento, devono diffondere l’informativa nella relazione sulla gestione. Si tratta di comunicare, in modo esauriente, tutte quelle considerazioni che, in sede di analisi dei rischi, hanno contribuito al superamento delle incertezze.

- 2) Gli amministratori “hanno identificato fattori che possono far sorgere dubbi significativi sulla capacità della società di continuare la propria operatività per un prevedibile futuro, ma considerano che sia comunque appropriato utilizzare il presupposto della continuità aziendale per redigere il bilancio”. In questo caso, le società caratterizzate, ad esempio da un forte squilibrio finanziario e quindi maggiormente esposte alle incertezze, devono diffondere l’informativa nella nota integrativa. Vanno descritte, in modo dettagliato e completo, non solo la natura e l’origine delle incertezze, ma anche i piani per fronteggiarle, in modo da giustificare le decisioni del management nel rispetto della continuità aziendale.
- 3) Gli amministratori “considerano che sia improbabile che la società continui la propria esistenza operativa in un futuro prevedibile e non ritengono appropriato redigere il bilancio sul presupposto della continuità aziendale”. Anche in questo caso è fondamentale argomentare con chiarezza le motivazioni alla base di tale decisione.²⁴⁴

L’informativa sulle incertezze della relazione sulla gestione “potrebbe riguardare sia le stime connesse alle valutazioni di bilancio, sia le stime sui valori prospettici che dalle prime potrebbero trarsi”.²⁴⁵ Le *authorities* evidenziano l’importanza di rappresentare adeguatamente, nelle note al bilancio, le determinanti nelle incertezze delle stime che potrebbero rivelarsi altamente rischiose; in quanto potrebbero causare rilevanti rettifiche dei valori contabili riportati nei fascicoli di bilancio.²⁴⁶ Si pensi per esempio alla valutazione del fondo rischi e oneri; in un contesto economico per lo più incerto è difficile “indovinare” l’evoluzione prevedibile della gestione.

Infine, in un’ottica internazionale, lo IASB dedica una sezione del *Management Commentary* alle “*Resources, Risks and Relationships*”. I suggerimenti nell’ambito dell’informativa sui rischi e le incertezze sono in linea con le guide emanate dagli

²⁴⁴ Matranga G. , Mischi F. , Polignano L. , Vittori F. , De Stefano A. (2009), pp. 773-774;

²⁴⁵ Verna G. , “Novità in tema di bilanci e delle relazioni che lo corredano”, *Le Società 3* (2007), cit. p. 267;

²⁴⁶ Banca d’Italia, Consob, Isvap (2009), pp. 9-10;

organismi professionali Italiani. In particolare, vanno non solo indicati e descritti i principali rischi interni ed esterni, esistenti e futuri (strategici, commerciali, operativi e finanziari); piuttosto vanno illustrate le modalità di quantificazione e misurazione, anche in un'ottica probabilistica, nonché i piani attuati e previsti dal management per fronteggiare i suddetti rischi e incertezze, con lo scopo di dare agli stakeholder un'informativa completa sulla prevedibile evoluzione degli obiettivi e delle strategie aziendali.²⁴⁷

Ci concentreremo, ora, sul lato pratico del *risk reporting*, in quanto è oggetto di analisi di numerosi studiosi accademici.

Innanzitutto, è interessante ricordare l'indagine empirica fatta da D'Onza G. e Guerrini A. (2009), in merito al *risk reporting* nell'informativa di bilancio in Italia, Stati Uniti, Regno Unito e Germania. Emerge dalla loro ricerca il fatto che l'informativa sui rischi delle aziende italiane è meno ampia rispetto a quella diffusa dalle società tedesche e inglesi; l'unica area informativa trattata dettagliatamente riguarda quella dei rischi di mercato. Questa differenza, secondo gli autori, ha tre possibili spiegazioni: In primo luogo, va riconosciuto, da un lato, il ritardo con cui il legislatore nazionale ha disciplinato l'informativa sui rischi e, dall'altro, il debole interesse dimostrato dagli organi incaricati nel statuire le regole contabili nazionali. Gli unici interventi normativi in materia sono dovuti non tanto alla volontà del legislatore, quanto al dovuto recepimento delle direttive europee. In secondo luogo, contrariamente al contesto anglosassone, in molte aziende italiane non c'è un vero e proprio sistema di *risk management*; questo influisce negativamente non solo sul costo delle informazioni ma soprattutto sulla tempestività e affidabilità delle stesse. Il terzo fattore è una diretta conseguenza del secondo ed è legata alla cultura d'impresa italiana nella quale predomina la logica tradizionale del bilancio come strumento di rendiconto gestionale.²⁴⁸

Un altro studio rilevante è quello fatto da Matranga G. , Mischi F. , Polignano L. , Vittori F. , De Stefano A. (2009). Essi propongono una classificazione divisa per settori dei principali rischi e incertezze divulgate da un campione di aziende quotate italiane.

Ciò che emerge dalla descrizione dei rischi e delle incertezze è il frequente rinvio dalle relazioni sulla gestione alle note al bilancio; questo è sicuramente un fatto positivo, in

²⁴⁷ Menicucci E. (2012), pp. 62-69;

²⁴⁸ Guerrini A. , D'Onza G (2009), pp. 435-436;

quanto l'analisi dei lettori non deve riguardare esclusivamente la relazione sulla gestione, bensì, in un'ottica integrata, deve comprendere anche le note al bilancio.

Banca d'Italia, Consob e Isvap avevano suggerito di divulgare nelle note al bilancio tutte quelle informazioni che mettessero in discussione il presupposto della continuità aziendale. Per quanto riguarda i rischi comuni alla maggior parte delle aziende (rischi operativi), quelli più comunicati sono quelli relativi ai rischi legati alla stagionalità del business, i rischi normativi e regolatori, rischi di competitività, rischi di business e rischi connessi alla dipendenza di lavoratori altamente qualificati: Nel settore delle *utilities* si sottolineano principalmente i rischi di malfunzionamento delle reti e degli impianti, rischi ambientali e rischi legati al contesto normativo; nel settore industriale si mettono in evidenza, invece, rischi connessi all'approvvigionamento e alla disponibilità di materie prime e quelli legati alla competitività e all'internazionalizzazione. Per quanto concerne le incertezze, intese sulla base delle disposizioni di Banca d'Italia, si evidenzia la scarsa attitudine a divulgare informazioni in merito alla continuità aziendale e alla precisione delle stime effettuate. Questo atteggiamento passivo può essere giustificato, in parte, dal contesto altamente incerto causato dalla recente crisi finanziaria. Ciò che appare, in ogni caso, è l'attitudine da parte dei redattori a non limitarsi alla mera descrizione degli eventi aleatori negativi, in quanto vengono illustrate, nella maggior parte dei casi, le politiche di *risk management*, in termini di valutazione, misurazione e monitoraggio dei rischi.²⁴⁹

Greco G. (2012)²⁵⁰ nella sua ricerca studia gli effetti della nuova regolamentazione sui comportamenti divulgativi di un campione di imprese italiane quotate tra il 2003 e il 2008. Si dimostra che l'introduzione della nuova informativa sui rischi e le incertezze non modifica il comportamento dei manager, in quanto il sistema di incentivi rimane inalterato. Si opta per una forma debole di conformità con la nuova normativa, in linea con le politiche discrezionali di disclosure ampiamente diffuse in Italia.

Infine, Elshandidy T. e Neri L. (2015)²⁵¹ esaminano l'influenza della *corporate governance* sulle politiche di *risk disclosure* in Italia e in Regno Unito. Mentre le imprese inglesi sono incentivate a fornire maggiori informazioni volontariamente negli *annual*

²⁴⁹ Matranga G. , Mischi F. , Polignano L. , Vittori F. , De Stefano A. (2009), pp. 776-782;

²⁵⁰ Greco G. , "The Management's reaction to new mandatory risk disclosure: A longitudinal study on Italian listed companies", *Corporate Communications: An International Journal* 17 (2012), no. 2, Emerald Group Publishing, pp. 113-137;

²⁵¹ Elshandidy T. , Neri L. , "Corporate governance, risk disclosure practices, and market liquidity: Comparative evidence from the UK and Italy", *Corporate Governance: An International Review* 23 (2015), no. 4, pp. 331-356;

reports, in Italia accade il contrario; le società italiane tendono a divulgare una quantità maggiore di informazioni di natura obbligatoria, e non tanto volontaria. I dirigenti italiani preferiscono adottare una politica di riservatezza e comunicano informazioni solo dovute. Mentre la divulgazione volontaria di informazioni sui rischi e le incertezze sembra essere utile agli investitori, quella dovuta tende ad essere standard, generica e meno credibile. Gli autori suggeriscono alle autorità di regolamentazione di incoraggiare le imprese italiane nella diffusione informativa volontaria, piuttosto che imporre quella obbligatoria. Tuttavia, siamo consapevoli della differenza abissale tra i due mondi (anglosassone-europeo), ed in quanto tale sembra più facile dirlo che farlo.

Per concludere, intendiamo ora illustrare e commentare l'informativa sui rischi e le incertezze contenuta nella Relazione sulla Gestione 2015 di Hard Rock Cafe Italy S. R. L.

²⁵²

Informativa sui principali rischi ed incertezze

Nell'effettuazione delle proprie attività, la Società è esposta a rischi e incertezze, derivanti da fattori esogeni connessi al contesto macroeconomico generale o specifico dei settori operativi in cui opera, nonché a rischi derivanti da scelte strategiche e a rischi interni di gestione.

L'individuazione e mitigazione di tali rischi è stata sistematicamente effettuata, consentendo un monitoraggio e un presidio tempestivo delle rischiosità manifestatesi.

Con riferimento alla gestione dei rischi, la Società ha una gestione centralizzata dei rischi medesimi, pur lasciando alle responsabilità funzionali l'identificazione, il monitoraggio e la mitigazione dei rischi stessi, anche al fine di poter meglio misurare l'impatto di ogni rischio sulla continuità aziendale, riducendone l'accadimento e/o contenendone l'impatto a seconda del fattore determinante (controllabile o meno dalla Società).

Oltre a individuare i rischi interni ed esterni, viene quindi riconosciuta l'importanza, da un lato, della congiunta identificazione e mitigazione dei rischi già dettata dal CNDCEC; dall'altro, si fa riferimento al principio di *going concern* previsto dall'articolo 2423-bis del c.c. ed enfatizzato dalle autorità di controllo (Banca d'Italia, Consob, Isvap).

²⁵² La Relazione sulla Gestione 2015 di Hard Rock Cafe Italy S.R.L. è stata scaricata dalla Banca Dati ORBIS. <https://orbis.bvdinfo.com/version-201744/Login.serv?Code=InvalidIpAddress&LoginParamsCleared=True&LoginResult=nc&product=orbisneo&RequestPath=Home.serv%3fproduct%3dorbisneo> , Data di Consultazione 13/04/2017;

I principali rischi a cui è esposta la Società sono i seguenti:

Rischi di evoluzione del quadro economico generale

L'andamento del settore in cui opera la Società è correlato all'andamento del quadro economico generale e pertanto eventuali periodi di congiuntura negativa o di recessione possono comportare una riduzione della domanda dei prodotti e servizi offerti dalla Società.

Strumenti a disposizione della Società per mitigare situazioni recessive sono: i) l'aggiornamento costante dell'offerta, allo scopo di mantenerla competitiva in termini di prezzo e di adeguarla alla diversa propensione alla spesa del cliente in fase recessiva; ii) la focalizzazione sulla profittabilità delle vendite, attraverso il contenimento, a parità di offerta e qualità del servizio, dei costi operativi.

Rischi connessi alla vendita dei prodotti

Il verificarsi di eventi straordinari, quali ad esempio calamità naturali, epidemie e attentati, possono costituire un rischio per la Società in quanto potrebbero i) coinvolgere direttamente le strutture di vendita con una conseguente riduzione dei ricavi; ii) limitare fortemente la domanda di servizi/prodotti da parte della clientela; iii) determinare una contrazione dei flussi di turisti, con possibili effetti negativi sull'attività e sulle prospettive di crescita; iv) limitare l'approvvigionamento di beni e servizi ritenuti indispensabili per l'attività produttiva.

Si tratta di un rischio determinato da fattori esogeni, e quindi non controllabili, che sono parzialmente mitigati dalla diversificazione delle aree geografiche di vendita.

Rischio legato alla dipendenza da fornitori chiave

La Società si avvale di fornitori terzi di cui alcuni non sostituibili, prevalentemente nel settore Retail, pertanto eventuali decisioni del fornitore circa l'aumento dei prezzi o la riduzione delle quantità fornite o la limitazione dei servizi offerti possono causare un rischio per la Società per la difficoltà di intervenire sulla politica commerciale per mitigare tali decisioni, almeno a breve termine. Le attività poste in essere dalla Società, seppur indirettamente a livello di gruppo societario, sono finalizzate proprio alla diversificazione anche territoriale dell'approvvigionamento di merci da parte di fornitori chiave.

Rischio legato al quadro normativo di riferimento

La Società è soggetta alle normative applicabili in Italia. Eventuali violazioni di tali normative potrebbero comportare sanzioni civili, amministrative e penali, nonché l'obbligo di eseguire attività di regolarizzazione, i cui costi e responsabilità potrebbero riflettersi negativamente sull'attività e sui

suoi risultati. Le attività della Società sono soggette, fra l'altro, alle regolamentazioni in tema di tutela dell'ambiente e della salute e sicurezza nei luoghi di lavoro. Per mitigare tale rischio le funzioni interne, coadiuvate da esperti in materie specialistiche, mantengono un costante aggiornamento sulle evoluzioni normative per consentire il progressivo adeguamento dei processi e delle procedure, e dei relativi controlli, alle nuove esigenze e lo sviluppo tempestivo del training al personale per rendere gli adeguamenti operativi; rilevante peso hanno le attività di monitoraggio continuo e di auditing della qualità del servizio reso rispetto ai requisiti di legge.

Rischi correlati al settore di attività

Il rischio comune a tutti gli operatori del settore *Food & Beverage* è quello di non riuscire ad assicurare un livello di servizio e di qualità dell'offerta coerente con le aspettative del cliente. Tale rischio ha impatti diretti sia sui ricavi che sulla reputazione aziendale. Per questo motivo la Società, anche attraverso l'adozione di un *customer care* dedicato e con l'ausilio di servizi da parte di soggetti terzi, effettua un monitoraggio costante sul livello di qualità del servizio e del prodotto offerto anche rispetto al quadro normativo (relativamente ai processi di preparazione del prodotto) ed ai controlli sulla qualità delle forniture di materie prime.

Per quanto concerne il settore Retail, il rischio è determinato dal mancato gradimento del prodotto o dalla sua indisponibilità. La Società per mitigare l'eventualità di tale rischio è costantemente impegnata nel fornire un prodotto diversificato e assortito, attraverso opportune indagini di mercato, campagne marketing ed una gestione intelligente delle scorte di magazzino.

Ciò che emerge dalla descrizione dei suddetti rischi è l'onnipresenza delle azioni intraprese dal management per contrastare qualsiasi tipo evento aleatorio negativo. Alla luce delle considerazioni fatte in nota²⁵³, si ritiene opportuno evidenziare il carattere, per lo più, completo ed esauriente dell'informativa oggetto di analisi, in quanto non necessariamente dovuto. Questo comportamento viene giustificato dal fatto che l'azienda opera in un contesto prevalentemente internazionale caratterizzato da rapporti frequenti con società collegate e fornitori esteri.

²⁵³ Va sottolineato il fatto che Hard Rock Cafe Italy S. R. L. non rientra tra le società esonerate sulla redazione della relazione sulla gestione ai sensi dell'articolo 2435-*bis* c.c. in quanto supera sia la media dei 50 dipendenti (in media sono 300), sia quella degli 8 milioni di euro di ricavi delle vendite (in media presenta 30 milioni di euro annui). Tuttavia, non rientra all'interno delle grandi imprese secondo i parametri individuati dal CNDCEC, riprendendo quelli comunitari; in quanto tale è obbligata a fornire soltanto un primo livello informativo ed infatti ciò che emerge dal contenuto informativo della relazione sulla gestione oggetto di analisi è il carattere generico di alcune informazioni divulgate. Riproporremo l'esempio di Hard Rock Cafe Italy S. R. L. anche nei prossimi paragrafi. Questa scelta è dettata da due motivazioni: La prima riguarda il fatto che la suddetta società rispecchia perfettamente il contesto aziendale italiano caratterizzato prevalentemente da società a responsabilità limitata; la seconda motivazione, puramente personale, sta nel fatto che il sottoscritto ha avuto un ruolo da *insider* nell'azienda analizzata.

Rischi finanziari

La specifica disciplina sui rischi finanziari è disciplinata dal codice civile nel punto 6 bis dell'articolo 2428 c.c. , in seguito al recepimento della direttiva europea 2001/65 tramite il decreto legislativo 394/2003. Tuttavia, i suddetti rischi hanno suscitato maggior interesse da parte degli organismi professionali internazionali solo dopo la crisi finanziaria dei mutui *sub-prime* statunitensi alla fine del 2006; il conseguente rallentamento economico mondiale, nonché europeo, ha influito pesantemente non solo sulle capacità delle imprese nel reperimento delle risorse finanziarie, ma anche sull'entità dei rischi connessi alla maggior volatilità delle variabili finanziarie.²⁵⁴ Abbiamo discusso precedentemente la decisione da parte del legislatore italiano di non modificare le richieste specifiche contenute nell'art. 2428 c.c. ; si è limitato nel 2007, in seguito al recepimento della direttiva di modernizzazione contabile europea, a riscrivere il primo comma aggiungendo in particolare la “descrizione dei principali rischi e incertezze cui la società è esposta”. Riteniamo che questa scelta sia dettata da due motivazioni: la prima riguarda la volontà di estendere e generalizzare, in un certo senso, la normativa sui rischi finanziari, in quanto troppo specifica e non particolarmente rappresentativa del tessuto imprenditoriale italiano non caratterizzato da un ingente ricorso a strumenti finanziari. In secondo luogo, ancora più importante, la decisione di continuare a riservare ai rischi finanziari una disciplina ad hoc (punto 6-bis) è probabilmente giustificata dalla particolare condizione di instabilità e incertezza nel contesto internazionale dopo la crisi finanziaria del 2007.

Il punto 6 bis dell'art. 2428 c.c. afferma: “In relazione all'uso da parte della società di strumenti finanziari e, se rilevanti per la valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio:

- a) Gli obiettivi e le politiche della società in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste (informazioni qualitative);
- b) L' esposizione della società al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità e al rischio di variazione dei flussi finanziari”(informazioni quantitative).

²⁵⁴ Banca d'Italia, Consob, Isvap (2009), p. 6;

Vista la matrice prettamente internazionale del presente articolo, in quanto trattasi del recepimento di una direttiva europea, occorre richiamare i principi contabili internazionali IAS/IFRS per avere una corretta interpretazione. In particolare, ci riferiamo al principio IFRS 7 “Strumenti finanziari: informazioni integrative”²⁵⁵, all’interno del quale si consiglia di fornire un mix di informazioni di natura sia qualitativa sia quantitativa in modo da far comprendere ai destinatari “i sistemi di gestione, misurazione e controllo dei rischi finanziari assunti dalla società, nonché l’entità di tale rischi”;²⁵⁶ l’illustrazione di tali informazioni deve necessariamente avvenire in un’ottica di confronto con gli esercizi precedenti in modo da sottolineare non solo l’evoluzione dei rischi stessi, ma soprattutto l’adeguatezza delle politiche di *risk management* messe in atto dalla società in passato.

Il contenuto delle informazioni qualitative (punto a) e quantitative (punto b) sono analizzate dal principio contabile OIC 3²⁵⁷. Esso dovrebbe riguardare:²⁵⁸

Informazioni qualitative sugli obiettivi, le politiche di gestione e di mitigazione dei rischi

- “Il grado di utilizzo degli strumenti finanziari;
- La struttura e l’organizzazione delle funzioni di *risk management*;
- Lo scopo e la natura dei sistemi di misurazione e valutazione dei rischi finanziari;
- Le strategie di copertura o di attenuazione dei rischi finanziari;
- I processi posti in essere dalla società per monitorare l’efficienza di tali strategie;
- Le politiche e i criteri utilizzati dalla direzione per evitare le eccessive concentrazioni di rischio ed ottenere garanzie atte ad attenuarlo;
- Qualsiasi variazione in merito alle politiche sopracitate rispetto all’esercizio precedente.

Informazioni quantitative sulla natura e la dimensione dei rischi finanziari

- Informazioni sulla qualità creditizia delle attività finanziarie;
- L’ammontare che, alla data di riferimento del bilancio, rappresenta la massima esposizione al rischio di credito;

²⁵⁵ <https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs7> , Data di Consultazione 23/04/2017;

²⁵⁶ Matranga G. , Mischi F. , Polignano L. , Vittori F. , De Stefano A. (2009), cit. p. 775;

²⁵⁷ http://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/downloads/2010/11/2006-03_OIC-3.pdf , Data di Consultazione 23/04/2017;

²⁵⁸ CNDCEC, *La Relazione sulla Gestione. Art. 2428 Codice Civile. La Relazione sulla Gestione dei bilanci d’esercizio alla luce delle novità introdotte dal d. lgs. 32/2007*, Roma, 14 gennaio 2009, cit p. 29;

- La descrizione delle garanzie accessorie ottenute (pegni, ipoteche, fideiussioni)”.

Analizzando le tipologie di rischi finanziari richiesti dal legislatore nazionale nel punto b) dobbiamo far riferimento ancora una volta agli standard internazionali, i quali classificano nel modo seguente i suddetti rischi:²⁵⁹

- Rischio di credito, legato all’inadempimento di un obbligazione alla scadenza contrattuale stabilita;
- Rischio di liquidità, correlato alla difficoltà di reperimento delle risorse monetarie necessarie per fronteggiare le passività finanziarie;
- Rischio di mercato, derivante dalla fluttuazione del *fair value* o dei flussi di cassa attesi in seguito alle variazioni dei prezzi di mercato. A sua volta esso è suddiviso in:
 - rischio valutario, caratterizzato dalle oscillazioni dei tassi di cambio di mercato;
 - rischio di tasso d’interesse sul *fair value* e sui flussi finanziari, connesso alla variazione del valore contabile e dei flussi di cassa attesi degli strumenti finanziarie, in seguito all’oscillazione dei tassi d’interesse su interessi attivi e passivi sul mercato;
 - rischio di prezzo, correlato alle variazioni dei prezzi di mercato di beni all’ingrosso o comunque di strumenti rappresentativi di capitale.²⁶⁰

C’è da sottolineare, tuttavia, che entrambe le informazioni (qualitative e quantitative) devono essere comunicate “se rilevanti per la valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell’esercizio”. Ancora una volta viene lasciata ampia discrezionalità al management sul grado di dettaglio dell’informativa, in quanto dipende dall’entità e la complessità degli affari della società”. Sarebbe importante, in ogni caso, raggruppare gli strumenti finanziari per classi in base alla natura e alle caratteristiche dei medesimi.²⁶¹

L’informativa sui rischi finanziari illustrata nella Relazione sulla Gestione 2015 di Hard

²⁵⁹ Menicucci E. (2012), pp. 106-110;

²⁶⁰ Ulteriori indicazioni in merito al dettaglio del contenuto informativo, relativo alle singole categorie di rischio, da far confluire nella relazione sulla gestione sono illustrate nel documento emanato dall’ IRDCEC nel 2008 nelle pagine 32-37;

²⁶¹ CNDRC (2007), pp. 26-27;

Rock Cafe italy S. R. L. così afferma:

“L’elevato cash flow generato dall’attività caratteristica, ha storicamente consentito alla Società di mantenere un’elevata capacità di autofinanziamento e di gestire la propria strategia di crescita e di sviluppo con un ricorso all’indebitamento praticamente nullo, preservando così la propria solidità finanziaria. Il maggiore rischio nell’area finanziaria è quello collegato all’oscillazione dei cambi. Infatti diverse fonti di approvvigionamento per beni e servizi dipendono da fornitori non appartenenti all’area Euro (principalmente dollari USA e sterline inglesi). La rilevanza ed il peso specifico di tali operazioni non può essere sottovalutata, pertanto variazioni significative dei cambi possono comportare l’erosione della redditività. Attualmente la Società non è ricorsa a strumenti finanziari per la mitigazione di tale rischio”. Chiaramente, la società non essendo in possesso di strumenti finanziari fa riferimento esclusivamente al rischio valutario.

2.1.3 Gli indicatori di risultato

Numerosi studi empirici, tra cui quello di Aquino S. (2014)²⁶², hanno evidenziato la possibilità di prevedere le crisi aziendali attraverso la lettura degli indici di bilancio. L'importanza di garantire quel principio di continuità aziendale, spesso ribadito nel corso di questo elaborato, in un contesto economico sempre più incerto, ha spinto il legislatore a richiedere la disclosure di indicatori di natura finanziaria e non. Di certo, la potenza dell'analisi di bilancio sta nel fornire quella visione sintetica al punto giusto, nonché esauriente della dinamica aziendale in modo da far comprendere l'andamento della gestione a tutti i lettori del bilancio, indistintamente dalla relativa cultura d'impresa. In quest'ottica, viene rafforzato ulteriormente il processo conoscitivo degli interlocutori attraverso l'inserimento obbligatorio all'interno della relazione sulla gestione di "indicatori espressivi dell'operatività aziendale"²⁶³, identificati dalla dottrina e dalla prassi come adatti a verificare "la sussistenza delle condizioni di equilibrio patrimoniale, di equilibrio finanziario/monetario e di equilibrio economico della gestione aziendale".²⁶⁴

In particolare, il legislatore richiede "gli indicatori di risultato finanziari e, se del caso, quelli non finanziari pertinenti all'attività specifica della società, comprese le informazioni attinenti all'ambiente al personale".²⁶⁵

Due sono le considerazioni da fare in merito alle richieste da parte del legislatore nazionale:

La prima riguarda l'uso non perfettamente appropriato sul piano tecnico del termine "finanziario" tradotto letteralmente dall'espressione inglese "*financial*". La richiesta informativa va intesa in senso ampio, visto che non si fa riferimento esclusivamente agli specifici indicatori finanziari ma anche a quelli di natura economica e patrimoniale. Capodaglio G. (2009) così scrive: "probabilmente l'improprietà di linguaggio deriva dall'utilizzo di termini ottenuti dalla traduzione letterale di vocaboli inglesi: come è noto,

²⁶² In particolare, Aquino S. ha dimostrato, attraverso un'analisi empirica suddivisa per regioni, che gli indici di redditività sono maggiormente premonitori delle crisi aziendali rispetto a quelli di liquidità e patrimonializzazione; gli indici di redditività più rappresentativi sono quelli che rapportano l'utile netto oppure gli utili non distribuiti al totale delle attività. Aquino S., "Indici di bilancio premonitori di crisi aziendali: aspetti teorici e verifiche empiriche", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 4-6 (2014), pp. 213-226;

²⁶³ Menicucci E. (2012), cit. p. 112;

²⁶⁴ Petrolati P. (2007), cit. p. 14;

²⁶⁵ L'informativa sull'ambiente e il personale, nonché i rispettivi principali indicatori suggeriti dagli organismi professionali saranno approfonditi nel prossimo paragrafo;

infatti, il termine *financial* fa esplicito riferimento alla contabilità generale ed al bilancio e, quindi, riguarda sia valori numerario-finanziari, sia valori economici di reddito e di capitale, mentre non ha nulla a che vedere con gli indici finanziari propri dell'analisi di bilancio"²⁶⁶. In sintesi, gli indicatori di risultato finanziari sono tutti quelli estrapolabili dalla contabilità generale, mentre gli indicatori di risultato non finanziari non sono desumibili dalla contabilità generale, in quanto provengono da fonti informative estranee al bilancio.²⁶⁷ In aggiunta agli indicatori finanziari standardizzati, dallo stampo quantitativo-contabile, il legislatore richiede di fornire anche dei parametri quantitativi extra-contabili (non finanziari) pertinenti all'attività specifica aziendale, come ad esempio "i vari indici che misurano efficienza, sviluppo, produttività, innovazione, rapporti con la clientela, posizionamento strategico e/o di mercato"²⁶⁸; questi ultimi presentano un carattere prettamente tecnico dipendente dalle criticità di ogni business e perciò non sono di certo standardizzabili. In questo modo, la natura non contabile degli indicatori non finanziari, in qualche modo, completa e migliora l'illustrazione in genere qualitativo - descrittiva²⁶⁹ della relazione sulla gestione in quanto rafforza l'utilità conoscitiva degli stakeholder riguardo ai vari contesti in cui la società ha operato.²⁷⁰ Ed è proprio alla valenza comunicativa che si riferisce il legislatore con il termine "se del caso" in quanto gli indicatori non finanziari devono essere forniti "nella misura necessaria alla comprensione della situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione"; qualora le informazioni presenti nel bilancio siano sufficienti alla comunicazione di un quadro completo ed esauriente della gestione aziendale, la società non è obbligata a fornire ulteriori indicazioni. Questo ci porta alla nostra seconda considerazione in merito alla predominanza degli indicatori finanziari rispetto a quelli non finanziari, in quanto questi ultimi devono essere inclusi nella relazione sulla

²⁶⁶ Capodaglio G. , "Documento del CNDCEC riguardante la relazione sulla gestione", *Contabilità e Bilancio 6* (2009), cit. p. 50;

²⁶⁷ Di Lorenzo A. (2009), p. 502;

²⁶⁸ Avi M.S. , "La relazione sulla gestione: obbligatoria ma inutile oppure sostanziale "quarto elemento" del Bilancio?", *il Fisco*, 07/2014, cit. p. 628;

²⁶⁹ Al riguardo Giunta F. e Pisani M. scrivono: "ragionando in termini di apertura informativa, emergono alcuni caratteri generali di sostanza e di forma che la relazione sulla gestione dovrebbe possedere. Il riferimento a essi risulta utile per interpretare e integrare le richieste formulate dal legislatore che rimangono, comunque, linee guida alle quali è indispensabile fare riferimento. Quanto alla sostanza, il documento dovrebbe proporre:

- a) informazioni quantitative debitamente correlate a informazioni qualitative;
- b) misure di sintesi, sia economico-finanziarie che operative, correlate ad analisi competitive, che guardano all'ambiente e ad analisi interne, rivolte ai processi aziendali;
- c) misure consuntive integrate da determinazioni preventive che attenuino la forzatura del frazionamento temporale della gestione imposto dalla redazione del bilancio". Giunta F. , Pisani M. (2006), cit. p. 351;

²⁷⁰ Petrolati P. (2007), p. 15;

gestione esclusivamente nel caso in cui gli indicatori finanziari non riescano ad esprimere significativamente la situazione e l'andamento della gestione in modo chiaro²⁷¹. L'introduzione degli indicatori di risultato non finanziari pertinenti all'attività specifica della società "deve comunque avvenire solo condizionatamente alla loro effettiva rilevanza segnaletica nel singolo caso di specie, pur essendo indubbiamente importanti ai fini della comprensione della prevedibile tendenza di sviluppo dell'impresa"²⁷². In questo modo il legislatore vuole dare rilevanza al principio della *readability* in un'ottica equilibrata, in modo da fornire agli interlocutori il minimo necessario ai fini di una corretta ed esaustiva interpretazione aziendale. Tuttavia, questa decisione del legislatore di far prevalere gli indicatori finanziari ha suscitato numerosi dubbi, in quanto questi ultimi sono costruiti sui dati storici di bilancio e non rappresentano adeguatamente le determinanti del successo aziendale in chiave prospettica; sembra una contraddizione in quanto, da un lato, è lo stesso legislatore a sottolineare la rilevanza delle informazioni previsionali sull'andamento futuro dell'impresa richiesto attraverso l'informativa sui rischi e le incertezze, nonché sui rischi finanziari ed infine con l'evoluzione prevedibile della gestione; dall'altro, sembra preferire il ricorso a indicatori finanziari che nulla dicono sulle prospettive future dell'impresa²⁷³. Questa scelta, in linea con la discrezionalità lasciata agli amministratori, è probabilmente dettata dal fatto che, come espresso precedentemente, gli indicatori non finanziari non sono standardizzabili come quelli finanziari in quanto dipendono dalle specifiche realtà aziendali e perciò caratterizzati da un elevato grado di disomogeneità²⁷⁴; il legislatore si affida così alla "propensione divulgativa ritualistica" tipica degli amministratori. Vista la soggettività dei suddetti indici, ai fini di una comprensione più oggettiva, vanno messi a disposizione degli *users* i seguenti aspetti informativi:²⁷⁵

²⁷¹ CNDCEC, *La Relazione sulla Gestione. Art. 2428 Codice Civile. La Relazione sulla Gestione dei bilanci d'esercizio alla luce delle novità introdotte dal d. lgs. 32/2007*, Roma, 14 gennaio 2009, pp. 9-10;

²⁷² Petrolati P. (2007), cit. p. 14;

²⁷³ L'incapacità degli indicatori economico-finanziari nel rappresentare adeguatamente il valore aziendale è stata dimostrata da numerosi studi empirici. Si è fatto riferimento ad una sorta di *reporting disconnection* in quanto solo gli indicatori non *financial* mettono in evidenza i reali *value drivers*. Deloitte, *In the dark: What boards and executives don't know about the health of their business*, 2004;

²⁷⁴ Fornire indicazioni più stringenti risulta difficile in un ambiente caratterizzato da una moltitudine di aziende così diversificate non solo per settore di attività ma anche per dimensione, cultura e localizzazione.

²⁷⁵ <http://www.studiobertoluzzi.it/speciale/gli-indicatori-da-inserire-nella-relazione-sulla-gestione/>, Data di Consultazione 24/04/2017;

- “La descrizione dei criteri utilizzati per la rielaborazione dei dati contabili;
- Il metodo di calcolo adottato per la quantificazione degli indicatori;
- L’esposizione dei valori degli indicatori nel periodo considerato;
- La spiegazione dei risultati degli indicatori”.

Le suddette categorie informative permettono ai portatori d’interesse di ricostruire il percorso logico intrapreso dal management nella quantificazione dei vari indici e indicatori, nel rispetto dei principi di verificabilità e comprensibilità; in particolare, la descrizione degli indicatori deve sottolineare la conformità delle performance aziendali rispetto agli obiettivi prefissati.

Ci dedicheremo, ora, all’approfondimento rispettivamente degli indicatori finanziari e non finanziari. Il carattere generico delle richieste presenti nell’art. 2428 c.c. , che nulla dicono riguardo ai contenuti dei suddetti indici, ha costretto i più autorevoli organismi professionali contabili ad emanare delle linee guida. Per questo motivo, nei prossimi due paragrafi (2.1.3.1 e 2.1.3.2) faremo esclusivamente riferimento alle *guidelines* del CNDCEC, IRDCEC, CNDCCR. Con riferimento alla natura degli indicatori da riportare nella relazione sulla gestione, il CNDCEC, ad esempio, ha previsto un primo livello di informativa obbligatorio per tutte le imprese riguardante gli indicatori atti ad approfondire la situazione reddituale e finanziaria dell’impresa, nonché la solidità patrimoniale; un secondo livello facoltativo per le imprese medio - piccole. Non sono solo da indicare gli indici relativi ad almeno due esercizi consecutivi ma anche gli aggregati significativi di valori e serie storiche(ricavi delle vendite, valore della produzione, EBIT) con riferimento ad un orizzonte temporale da 2 a 5 anni.²⁷⁶

²⁷⁶ Fornaciari L. (2010), pp. 45-46;

2.1.3.1 Indicatori di risultato finanziari

Con l'espressione "indicatori di risultato finanziari" il legislatore si riferisce a quella moltitudine di indicatori e quozienti che mettono in relazione tra di loro le voci dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico. La struttura unitaria del bilancio è artificialmente divisa in gestione patrimoniale - finanziaria ed economica in modo da rappresentare più comodamente quella visione sintetica tipica dell'analisi di bilancio. Tuttavia, non dimentichiamoci che la gestione aziendale è inscindibile e la costruzione ideale dei quozienti ne deve tener necessariamente conto in quanto le singole poste di bilancio (stato patrimoniale e conto economico) sono interrelate e legate a quel carattere sistemico di reciproca interdipendenza e coordinazione. Per tale motivo, non ci si deve limitare all'illustrazione di un quoziente isolato bensì vanno rappresentati un gruppo di indici, costruiti certamente a partire da una visione frammentata del bilancio, ma facenti parte di un unico sistema. In questo modo vengono evidenziate quelle relazioni di complementarità che sono alla base del rapporto causa-effetto, in quanto emergono chiaramente i fattori elementari che hanno determinato un certo tipo di risultato. È risaputo, infatti, che un singolo quoziente isolato non rappresenta la realtà aziendale in senso assoluto, piuttosto in senso relativo visto che acquisisce rilevanza solo in presenza di un più ampio sistema di indici; ciò dimostra quella relazione di complementarità tipica della dinamica aziendale. L'ampiezza della disclosure, tuttavia, dipenderà dall'entità e dalla complessità degli affari della società, in modo da venire incontro alla nozione di equilibrio fortemente voluta dal legislatore; si forma quindi, all'interno della relazione sulla gestione, una specie di trade - off tra apertura informativa e invito alla riservatezza.²⁷⁷

Per garantire l'intelligibilità informativa bisogna spingersi oltre la mera illustrazione degli indicatori. Riprendendo il limite intrinseco del bilancio riguardante il carattere prettamente tecnico-contabile, nonché la differente cultura d'impresa dei destinatari, sembra opportuno che gli amministratori spieghino opportunamente il significativo interpretativo di ogni singolo indicatore, in modo da garantire la parità di trattamento informativo all'indistinta platea di utilizzatori. A tal proposito, Avi M. S. (2014) sottolinea: "mettendo a confronto più studiosi, spesso si nota che ad un medesimo indice sono attribuiti nomi diversi o, al contrario, più *ratios* completamente differenti fra loro

²⁷⁷ Petrolati P. (2007), pp. 17-19;

sono identificati con il medesimo acronimo. Va da sé che tali indicatori assumano significati diversi a seconda della modalità di costruzione del quoziente, con la ovvia conseguenza che associare ad un acronimo un risultato, in assenza di specifiche su come l'indice è stato determinato, può rivelarsi un'operazione inutile o, addirittura, pericolosamente fuorviante.”²⁷⁸

Tuttavia, sempre Avi M. S. (2014) scrive: “È noto che il bilancio, output della contabilità generale, se non adeguatamente rielaborato, impedisce di formulare qualsiasi giudizio sulle condizioni aziendali; ma solo un'adeguata riaggregazione dei valori rilevanti in SP e CE secondo un ordine casuale, seguito dall'identificazione di validi indicatori di performance, consentono di sviluppare un'analisi affidabile e coerente sulla situazione economico-finanziaria”²⁷⁹. Inoltre, “affinché lo stato patrimoniale, così come il conto economico, possano soddisfare appieno le esigenze informative dei manager e dei soggetti esterni è necessario che tali documenti siano sottoposti ad un'operazione ristrutturazione del bilancio”²⁸⁰. Sorge quindi il bisogno di riclassificare l'informativa di bilancio; scaturisce anche il dubbio riguardo alla modalità di riclassificazione più idonea in quanto non c'è una risposta univoca né da parte della dottrina né, tanto meno, da parte del legislatore. Questo è un grave pericolo poiché “la mancanza di omogeneità formale e sostanziale”²⁸¹, in assenza di una normalizzazione dei criteri di classificazione, potrebbe compromettere il principio di comparabilità spaziale e temporale dei documenti contabili tanto auspicato dal legislatore comunitario.

Ancora una volta, è il CNDCEC (2009) a fornire dei suggerimenti in merito ai criteri di riclassificazione maggiormente condivisi²⁸². In ogni caso, il punto di partenza delle riclassificazioni proposte è costituito dai prospetti contabili civilistici (art. 2424 e art.

²⁷⁸ Avi M. S. (2014), cit. p. 629;

²⁷⁹ Avi M. S. , “Il bilancio: utilità e limiti”, in Biffis P. , Avi M. S. , Tagliavini G. , Zen F. , *Analisi del merito di credito*, EIF-e.book, Venezia, 2014, cit. p. 93;

²⁸⁰ Avi M. S. , *Il bilancio d'esercizio*, Cafoscarina, Venezia, 2012, cit. p. 236;

²⁸¹ Avi M. S. (1990), cit. p. 183;

²⁸² Ulteriori schemi di riclassificazione sono stati suggeriti da Avi M. S. (2012). Per quanto riguarda il conto economico si fa riferimento al “criterio a ricavi e costo del venduto con evidenziazione del MOL” all'interno c'è un divisione tra attività caratteristica e non caratteristica la quale permette di determinare il Gross Profit, ossia l'utile lordo industriale calcolato al netto dei soli costi di produzione, il MOL, ossia il reddito operativo della gestione caratteristica al lordo degli ammortamenti; questa riclassificazione è indispensabile in quanto si riesce a catturare la visione del *core business* aziendale.

Per quanto concerne lo schema di stato patrimoniale, la riclassificazione secondo il criterio finanziario proposta da Avi M. S. ha un'utilità ai fini d'analisi molto elevata, in quanto permette di approfondire lo stato di equilibrio finanziario dell'impresa attraverso la classificazione per scadenza temporale degli importi attivi e passivi; in genere breve termine (al massimo 12 mesi) e lungo termine (oltre i 12 mesi). Avi M. S. , *Financial Analysis*, EIF-e.book, 2012, pp. 113-114, 27;

2425 c.c.). Questa scelta ha lo scopo di prevenire in qualche modo la disomogeneità formale e sostanziale dei molteplici criteri messi in atto dai vari redattori. Inoltre, è lo stesso legislatore a richiedere, nell'art. 2428 c.c. , ove opportuno, riferimenti agli importi riportati nel bilancio civilistico e chiarimenti aggiuntivi su di essi.

Per quanto concerne la riclassificazione del Conto Economico civilistico, il CNDCEC propone il criterio della pertinenza gestionale; esso individua lo specifico contributo delle diverse aree gestionali aziendali (operativa, accessoria, finanziaria, straordinaria, tributaria) nel seguente modo:

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO SECONDO LA PERTINENZA GESTIONALE	
AGGREGATI	MACROCLASSI O VOCI DEL CONTO ECONOMICO CIVILISTICO
Ricavi delle vendite (Rv)	A1
Produzione interna (Pi)	A2+A3+A4
VALORE DELLA PRODUZIONE OPERATIVA (VP)	A (al netto di A5)
Costi esterni operativi (C-esterni)	B6+B7*+B8+B11
VALORE AGGIUNTO (VA)	A-(B6+B7*+B8+B11)
Costi del personale (Cp)	B9
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	[A-(B6+B7+B8+B9+B11)]
Ammortamenti e accantonamenti (Am e Ac)	B10+B12+B13
RISULTATO OPERATIVO	(A1+A2+A3+A4)- (B6+B7+B8+B9+B10+B11+B12+B13)
Risultato dell'area accessoria	A5-B14
Risultato dell'area finanziaria (al netto degli oneri finanziari)	C (al netto di C17) + D
EBIT NORMALIZZATO	A-B+/-C (al netto di C17) +/-D
Risultato dell'area straordinaria	E20-E21
EBIT INTEGRALE	A-B+/-C (al netto di C17)+/-D+/-E
Oneri finanziari (Of)	C17
RISULTATO LORDO (RL)	A-B+/-C+/-D+/-E
Imposte sul reddito	22
RISULTATO NETTO (RN)	23

Figura 30

Fonte: CNDCEC (2009), cit. p. 17

Il CNDCEC, nel rispetto del sistema modulare proposto, ritiene che il suddetto schema riclassificatorio non è obbligatorio per le medie - piccole imprese in quanto fa parte del secondo livello di richieste informative obbligatorie esclusivamente per le società di

grandi dimensioni. Tuttavia, potrebbe comunque essere utile ai fini di un'analisi completa della situazione reddituale non solo ai fini interni ma anche ai fini esterni; in un'ottica sempre più internazionale assumono, infatti, notevole rilevanza indicatori come l'EBIT (*earnings before interests and taxes*) che esprime gli utili dell'azienda, indipendentemente dalla posizione finanziaria e tributaria ed in quanto tale è particolarmente rappresentativo nella descrizione del *core business* aziendale.

Per quanto riguarda, invece, la riclassificazione dello Stato Patrimoniale civilistico, il CNDCEC propone due criteri idonei, rispettivamente, a rappresentare adeguatamente la situazione reddituale (criterio per aree funzionali) e quella patrimoniale finanziaria (criterio finanziario).²⁸³

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO SECONDO CRITERIO FUNZIONALE			
AGGREGATI	MACROCLASSI DELLO STATO PATRIMONIALE CIVILISTICO	AGGREGATI	MACROCLASSI DELLO STATO PATRIMONIALE CIVILISTICO
CAPITALE INVESTITO OPERATIVO (Cio)	B ₁ +C ₁ +D ₁	MEZZI PROPRI (Mp)	A
IMPIEGHI EXTRA-OPERATIVI (I e-o)	A+B ₂ +C ₂ +D ₂	PASSIVITA' DI FINANZIAMENTO (Pf)	D ₁ +E ₂
		PASSIVITA' OPERATIVE (Po)	B+C+D ₂ +E ₁
CAPITALE INVESTITO (Cio+I e-o)	Attivo patrimoniale	CAPITALE DI FINANZIAMENTO (Mp+Pf+Po)	Passivo Patrimoniale

Attivo patrimoniale

B₁ e C₁ accolgono gli investimenti operativi relativi rispettivamente alla dimensione strutturale (iscritti nelle immobilizzazioni) e al ciclo operativo della società (iscritti nell'attivo circolante)

B₂ e C₂ accolgono gli impegni relativi all'area extra-operativa destinati a perdurare all'interno della struttura rispettivamente per un periodo pluriennale (iscritti nelle immobilizzazioni) e per un periodo breve (iscritti nell'attivo circolante)

D₁ e D₂ rappresentano i ratei e risconti attivi relativi, rispettivamente, alla gestione operativa e alla gestione extra-operativa.

Passivo patrimoniale

D₁ accoglie gli importi monetari ottenuti a titolo di finanziamento

D₂ accoglie i finanziamenti "spontanei" derivanti dall'attività operativa (per es. i debiti verso fornitori per le imprese manifatturiere o di servizi)

E₁ e E₂ rappresentano i ratei e risconti passivi relativi, rispettivamente, alla gestione operativa e alla gestione finanziaria.

Figura 11

Fonte: CNDCEC (2009), cit. pp. 21-22

²⁸³ Si ritiene importante precisare che la riclassificazione dello Stato Patrimoniale è facoltativa per le società di piccole dimensioni. Il CNDCEC, tuttavia, afferma che lo schema di Stato Patrimoniale finanziario è particolarmente utile per rappresentare correttamente la solidità patrimoniale dell'impresa in questione.

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO SECONDO CRITERIO FINANZIARIO			
AGGREGATI	MACROCLASSI DELLO STATO PATRIMONIALE CIVILISTICO	AGGREGATI	MACROCLASSI DELLO STATO PATRIMONIALE CIVILISTICO
		MEZZI PROPRI (MP) - capitale sociale - riserve	AI A (al netto di AI)
ATTIVO FISSO (Af) - immobilizzazioni immateriali - immobilizzazioni materiali - immobilizzazioni finanziarie	BI BII BIII (al netto di BIII ₁) + CII ₁	PASSIVITA' CONSOLIDATE (Pml)	(B+C+D) ₁
ATTIVO CORRENTE (Ac) - magazzino - liquidità differite - liquidità immediate	CI+D ₁ A+BIII ₁ +CII(al netto di CII ₁) + CIII+D ₂ CIV	PASSIVITA' CORRENTI (Pc)	(B+C+D) ₂ +E
CAPITALE INVESTITO (Af+Ac)	Attivo	CAPITALE DI FINANZIAMENTO (MP+Pml+Pc)	Passivo

Attivo patrimoniale

BIII₁ accoglie quella parte di crediti che, iscritta tra le immobilizzazioni, è destinata ad essere incassata entro i 12 mesi

D₁ rappresenta la parte della macro classe D riferita ai risconti attivi. Si assume che i risconti siano a breve termine; qualora i risconti a medio-lungo termine dovessero essere di importo rilevante, si suggerisce di imputare detta parte nell'attivo fisso tra le immobilizzazioni immateriali

D₂ rappresenta la parte della macro classe D riferita ai ratei attivi. Si assume che i ratei siano a breve termine; qualora i ratei a medio-lungo termine dovessero essere di importo rilevante, si suggerisce di imputare detta parte nell'attivo fisso tra le immobilizzazioni finanziarie

CII₁ accoglie quella parte dei crediti che, iscritta nell'attivo circolante, è destinata ad essere incassata oltre i 12 mesi

Passivo patrimoniale

(E+C+D)₁ rappresenta le passività della società destinate ad essere regolate oltre i 12 mesi dalla data di chiusura dell'esercizio

(E+C+D)₂ accoglie le passività della società destinate ad essere regolate entro i 12 mesi dalla data di chiusura dell'esercizio

E rappresenta la macro classe dei ratei e risconti passivi. Si assume che i ratei e i risconti siano a breve termine; qualora i ratei e i risconti a medio-lungo termine dovessero essere di importo rilevante, si suggerisce di imputare detta parte nelle passività consolidate.

Figura 12

Fonte: CNDCEC (2009), cit. pp. 23-24

La relazione sulla gestione dovrebbe contenere:

- Indici ed indicatori per l'analisi della situazione patrimoniale – finanziaria;
- Indici per l'analisi della situazione economica.

In seguito, verranno analizzate singolarmente le suddette aree informative attraverso la costruzione di indici sulla base degli schemi di riclassificazione sopra illustrati.

L'analisi della situazione patrimoniale – finanziaria

È evidente l'importanza delle informazioni sulla struttura patrimoniale dell'impresa legata non solo alle modalità di acquisizione delle risorse finanziarie, le cosiddette fonti di finanziamento, ma soprattutto agli impieghi delle stesse. Come abbiamo sottolineato in precedenza, la presentazione di indici fine a se stessi non ha alcuna rilevanza informativa visto che la realtà aziendale è caratterizzata da una serie di concatenazioni che vanno a impattare non solo sulla situazione patrimoniale, bensì anche su quella finanziaria. Per tale motivo, è opportuno rappresentare una serie di quozienti idonei a sottolineare in modo corretto e veritiero quel rapporto di complementarità caratterizzante delle singole voci di bilancio. Siamo consapevoli del fatto che nella prassi esistano una serie infinita di indici che rappresentano in modo più o meno adeguato la situazione, l'andamento e il risultato della gestione; ci limiteremo ad analizzare quelli ritenuti più importanti dalla dottrina. Per tutti gli altri faremo ricorso ad una tabella sintetica illustrativa.

Il rapporto di consolidamento del passivo

Passività non correnti + patrimonio netto

Passività correnti

Ed il rapporto di immobilizzo dell'attivo

Attivo fisso

Attivo circolante

Sono due quozienti²⁸⁴ che ci permettono di verificare il presupposto di correlazione tra finanziamenti e investimenti; nel senso che entrambi dovrebbero presentare una direzione piuttosto omogenea in termini temporali. In questo modo si riesce non solo a rappresentare l'equilibrio tra fonti e impieghi, ma anche soprattutto si riescono a descrivere gli investimenti effettuati nel corso dell'esercizio, rispettando le richieste informative previste nel primo comma dell'art. 2428 c.c. dal legislatore con riguardo agli "investimenti". Di seguito, si propongono due quozienti che rappresentano la struttura degli investimenti:²⁸⁵

²⁸⁴ Petrolati P. (2007), p. 20;

²⁸⁵ CNDCR (2007), p. 42;

- 1) *L'elasticità dell'attivo* ([attività correnti/capitale investito](#)) esprime il grado di elasticità degli impieghi. Più è elevato il risultato più flessibile risulta la struttura degli investimenti. Questo si traduce in una minore onerosità del capitale;
- 2) *La rigidità dell'attivo* ([attività immobilizzate/capitale investito](#)) esprime il grado di rigidità degli impieghi. Più è elevato il risultato meno flessibile è la struttura degli investimenti e quindi maggiore è l'onerosità del capitale.

Dopo aver analizzato il legame armonico²⁸⁶ tra fonti e impieghi bisognerebbe andare ad approfondire le fonti di finanziamento, in quanto come ben sappiamo sono suddivise in capitale di debito e capitale di rischio; queste due categorie, apparentemente simili, presentano dei profili di rischio molto diversi e meritano perciò la nostra attenzione.

A tal proposito, *l'indice di indebitamento*, esprime il grado di rischiosità complessivo della società, in quanto illustra il grado di dipendenza dell'impresa rispetto ai finanziatori esterni.²⁸⁷ Ha un campo di variabilità da zero (assenza di capitale di terzi) a uno (parità tra capitale di terzi e capitale proprio) e da uno in poi (capitale di terzi sempre più elevato rispetto al capitale proprio).

Passività da terzi

Patrimonio netto

Non è sufficiente però evidenziare, esclusivamente, la struttura finanziaria dell'impresa; va verificato anche il requisito della sussistenza della solidità patrimoniale, ovvero la "situazione finanziaria dell'impresa"; intesa non solo come "attitudine a fronteggiare le uscite imposte dallo svolgimento della gestione, tempestivamente e in modo economico ma anche come capacità di disporre, economicamente e in ogni istante, dei mezzi di pagamento necessari e sufficienti agli effetti del conveniente esplicarsi della gestione medesima"²⁸⁸. Gli indicatori che rappresentano esclusivamente la struttura e situazione patrimoniale dell'impresa sono *l'indice di autonomia patrimoniale*, o indipendenza finanziaria ([patrimonio netto/fonti globali](#)) e *l'indice di solidità del capitale sociale* ([patrimonio netto/capitale sociale](#)). Il primo, che va da 0 a 1, è rappresentativo della

²⁸⁶ Una struttura finanziaria risulta armonica, vale a dire equilibrata, nel momento in cui si constata un'omogeneità temporale tra impieghi e fonti.

²⁸⁷ Petrolati P. (2007), p. 21;

²⁸⁸ Cane M. (2008), cit. p. 126;

solidità patrimoniale aziendale, in quanto mette in evidenza la quantità delle fonti finanziate con capitale proprio. Tanto più l'indice si avvicinerà allo 0 (assenza di capitale proprio), tanto più sarà compromessa la solidità patrimoniale. Il secondo, misura "la capacità del patrimonio netto di accrescersi grazie al positivo andamento della gestione, attraverso l'accantonamento di utili non distribuiti a riserva".²⁸⁹

Un ulteriore indice rilevante ai fini della verifica della solidità patrimoniale, in termini di equilibrio tra rimborsi e realizzi attesi, vale a dire copertura dei finanziamenti rispetto agli investimenti, è rappresentato dall'*indice di copertura dell'attivo fisso in senso allargato*, ovvero l'indice di copertura delle immobilizzazioni come specificato dal CNDCR (2007):

Patrimonio netto + passività non correnti

Passività correnti

Esso "verifica l'esistenza di un equilibrio strutturale fra fonti consolidate (capitale proprio e indebitamento a medio e lungo termine) e impieghi in attività immobilizzate (materiali, immateriali e finanziarie). Espresso in termini unitari, presenta un campo di variabilità che va da zero (assenza in fonti consolidate) a uno (parità fra fonti consolidate e attività immobilizzate) e da uno in poi (fonti consolidate via via più elevate delle attività immobilizzate)".²⁹⁰

Infine, primaria è l'importanza riconosciuta agli indici che rappresentano la liquidità dell'impresa. A tale scopo, sono da ricordare alcuni indici:

il *capitale circolante netto*, ovvero il margine di disponibilità (**liquidità immediate + liquidità differite + rimanenze - passività correnti**) e il corrispettivo *indice di liquidità generale*, o indice di disponibilità (**attività correnti/passività correnti**). Questi due indicatori segnalano, da un lato, la capacità dell'azienda di fronteggiare i propri impegni finanziari nel breve periodo con le risorse della gestione corrente; dall'altro, verificano l'equilibrio tra investimenti in immobilizzazioni e capitale consolidato. Un CCN negativo sottolinea la presenza di impieghi in immobilizzazioni che risultano coperti da passività a breve termine; ne consegue una situazione di squilibrio patrimoniale che può portare all'insolvenza.

²⁸⁹ Ivi, cit. p. 129;

²⁹⁰ CNDCR (2007), cit. p. 42;

*Il margine di tesoreria*²⁹¹, o margine di liquidità (*liquidità immediate + liquidità differite – passività correnti*) e il correlato *indice di liquidità primaria*²⁹² (*(liquidità immediate + liquidità differite)/passività correnti*) esprimono la capacità della società nel far fronte agli impegni finanziari correnti attraverso “l'utilizzazione della parte di circolante lordo costituita dalle disponibilità liquide immediate e da quelle che possono divenire tali a breve termine”.²⁹³

Abbiamo analizzato una moltitudine di indici rappresentativi della situazione patrimoniale - finanziaria aziendale. C'è un elemento che li accomuna tutti: si tratta dell'orizzonte temporale. È vero che la gestione aziendale è inscindibile ma abbiamo ribadito, in precedenza, come sia possibile creare valore a breve termine bruciando quello a lungo termine²⁹⁴; in questo senso, una visione aggregata dei risultati aziendali non permette di capire quali siano le determinanti nella creazione di valore. In quest'ottica la struttura dello stato patrimoniale, in linea con le indicazioni presenti nello IAS 1, è suddivisa in voci correnti e non correnti.²⁹⁵

²⁹¹ Il margine di tesoreria “esprime la capacità o l'incapacità dell'impresa di fare fronte agli impegni finanziari di breve periodo attraverso le disponibilità liquide e sul ritorno in forma liquida dei crediti a breve termine. Se assume valori negativi significa che l'azienda è incapace di far fronte al rimborso dei debiti a breve con i mezzi ordinari”, CNDCR (2007), cit. p. 43;

²⁹² l'indice di liquidità primaria “esprime l'attitudine dell'impresa a svolgere la sua gestione in condizioni di adeguata liquidità. Il suo campo di variabilità va da zero (assenza di liquidità immediate e differite) a uno (liquidità immediate e differite pari alle passività correnti) e da uno in poi (liquidità immediate e differite più elevate delle passività correnti)”; Ivi, cit. p. 43;

²⁹³ Cane M. (2008), cit. p. 128;

²⁹⁴ A tal proposito, Cane M. (2008) a p. 127 scrive: “occorre mettere in evidenza come non sempre i sintomi di breve periodo di efficienza finanziaria rappresentino anche sintomi di efficienza economica. Infatti, una situazione finanziaria efficiente, per esempio, può derivare da un armonico avvicendamento tra entrate ed uscite monetario – finanziarie. Ma, se tale situazione si collega a un complesso di realizzazioni affrettate ed antieconomiche e di investimenti totalmente o parzialmente improduttivi, allora, l'efficienza finanziaria è solo apparente e temporanea. Nel lungo periodo, infatti, essa risentirà dell'influenza negativa degli errori che si sono commessi in passato nel giudicare la convenienza economica di determinate operazioni di gestione. In tali situazioni di squilibrio sul piano finanziario, il reddito d'esercizio è destinato a risentirne, con conseguenze negative per quanto riguarda sia l'acquisizione di nuove fonti di finanziamento sia la possibilità di mantenere quelle preesistenti”.

²⁹⁵ “Secondo lo IAS 1, un'attività deve essere classificata come *corrente* quando soddisfa uno dei seguenti criteri:

- si supponga sia realizzata, posseduta per la vendita o per il consumo, nel normale svolgimento del ciclo operativo;
- sia posseduta principalmente per finalità di negoziazione;
- si presume sia realizzata nell'arco di dodici mesi dalla data di riferimento del bilancio;
- si riferisce a disponibilità liquide o mezzi equivalenti.

Una *passività*, invece, deve essere classificata come *corrente* quando:

- sia prevista la sua estinzione nel normale ciclo operativo;
- sia posseduta principalmente per finalità di negoziazione;
- sia estinta nell'arco dei dodici mesi dalla data di riferimento del bilancio;

L'ultimo indice che andremo ad analizzare ha suscitato l'attenzione sempre maggiore degli organismi professionali contabili, ed in particolare dell' IRDCEC che addirittura gli ha dedicato un intero documento nel 2013. Stiamo parlando della cosiddetta "**Posizione Finanziaria Netta**", la quale rappresenta l'esposizione debitoria della società, in quanto consiste nella somma algebrica dei debiti finanziari di ogni tipo, dei depositi in cassa o presso banche e degli investimenti realizzabili entro un breve periodo di tempo.

Sul piano teorico esistono diverse metodologie di calcolo della PFN; tuttavia, l'elemento che accomuna tutti questi approcci è la distinzione tra posizione finanziaria netta di breve periodo (corrente) e posizione finanziaria netta di lungo periodo (non corrente).

I principi contabili internazionali IAS/IFRS non forniscono indicazioni in merito, in quanto si limitano a puntualizzare esclusivamente alcuni concetti; abbiamo parlato precedentemente della differenza corrente/non corrente descritta dallo IAS 1. È lo standard OIC 6 a fornire indicazioni sul calcolo della posizione finanziaria netta, corrente e non corrente:²⁹⁶

- "la posizione finanziaria corrente netta è rappresentata dalla sommatoria tra le disponibilità liquide²⁹⁷, i crediti finanziari correnti e le altre attività finanziarie correnti al netto dei debiti bancari correnti, della parte corrente dell'indebitamento non corrente e degli altri debiti finanziari correnti;
- la posizione finanziaria non corrente è intesa come sommatoria tra i debiti bancari non correnti, le obbligazioni emesse e gli altri debiti finanziari non correnti".²⁹⁸

L'utilizzo isolato del PFN è molto limitativo ed è per questo motivo che la dottrina suggerisce di affiancarlo agli altri indicatori di redditività, solidità e liquidità. Inoltre,

-
- l'azienda non ha un diritto incondizionato a posticipare il regolamento della passività per almeno dodici mesi dalla chiusura dell'esercizio." IRDCEC (2008), cit. p. 17;

<http://www.ifrs.org/Meetings/MeetingDocs/IASB/2013/October/AP20-%20IAS%201%20Presentation%20of%20Financial%20Statements.pdf> , Data di Consultazione 26/04/2017;

²⁹⁶ <http://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/downloads/2016/12/2011-07-OIC-6-Ristrutturazione-del-debito-e-informativa-di-bilancio.pdf> , cit. p. 33; Data di Consultazione 27/04/2017

²⁹⁷ Lo IAS 7 intende il concetto di disponibilità liquide (*cash-cash equivalents*) come "*short-term, highly liquid investments that are readily convertible to known amounts of cash and which are subject to an insignificant risk of changes in value*". Nella prassi, si fa riferimento ad una scadenza inferiore a tre mesi.

<https://www.iasplus.com/en/meeting-notes/ifrs-ic/2009/ifric-may-2009/ias-7-determination-of-cash-equivalents> , Data di Consultazione 27/04/2017;

²⁹⁸ Avi M. S. (2012) scrive: "La posizione finanziaria netta, calcolata come differenza fra debiti finanziari(a breve e a lungo) e liquidità immediate (comprehensive dei titoli immediatamente smobilizzati) individua l'ammontare dei debiti finanziari al netto delle attività che potrebbero essere liquidate ed utilizzate, in modo immediato, per il rientro." Avi M. S. , *Financial Analysis*, EIF-e.book, 2012, cit. p. 224;

l'impiego del PFN può essere utile ai fini del calcolo di alcuni indicatori interessanti:²⁹⁹

Il rapporto **PFN/Capitale proprio** fornisce un quadro sulla solidità aziendale, in termini di dipendenza finanziaria da terzi. Un risultato pari ad 1 rappresenta una situazione di perfetto equilibrio, in quanto equivale alla presenza di 1 euro di debito finanziario netto per ogni euro di capitale proprio.

Il quoziente **PFN/EBITDA** esprime, in termini temporali, il rimborso delle passività finanziarie nette tramite il reddito generato dalla gestione caratteristica (al lordo di interessi passivi, debiti tributari, svalutazioni e ammortamenti). Ad esempio, un risultato pari a 10 identifica il fatto che ci vogliono 10 anni affinché il MOL azzeri del tutto gli attuali debiti finanziari netti.

L'analisi della situazione economica

L'analisi della situazione economica dell'impresa ha lo scopo di comunicare il livello di redditività aziendale, in termini di performance raggiunte dalle singole aree della gestione (operativa, corrente, globale, caratteristica). Con il termine "redditività" intendiamo la "stabilizzata capacità di remunerare congruamente, attraverso la periodica determinazione del reddito, sia il capitale proprio sia tutti gli altri fattori produttivi"³⁰⁰. La redditività aziendale non può essere rappresentata esclusivamente dal reddito d'esercizio per due motivi: in primo luogo, l'utile d'esercizio è una misura globale che nulla dice riguardo ai fattori che hanno contribuito alla determinazione dello stesso; in secondo luogo, abbiamo sottolineato più volte come sia facile creare profitti, in termini di attuali flussi di cassa, bruciando però valore futuro. Per tale motivo, sono necessari degli indicatori che superino i limiti sopra citati.

Un indicatore in grado di comunicare agli stakeholder una visione complessiva di sintesi della gestione aziendale è il *ROE (return on equity)*;

Reddito netto

Patrimonio netto medio del periodo

Tale indice misura la redditività globale d'impresa ed in quanto tale risulta essere

²⁹⁹ IRDCEC, *Documento n. 22. L'iscrizione degli indicatori nella relazione sulla gestione. La posizione finanziaria netta*, Istituto di Ricerca dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, ottobre 2013, pp. 17-18;

³⁰⁰ Cane M. (2008), cit. p. 130;

piuttosto sintetico; Avi M. S. sostiene, infatti, che “il limite del ROE è rappresentato dalla intrinseca mancanza di analiticità del *ratio*”. In particolare, al suo interno sono incluse sia la gestione caratteristica sia non caratteristica, nonché operativa/non operativa ed è impossibile determinare quale area abbia contribuito maggiormente ai risultati globali; sarebbe auspicabile soprattutto attribuire l’andamento della gestione all’attività caratteristica in quanto quelle non caratteristiche sono di per sé occasionali e non riescono a garantire il principio della continuità aziendale. Per tale motivo, è emerso il bisogno di far ricorso a indici più o meno sintetici, tra cui il ROD , ROA, ROI, ROS.

Il *ROD (return on debt)* rappresenta il tasso di onerosità finanziaria, in termini di costo di acquisizione delle risorse finanziarie, limitato al capitale di debito.

Oneri finanziari

Passività da terzi

Il *ROA (return on assets)* esprime la redditività operativa corrente dell’impresa, costituita dall’area caratteristica, patrimoniale e finanziaria attiva. Esso è particolarmente significativo qualora i risultati aziendali dipendano fortemente non soltanto dalla gestione caratteristica, bensì in qualche modo anche dalla gestione atipica.

Reddito operativo

Capitale investito

Il *ROI (return on investments)* esprime la capacità dell’impresa di remunerare gli apportatori di capitale di debito e di rischio sulla base, esclusivamente, dell’attività tipica dell’impresa. Il ROI non è legato all’area patrimoniale-finanziaria in quanto rappresenta il *core business* aziendale.

Reddito operativo della gestione caratteristica

Capitale investito nella gestione caratteristica³⁰¹

³⁰¹ Per calcolare il capitale investito nella gestione caratteristica è necessario eliminare dal capitale investito totale le voci legate all’attività patrimoniale (corrente e non corrente) in quanto attività d’investimento non caratteristiche (titoli, partecipazioni, fabbricati civili). Dopodiché vanno isolate tutti i valori legati alla gestione finanziaria e tributaria (crediti di natura finanziaria, debiti tributari, interessi attivi).

Sorge però un problema legato all'impossibilità di individuare i fattori determinanti nell'attività caratteristica, soprattutto in un'ottica di ottimizzazione dei costi. Non è possibile capire in che modo le aree della gestione caratteristica³⁰² abbiano influito nel miglioramento/peggioramento dei ROI rispetto agli anni precedenti; un miglioramento potrebbe essere determinato da un abbassamento dei costi produttivi legato al principio del learning by doing, oppure causato da una diminuzione dei costi commerciali sulla base di minori investimenti in pubblicità. Il ROI, infatti, è influenzato dalla gestione "economica", nonché ottimale del rapporto ricavi-costi. Sulla base di queste considerazioni si ritiene opportuno, nella prassi, scomporre il ROI nel seguente modo:

$$\text{ROI} = \text{ROS} * \text{TURNOVER}$$

Il *ROS (return on sales)* raffigura la redditività delle vendite. Un aumento dell'utile operativo rapportato allo stesso volume di fatturato implica una migliore gestione dei costi e dei ricavi legati alla gestione tipica dell'impresa.

Reddito operativo

Ricavi della gestione caratteristica

Tuttavia, per approfondire il peso percentuale di ogni singola area caratteristica bisogna far ricorso alle cosiddette "percentuali prime". In particolare, le *percentuali prime a* rapportano i cinque macro aggregati dei costi caratteristici ai ricavi caratteristici; in questo modo si riesce a capire, a parità di ricavi, quali siano stati i settori aziendali a provocare il miglioramento o peggioramento della redditività delle vendite. Se si vuole approfondire ulteriormente le cause analitiche dell'andamento dei costi percentualizzati nei singoli settori si può ricorrere alle *percentuali prime b*; queste ultime rapportano sempre al totale dei ricavi caratteristici (al denominatore) non più il totale dei costi della macro area, bensì ogni singolo costo di quella specifica area. In questo modo, l'analisi delle singole percentuali di costo permette di identificare le cause analitiche di

³⁰² Gli aggregati che possono essere identificati nell'ambito dell'attività tipica d'impresa sono i seguenti:

- costi produttivi;
- costi amministrativi;
- costi commerciali;
- costi di ricerca e sviluppo;
- overhead cost.

scostamento del ROS, nonché del ROI.

L'indice di rotazione del capitale investito caratteristico (turnover) è legato allo sfruttamento del patrimonio investito nella gestione tipica d'impresa e, in particolare, “segnala il numero di volte in cui il capitale investito si è trasformato in risorse finanziarie per effetto della vendita dei prodotti”³⁰³.

Ricavi della gestione caratteristica

Capitale investito nella gestione caratteristica

La rilevanza del ROS e del turnover sta nel fatto che permettono agli utilizzatori, non solo di identificare le strategie competitive messe in atto dal management attraverso, ad esempio, le politiche di differenziazione di prodotto oppure di leadership di costo; bensì consentono di analizzare i risultati di tali politiche di cambiamento strategico, in termini di impatto sulla redditività aziendale.³⁰⁴ Un miglioramento del ROS può essere, per esempio, determinato da un'ottimizzazione dei costi commerciali; in particolare l'aumento dei costi pubblicitari e il decremento delle provvigioni concordate con gli agenti commerciali esterni potrebbe essersi rilevata una politica strategica vincente. In questo modo, gli indicatori sopracitati “presentano un'indubbia valenza segnaletica rispetto all'apprezzamento in ottica previsionale da parte degli stakeholder delle prospettive future attese per l'impresa nell'ambiente in cui essa opera, ma sono anche atti a coordinarsi con i già ricordati indicatori di risultato non finanziari, e precisamente con quelli che, in maniera diretta ed indiretta, illustrano in termini fisico – tecnici i vari aspetti collegati ai prodotti/servizi offerti dall'impresa sui mercati di sbocco”.³⁰⁵

Ulteriori indicatori rappresentativi della situazione economica sono illustrate nella **Figura 13**; mentre il sistema informativo modulare del CNDCEC (2009) è riassunto nella **Tabella 12**.

³⁰³ Cane M. (2008), cit. p. 131;

³⁰⁴ Ci riferiamo alla possibilità di trarre delle deduzioni sulla politica strategica attuata dall'impresa sulla base dell'utilizzo congiunto delle percentuali prime e seconde (illustrate da Avi M. S.). La determinazione di queste ultime avviene rapportando ogni singolo componente di reddito al corrispondente totale di competenza.

³⁰⁵ Petrolati P. (2007), cit. p. 26;

VALORE AGGIUNTO	Misura l'incremento di valore che si verifica nell'ambito della produzione e distribuzione di beni e servizi grazie all'intervento dei fattori produttivi: capitale e lavoro.	Valore della produzione – costi della produzione esclusi costi per il personale, ammortamenti, svalutazione ed accantonamenti
EBIT (earnings before interest and tax)	Esprime il risultato operativo al lordo delle gestioni finanziaria, straordinaria e tributaria.	Somma dell'utile di esercizio, del risultato della gestione finanziaria, di quella straordinaria e delle imposte
EBITDA (earnings before interest, tax, depreciation and amortization)	Esprime il risultato della gestione operativa o tipica dell'impresa e quindi non è influenzato da componenti di reddito relativi alle gestioni finanziaria, straordinaria e tributaria ed è al lordo di ammortamenti ed altri accantonamenti.	Somma dell'utile di esercizio, degli ammortamenti, del risultato delle gestioni finanziaria, straordinaria e tributaria
Incidenza della gestione non caratteristica	Esprime indirettamente il peso esercitato dai componenti di reddito non operativi (oneri finanziari, proventi e oneri straordinari, imposte sul reddito) sulla redditività netta.	risultato netto d'esercizio ----- risultato operativo globale (EBIT)
Onerosità del capitale di credito	Pone in evidenza il tasso medio di remunerazione del capitale di credito cioè il costo medio dei finanziamenti di terzi.	oneri finanziari ----- capitale di credito medio del periodo
Incidenza oneri finanziari	Mette in evidenza l'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato.	oneri finanziari ----- Fatturato

Figura 13

Fonte: CNDCR (2007), cit. p. 41

Primo livello di richieste informative	Secondo livello di richieste informative
<u>Analisi della situazione economica</u> <ul style="list-style-type: none"> - Serie storiche su grandezze economiche come il fatturato, valore della produzione e il reddito prima delle imposte - Risultati parziali ritenuti significativi dagli amministratori come il MOL, il risultato operativo o l'EBIT 	<u>Analisi della situazione economica</u> <ul style="list-style-type: none"> - Conto economico riclassificato secondo il criterio funzionale o della pertinenza gestionale - Determinazione dei seguenti indicatori: ROE, ROI e ROS
<u>Analisi della situazione finanziaria</u> <ul style="list-style-type: none"> - Indici di bilancio per valutare la coerenza temporale tra investimenti durevoli e fonti di finanziamento (margine e quoziente primario³⁰⁶/secondari di struttura) - Quoziente di indebitamento per valutare il livello di capitalizzazione dell'impresa 	<u>Analisi della situazione finanziaria</u> <ul style="list-style-type: none"> - Stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario - Indici di bilancio per valutare l'equilibrio finanziario di breve periodo: quoziente e margine di disponibilità, quoziente e margine di tesoreria

Tabella 12

Fonte: Fornaciari L. (2010), cit. p. 47

³⁰⁶ Il margine primario di struttura si riferisce alla differenza tra mezzi propri e attivo fisso; il quoziente primario di struttura equivale al rapporto tra mezzi propri e attivo fisso. Il margine secondario di struttura è rappresentato da ((mezzi propri + passività consolidate) – attivo fisso); il quoziente secondario di struttura invece è così formato: ((mezzi propri + passività consolidate)/attivo fisso); CNDCEC (2009), p. 19;

2.1.3.2 Indicatori di risultato non finanziari

Gli indicatori di risultato non finanziari vanno illustrati nel caso in cui quelli finanziari siano insufficienti alla rappresentazione completa del quadro aziendale. Una società che ha chiuso il bilancio con indicatori di redditività positivi, trovandosi però in una situazione di peggioramento del *market share* subirà sicuramente delle variazioni nell'evoluzione prevedibile della gestione. In quest'ottica sarebbe il caso di affiancare agli indicatori finanziari anche quelli di natura non monetaria in modo da fornire una visione completa e chiara della situazione e dell'andamento della gestione. Infatti, lo stesso CNDCEC ha sostenuto che indicatori riguardanti il posizionamento sul mercato, la *customer satisfaction* e l'innovazione hanno la capacità di segnalare in anticipo i dati previsionali delle società, in quanto rappresentano i *value drivers* delle aziende nel lungo periodo³⁰⁷. La struttura gerarchica proposta dal legislatore con la locuzione "se del caso" non ha lo scopo di riservare agli indicatori di natura extra-contabile un ruolo secondario; anzi, è risaputo che essi rappresentano i vantaggi competitivi durevoli delle aziende, soprattutto nel lungo termine, superando la storicità degli indicatori finanziari tratti dalla contabilità generale. La scelta del legislatore è dettata dal fatto che questi ultimi non sono standardizzabili secondo dei parametri condivisi, in quanto dipendono dallo specifico settore in cui ogni azienda opera. I suddetti indicatori, non derivando dalla contabilità generale dell'impresa ed in particolare dai bilanci civilistici proposti dal legislatore, sono caratterizzati da un'elevata soggettività. Non è detto, infatti, che società appartenenti allo stesso segmento di mercato debbano utilizzare gli stessi indicatori non finanziari visto che diverse strategie perseguite (di differenziazione o di costo) implicherebbero diversi modelli di business con caratteristiche differenti; in questo caso i vari manager sarebbero giustificati ad utilizzare quozienti diversi in base alla rilevanza informativa che sarà tanto più ampia quanto i suddetti indicatori riusciranno a rappresentare i fattori critici di successo.

Abbiamo affermato che gli indicatori di risultato non finanziari vanno scelti sulla base delle specificità delle singole imprese ed è per questo che possono variare da società a società a causa di numerosi fattori, tra cui il mercato di riferimento, le caratteristiche dei prodotti e dei processi produttivi e la dimensione. Per questo motivo è difficile illustrare una serie di standard che possano sintetizzare le caratteristiche di una platea così

³⁰⁷ CNDCEC (2009), p. 12;

eterogenea di aziende. A tal proposito si è espresso l'IRDCEC (2008) il quale, basandosi sulla classificazione del CNDICR (2007), ha identificato quattro aree informative all'interno delle quali collocare i *Key Performance Indicators*³⁰⁸:

- Posizionamento sul mercato;
- *Customer satisfaction*;
- Innovazione;
- Efficienza dei fattori e dei processi produttivi.

Posizionamento mercato	Interpretazione	Calcolo
<i>Quota di mercato detenuta</i>	<i>Volume dell'attività rispetto alla dimensione del mercato servito</i>	<i>Fatturato/dimensione mercato</i>

<i>Customer satisfaction</i>	Interpretazione	Calcolo
<i>Tempo medio di consegna o di evasione dell'ordine</i>	<i>Competitività del sistema logistico</i>	<i>Somma dei tempi di consegna / numero consegne</i>
<i>Puntualità nelle consegne</i>	<i>Competitività del sistema logistico</i>	<i>% ordini evasi nei tempi</i>
<i>Numero reclami</i>	<i>Qualità del prodotto rispetto alle esigenze dei clienti</i>	<i>Numero reclami nel periodo</i>
<i>Tasso difettosità prodotti (in % sulle vendite)</i>	<i>Qualità del prodotto rispetto alle esigenze dei clienti</i>	<i>Numero prodotti difettosi / numero totale prodotti venduti</i>
<i>Numero interventi di riparazione (in garanzia)</i>	<i>Interventi necessari per mantenere la qualità del prodotto</i>	<i>Numero di interventi di riparazione in un certo periodo</i>
<i>N. clienti fidelizzati sul totale</i>	<i>Grado di fidelizzazione della clientela</i>	<i>Fatturato a clienti esistenti / fatturato</i>
<i>Pubblicità sul fatturato</i>	<i>Incidenza costi di pubblicità sul volume di attività</i>	<i>Spese di pubblicità / fatturato</i>
<i>Assistenza alla clientela</i>	<i>Attenzione al servizio post-vendita</i>	<i>Spese di un periodo dedicate all'assistenza della clientela</i>
<i>% fatturato da canali diretti</i>	<i>Dipendenza dell'impresa da forze vendita esterne</i>	<i>Fatturato da canali diretti / fatturato</i>

Innovazione	Interpretazione	Calcolo
<i>Tempo di introduzione di un nuovo prodotto (time to market)</i>	<i>Misura il tempo necessario per lo sviluppo di nuovi prodotti</i>	<i>Tempo compreso tra il momento in cui viene concepito un nuovo prodotto e la sua immissione sul mercato</i>
<i>Tasso di novità di clienti e mercati</i>	<i>Esprime i risultati innovativi dell'impresa</i>	<i>Fatturato da nuovi clienti (o mercati) / fatturato</i>
<i>Tasso di incidenza dei nuovi prodotti</i>	<i>Esprime i risultati innovativi dell'impresa</i>	<i>Fatturato dei prodotti entrati negli ultimi 2 anni / fatturato</i>
<i>Numero di brevetti</i>	<i>Esprime i risultati innovativi dell'impresa</i>	<i>Numero nuovi brevetti per periodo / investimenti in R & S</i>
<i>Tasso incidenza prodotti di proprietà riservata</i>	<i>Esprime i risultati innovativi dell'impresa</i>	<i>% fatturato dovuta a prodotti protetti da brevetto</i>

Figura 14

Fonte: IRDCEC (2008), cit. pp. 22-23

³⁰⁸ Il termine *Key Performance Indicators* è stato utilizzato per la prima volta dallo ASB che li definisce così: "*KPI are quantified measurements that reflect the critical success factors of an entity and disclose progress towards achieving a particular objective*"; ASB, *Reporting Statement: Operating and Financial Review*, Accounting Standards Boards, 2006, cit. p. 8;

Efficienza fattori	Interpretazione	Calcolo
<i>Ricavi per dipendente</i>	<i>Produttività aziendale</i>	<i>Fatturato /n. medio dipendenti</i>
<i>Produttività lavoro</i>	<i>Capacità di realizzare un dato livello di output con numero minimo di addetti</i>	<i>Output (in quantità) / numero medio addetti in un periodo</i>

Efficienza processi	Interpretazione	Calcolo
<i>Tempo medio di ciclo o di attraversamento (Throughout-time o manufacturing lead time)</i>	<i>Velocità delle attività operative interne, ovvero esistenza di vantaggi (o svantaggi) legati alla gestione più efficiente di tutti i processi interni</i>	<i>Somma tempi di lavorazione, di ispezione, di movimentazione, di attesa e di immagazzinamento</i>
<i>Tempo medio di lavorazione (Processing-time)</i>	<i>Velocità delle attività operative interne limitatamente ai processi di produzione in senso stretto</i>	<i>Somma tempi di lavorazione interna</i>
<i>Tempo medio di set-up (attrezzaggio)</i>	<i>Vantaggio competitivo da differenziazione ovvero misura le attività che non creano valore aggiunto</i>	<i>Somma dei tempi di attrezzaggio/ somma dei tempi di lavorazione</i>
<i>Percentuale di scarti</i>	<i>Sprechi necessari per mantenere la qualità</i>	<i>Numero pezzi scartati / numero totali pezzi prodotti in un periodo</i>
<i>Capacità produttiva disponibile</i>	<i>Capacità produttività disponibile per l'incremento della produzione (esprimibile in unità di ore o numero prodotti)</i>	<i>N. ore disponibili – n. ore prodotte</i>

Figura 15

Fonte: IRDCEC (2008), cit. p. 23

In tema di *customer satisfaction* e *time to market* è interessante citare il reclamo, avvenuto nel dicembre 2016, da parte di un possessore di un autoveicolo Tesla nei confronti del CEO Elon Musk. Ecco il suo messaggio su Twitter: "*I was recently driving to a meeting in Silicon Valley and had to charge my Tesla. I decided to stop at the San Carlos supercharger on my way to Palo Alto and there were 5 other Tesla cars waiting in line to get a charging space. Most drivers seemed to have gone somewhere else as their cars were charging. The San Carlos supercharger is located within walking distance from Whole Foods, Peet's Coffee, a gym and some restaurants. Many drivers therefore keep their cars parked at the supercharger even once their cars have finished charging*". Appena sei giorni dopo, Tesla pubblica il seguente annuncio nel suo sito: "*We designed the Supercharger network to enable a seamless, enjoyable road trip experience. Therefore, we understand that it can be frustrating to arrive at a station only to discover fully charged Tesla cars occupying all the spots. To create a better experience for all owners, we're introducing a fleet-wide idle fee that aims to increase Supercharger availability.*"³⁰⁹ Ecco una

³⁰⁹ <https://www.inc.com/justin-bariso/elon-musk-takes-customer-complaint-on-twitter-from-idea-to-execution-in-6-days.html> , Data di Consultazione 27/04/2017;

dimostrazione di un'eccellente politica di assistenza ai clienti e di *time to market* straordinario (sei giorni).

Il CNDCR (2007) ha consigliato l'illustrazione di specifici indicatori sulla base dei diversi settori di mercato in cui operano le aziende. Affinché acquistino utilità, è fondamentale non solo il confronto storico con almeno i tre esercizi precedenti, ma anche quello futuro previsionale riguardo ad almeno i tre anni successivi; inoltre va indicata anche la media del settore di riferimento (benchmark).

Ecco una sintesi degli indicatori più rappresentativi riguardanti alcuni settori:³¹⁰

- alberghiero: numero di camere e tasso di occupazione delle camere;
- alimentare: quantità venduta per marchio, quota di mercato per marchio, spese di marketing sul fatturato, spese pubblicitarie sul fatturato;
- automotive: numero di veicoli venduti per area geografica, numero di veicoli venduti per marchio, quote di mercato per ogni area geografica;
- distribuzione: vendite settimanali per mq, numero punti vendita divisi per tipo, tempo medio e puntualità delle consegne, numero di reclami;
- ospedaliero: durata media dei ricoveri, costo per giorno di ricovero, tasso di occupazione dei letti.

Facendo riferimento alle evidenze empiriche è interessante ricordare lo studio di Greco G. (2010) sugli indicatori di performance nella relazione sulla gestione. In particolare per quanto riguarda quelli non finanziari l'autore osserva che quelli maggiormente diffusi dalle aziende riguardano la quota di mercato (28% del campione esaminato) e l'assistenza alla clientela (16% dei casi). Oltre a essere una percentuale comunque bassa, non c'è quasi traccia degli altri indicatori suggeriti dall'IRDCEC. Solo il 7% delle aziende comunica informazioni sul numero e la tipologia di brevetti posseduti, e non emerge alcuna informazione sul *time to market*. L'autore scrive: "in un contesto normativo che consente elevata flessibilità ai redattori è verosimile ipotizzare che i disincentivi alla comunicazione esterna delle informazioni abbiano prevalso sull'impulso del legislatore e sulle proposte della prassi".³¹¹

A tal proposito, Deloitte nel 2004 ha condotto un'indagine empirica sulla disclosure degli

³¹⁰ Cane M. (2008), pp. 139-143;

³¹¹ Greco G., "Gli indicatori di performance nella relazione sulla gestione", *Amministrazione e Finanza* 5 (2010), cit. p. 76;

indicatori non finanziari, intervistando 250 dirigenti e membri dei consigli d'amministrazione di alcune tra le aziende più grandi in tutto il mondo. In particolare, viene chiesto loro di identificare quali siano le tipologie di performance aziendali (finanziarie - non finanziarie), tra quelle divulgate dal management, maggiormente apprezzate dal mercato finanziario, in termini remunerativi. I risultati, sorprendenti, sono illustrati in seguito:

"Most Heavily Rewarded" summary				
In which of the following areas of corporate performance does the market (i.e., investors) reward good performance most heavily? Percentage of respondents that said each area is most heavily rewarded.				
	Total	Executive director	Nonexecutive director	Senior manager
Financial results	86%	87%	73%	87%
Quality of governance and management process	5%	1%	18%	6%
Employee commitment	3%	3%	5%	2%
Customer satisfaction	1%	0%	5%	1%
Operational performance (efficiency and effectiveness of key business processes)	1%	1%	0%	1%
Innovation (i.e., success in developing new products/services)	–	1%	0%	0%
Brand strength	–	1%	0%	0%
Product/service quality	0%	0%	0%	0%
Quality of relationships with external stakeholders (supply chain and alliances)	0%	0%	0%	0%
Impact on society and the environment	0%	0%	0%	0%

Figura 16

Fonte: Deloitte (2004)

Le aziende potrebbero fare uno sforzo maggiore per migliorare il monitoraggio dei dati non finanziari nel caso in cui venissero premiate per i miglioramenti apportati; ma spesso è vero il contrario. Nell'86% dei casi gli investitori premiano, prevalentemente, le aziende che presentano un buon andamento finanziario e non di certo per le performance non finanziarie. Questo non costituisce di certo un incentivo alla

divulgazione degli indicatori non finanziari, sapendo tra l'altro che la divulgazione di dati sensibili potrebbe ritorcersi contro la stessa società. Tuttavia, non dobbiamo dimenticarci che spesso gli investitori sono caratterizzati da una visione aziendale di breve periodo, in quanto interessati a massimizzare i propri profitti nel minor tempo possibile; come ben sappiamo, però, il vero valore si crea nel lungo periodo ed è rappresentato dagli indicatori non finanziari. È difficile, però, convincere un management, consapevole dell'importanza degli indicatori extra-contabili ma non sufficientemente incentivato dai mercati finanziari; in aggiunta, l'ampia discrezionalità lasciata nei loro confronti dal legislatore non è certamente d'aiuto. Ed è proprio sul carattere "aperto" della relazione sulla gestione su cui vogliamo soffermarci. Se, da un lato, può costituire un punto di forza³¹², in termini di flessibilità verso un'informativa volontaria sempre più utile agli stakeholder; dall'altro, può mettere in discussione la volontà di armonizzazione contabile fortemente voluta dal legislatore comunitario, in quanto i "disorientamenti"³¹³ interpretativi possono degenerare in comportamenti opportunistici da parte degli amministratori, danneggiando il principio di confrontabilità, nonché veridicità dei bilanci³¹⁴.

A tal proposito, Dainelli F. , Bini L. , Giunta F. (2013)³¹⁵ dimostrano l'esistenza della cosiddetta "*signaling theory*" analizzando la divulgazione degli indicatori di risultato di un campione di imprese quotate italiane. Questa teoria si basa sulla propensione delle imprese più redditizie a inviare messaggi al mercato al fine di ridurre le asimmetrie informative. Ma nel caso delle aziende meno redditizie accade esattamente il contrario; in particolare nel contesto italiano caratterizzato da un regime normativo prevalentemente aperto dove viene data maggior rilevanza alla disclosure volontaria³¹⁶.

³¹² Petrolati P. (2007), p. 41;

³¹³ Di Lorenzo A. (2009), cit. p. 499;

³¹⁴ L'IRDCEC (2008) scrive: "questi caratteri di apertura e di flessibilità aprono la strada all'adozione di comportamenti discrezionali circa l'ampiezza, la natura e la tipologia di informazioni da far affluire: è, tuttavia, indispensabile che siffatta discrezionalità non spinga verso l'assunzione di comportamenti opportunistici da parte dell'organo amministrativo, che di fatto minano la potenziale valenza informativa sottesa al documento"; IRDCEC (2008), cit. p. 40;

³¹⁵ Dainelli F. , Bini L. , Giunta F. , "Signaling strategies in annual reports: Evidence from the disclosure of performance indicators", *Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting 29* (2013), pp. 267-277;

³¹⁶ L'IRDCEC (2013) scrive per quanto concerne gli indicatori di risultato : "sebbene l'impianto normativo collochi l'informazione in parola fra quella reputata dovuta-naturalmente ove rilevante- il correlato grado di dettaglio finisce, viceversa, per rientrare nella comunicazione di tipo volontario. Nella sostanza, insomma, il margine di discrezionalità lasciato al management spesso conduce a comportamenti difforni fra le aziende, rendendo talvolta difficile qualsiasi confronto dei dati in ottica spaziale e/o temporale. A questo si aggiunga pure che, a parità di tipologia e natura di indicatore prescelto, il procedimento di computo talvolta può seguire

In questo modo, le suddette imprese, godendo di ampia flessibilità, sarebbero propense a comunicare indicatori inutili ai fini informativi³¹⁷ o, peggio ancora, potrebbero manipolare quelli esistenti. In un sistema più regolamentato le aziende meno redditizie sarebbero tenute comunque a fornire le informazioni necessarie imposte dalla legge, mentre quelle più redditizie sarebbero incentivate a diffondere volontariamente una maggiore quantità di informazioni per convincere il mercato.

Alla luce di queste considerazioni, sarebbe opportuno sviluppare in Europa un sistema di linee guida obbligatorie, tenendo conto dell'entità e della complessità degli affari societari, in modo da contrastare il fenomeno della comunicazione opportunistica e rendere in qualche modo più oggettiva e confrontabile l'analisi di bilancio. Sarebbe anche utile non solo omogeneizzare le procedure riclassificatorie dei bilanci³¹⁸, ma anche le terminologie degli stessi indicatori di risultato. Avi M. S. (2014) osserva: "Quanto più la fase di riagggregazione dei valori contabili è contraddistinta da valutazioni soggettive dell'analista, tanto maggiore è il pericolo di individuare *ratios* approssimativi, parziali e arbitrari"³¹⁹.

L'ampio uso della discrezionalità da parte degli amministratori può degenerare a tal punto da superare i confini dell'*earnings management*³²⁰, andando a finire nella *fraudolent accounting*. Secondo Capalbo F. (2016), laddove le valutazioni del management, in contrasto con il principio della neutralità, si siano compiute al di fuori dei percorsi ottimali stabiliti dalle regole e dai principi contabili dovrebbero rientrare nell'ambito della *fraudolent accounting*, in termini di falso valutativo. In quest'ottica è

percorsi differenti, vuoi perché il processo di riclassificazione a monte dei prospetti contabili non è univoco, vuoi perché il correlato indicatore potrebbe prestarsi a diverse modalità di ottenimento". IRDCEC (2013), cit. p. 4;

³¹⁷ Avi M. S. sostiene che: "almeno il 95% delle società, pur esplicitando nella relazione sulla gestione indicatori di varia natura, non fornisce la chiave interpretativa degli stessi, ossia non divulga né i criteri di calcolo degli indicatori né tantomeno le basi dottrinali riclassificatorie in cui tali indici affondano le proprie radici logiche e di calcolo, quindi molto spesso gli indicatori forniti sono di difficile interpretazione in quanto risulta assente la base teorica su cui tali valori sono determinati". Avi M.S. , "La relazione sulla gestione: obbligatoria ma inutile oppure sostanziale "quarto elemento" del Bilancio?", *il Fisco*, 07/2014, cit. p. 632;

³¹⁸ Secondo Avi, "la significatività di ogni indicatore è infatti direttamente collegata alla correttezza con cui le singole poste sono state riaggregate e riclassificate. L'errata rilevazione di una posta può stravolgere totalmente i risultati derivanti dal calcolo degli indici". Ivi, cit. p. 630;

³¹⁹ Avi M. S. , "Il bilancio: utilità e limiti", in Biffis P. , Avi M. S. , Tagliavini G. , Zen F. , *Analisi del merito di credito*, EIF-e.book, Venezia, 2014, cit. p. 110;

³²⁰ Secondo Capalbo F. (2016), "l'uso della discrezionalità da parte degli amministratori diventa una forma di gestione dei risultati di bilancio (*earnings management*) ogni qualvolta la valutazione e rappresentazione delle singole poste di bilancio sia volutamente utilizzata per indirizzare i risultati di bilancio in una determinata direzione". Capalbo F. , "*Earnings management*, politiche di bilancio e falso in bilancio. Il difficile confine tra uso ed abuso della discrezionalità degli amministratori in sede di valutazione", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 5-8 (2016), cit. p. 270;

interessante far riferimento alla sentenza del Tribunale di Milano (25 febbraio 2013) a proposito della dichiarazione di nullità del bilancio, in seguito alla mancanza di intelligibilità delle voci contenute nella relazione sulla gestione e chiaramente legate al bilancio. Secondo l'interpretazione del tribunale, il contenuto della relazione sulla gestione va suddiviso in due parti: ³²¹

- a) "informazioni di "primo livello" direttamente e/o indirettamente collegate alla comunicazione di bilancio (informazioni sulla situazione finanziaria, patrimoniale e reddituale della società);
- b) informazioni di "secondo livello" non connesse ai dati di bilancio".

Secondo il Tribunale di Milano, le lacune legate alle informazioni di primo livello possono causare la nullità della delibera approvativa del bilancio; per quanto riguarda quelle di secondo livello, invece, si rischia la semplice annullabilità della delibera di approvazione del bilancio. In questo modo, emerge la volontà del legislatore di assegnare un ruolo secondario alle informazioni non connesse direttamente alle poste contabili del bilancio; all'interno di questa categoria rientrerebbero quindi l'evoluzione prevedibile della gestione, l'informativa sull'ambiente e il personale, nonché gli indicatori di risultato non finanziari. Per quanto concerne, invece, gli indicatori di risultato finanziari possiamo affermare che rientrano tra le informazioni di primo livello in quanto provenienti dalla contabilità generale e, dunque, la scorretta rappresentazione degli stessi potrebbe portare, sulla base del giudizio del Tribunale di Milano, alla totale nullità dei prospetti contabili civilistici. E allora "ci si deve chiedere, infatti, quali potrebbero essere le ipotetiche conseguenze di una diffusione, nell'ambito della relazione sulla gestione, di indicatori determinati in modo erroneo a causa di inesattezze strutturali e/o riclassificatorie"³²². Da questa sentenza si possono trarre due conclusioni: La prima riguarda il fatto che la mancanza di regole vincolanti che omogeneizzino i criteri di riclassificazione dei bilanci civilistici, da un lato, e la costruzione degli indicatori di risultato finanziari, dall'altro, costituisce un grave problema sia per i redattori del bilancio, in termini di conseguenze sulla nullità dello stesso, sia per i destinatari, in termini di valenza informativa. In secondo luogo, la giurisprudenza nazionale sembra ancorata ad una visione restrittiva sulla potenza informativa della

³²¹ Avi M.S. , "La relazione sulla gestione: obbligatoria ma inutile oppure sostanziale "quarto elemento" del Bilancio?", *il Fisco*, 07/2014, cit. p. 625;

³²² Ivi, cit. p. 632;

relazione sulla gestione; in quanto non solo continua a considerare la relazione sulla gestione come un mero allegato al bilancio, bensì attribuisce a tutte quelle informazioni extra-contabili un ruolo secondario (indicatori di risultato non finanziari, informativa sull'ambiente e il personale, evoluzione prevedibile della gestione). Abbiamo già discusso ampiamente riguardo al ruolo primario delle suddette informazioni "secondarie" nella rappresentazione dei *value driver* di lungo periodo. Alla luce dei comportamenti discrezionali degli amministratori, nonché in mancanza di un vero e proprio sistema di disclosure volontario, sarebbe utile probabilmente la creazione di un precedente giurisprudenziale. Forse, sono questi i motivi che hanno portato il legislatore europeo ad ampliare il contenuto informativo obbligatorio della relazione sulla gestione tramite la direttiva 2014/95; orientata, guarda caso, verso la disclosure non finanziaria.³²³

³²³ La nuova disclosure non finanziaria, prevista dal legislatore comunitario all'interno della direttiva 2014/95 e recepita nell'ordinamento nazionale tramite il D. Lgs. 254/2016, verrà affrontata nel capitolo 4;

2.1.4 L’informativa su ambiente e personale

Con l’avvenire della *knowledge economy* si è sviluppata la consapevolezza all’interno del contesto socio-economico riguardo alla mutazione genetica del concetto di “impresa”; non più legato soltanto agli elementi tangibili ma, ora, anche a quelli intangibili. Questa considerazione riguarda particolarmente le società di servizi il cui valore di mercato dipende fortemente da risorse immateriali, non rappresentate adeguatamente nei prospetti contabili. Si pensi per esempio all’erogazione di specifici servizi da parte di società di revisione (*Big Four*³²⁴): lo scopo delle suddette imprese è quello di instaurare un rapporto durevole con i propri clienti, influenzato generalmente dal capitale relazionale (immagine, reputazione aziendale, fiducia). In questo senso, è il capitale intellettuale³²⁵ a “determinare il surplus conteso dalle imprese della conoscenza”³²⁶. In una ricerca condotta nel 2010 e pubblicata nei quaderni AIAF emerge che le risorse immateriali rappresentano circa il 75% del valore di mercato di un’impresa³²⁷.

MARKET VALUE (INTANGIBLES ASSET)	70-75%	<ul style="list-style-type: none"> - Reputazione - Marca - Credibilità - Relazioni - Know-how - Capitale intellettuale - Fedeltà del consumatore - Responsabilità sociale e ambientale
BOOK VALUE (TANGIBLES ASSET)	25-30%	<ul style="list-style-type: none"> - Capitale sociale - Asset fisici

Tabella 13

Fonte: Guidara F. (2011)

³²⁴ Con questo termine si fa riferimento alle 4 società più grandi, in termini di market share, nel settore della revisione: KPMG, PWC, Deloitte, Ernst & Young;

³²⁵ Il capitale intellettuale è formato principalmente da:

- il capitale umano (competenze, abilità, esperienza);
- il capitale relazionale (immagine, reputazione, fiducia);
- il capitale strutturale (brevetti, database, IT).

³²⁶ Formisano V. , Russo G. , Celenza D. , Lombardi R. , “L’informativa esterna delle imprese di servizi e le novità introdotte nell’art. 2428 del codice civile. Alcune evidenze empiriche”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 7-8 (2012), cit. p. 414;

³²⁷ Gasperini A. , Casadei A. , Amadei F. , Piconi C. , “La sostenibilità della comunicazione dei non financial key performance indicators”, *Quaderni AIAF* 146 (2010);

Oltre al bisogno di comunicare al mercato “il proprio saper fare” in modo da attribuire correttamente agli *intangibles* il gap *book value - market value*, si è sviluppata sempre di più la nozione del bilancio sostenibile d’impresa. Mentre prima il tema della sostenibilità veniva percepito come separato dalla visione economica-finanziaria e legato ai comportamenti più o meno socialmente responsabili della dirigenza, recentemente si è assistito a un’inversione di tendenza; i disastri ambientali, nonché il crescente numero di truffe ai danni dei risparmiatori hanno impattato pesantemente sulla struttura economico-finanziaria di innumerevoli aziende appartenenti al settore energetico, petrolifero e bancario. Tutto ciò ha portato alla diffusione di una *social accountability* integrata a quella corporate; si tratta di un sistema informativo orientato non solo a fornire un quadro economico finanziario ma anche etico – sociale dell’azienda. L’adozione di strumenti di responsabilità sociale “non è un lusso, ma una strategia competitiva”³²⁸. In quest’ottica, il legislatore, ancorato ad una visione di tipo *financial*, ha riconosciuto l’intersezione tra bilancio d’esercizio e sostenibilità dal momento che quest’ultimo non solo provoca delle ingenti ripercussioni sulla dinamica economica-finanziaria delle imprese, ma anche sull’intero tessuto sociale. In tal senso, Venturelli A. (2012) afferma: “l’economicità, l’eco – efficienza e la socialità sono i principi alla base di un obiettivo più generale: quello della sostenibilità che si correla strettamente ad un concetto più ampio di valore aziendale, inteso non soltanto come espressione quantitativa dell’agire aziendale, ma quale sintesi di informazioni per un rafforzamento dello stesso agire nella piena condivisione di risultati raggiunti e che si prefigge di raggiungere”³²⁹. Lo stesso IASB nel Management Commentary precisa che l’informativa ambientale e sociale deve essere intesa in senso ampio, vale a dire all’interno dell’insieme di “*relationships*”³³⁰ di lungo periodo esistenti con tutti gli interlocutori sociali con i quali condividere i propri risultati nel rispetto della piena trasparenza informativa.

³²⁸ Guidara F. (2011), cit pp. 69-70;

Il docente Francesco Perrini, intervistato da Guidara, ritiene che: “quando le aziende si organizzano in modo coerente attorno a questi obiettivi diventano più sensibili al cambiamento, sono maggiormente portate a innovare, a posizionarsi in modo più competitivo e a cogliere opportunità di crescita. Inoltre acquisiscono un’immagine più positiva e traggono vantaggi anche in termini di costi evitati: meno rischi, meno conflitti sul lavoro, maggiore accettazione e rapporti più costruttivi con le comunità locali, controllo più efficace della catena del valore”.

³²⁹ Venturelli A. , “L’Informativa Obbligatoria e la Sostenibilità. Evidenze Empiriche dall’Esperienza Italiana”, *Rivista Dei Dottori Commercialisti 1* (2012), cit. p. 63;

³³⁰ Menicucci E. (2012), p. 121;

Se da un lato, assistiamo ad una specie di contaminazione tra informativa socio-ambientale e finanziaria, dall'altro entrambe presentano delle rilevanti difformità in termini temporali e strutturali. Mentre la dimensione socio-ambientale è caratterizzata da un orizzonte temporale a lungo termine, quella finanziaria è focalizzata indubbiamente sul breve periodo. Inoltre, in merito alle differenze strutturali, va sottolineata l'incompatibilità dei principi guida di relazione del bilancio d'esercizio (comprensibilità, continuità aziendale, neutralità) con quelli tipici dei bilanci di sostenibilità (completezza, chiarezza, inclusività):³³¹

- per quanto riguarda il principio di chiarezza, si pensi all'utilizzo necessario di termini prettamente tecnici riguardanti l'approfondimento delle tematiche ambientali; la comprensibilità dei contenuti dell'informativa può essere compromessa davanti a un lettore poco esperto in materia;³³²
- per quanto concerne il principio di *going concern*, il verificarsi di disastri ambientali o decessi/infortuni gravi sul lavoro dovrebbero essere comunicati nel rispetto del principio di completezza; tuttavia, in assenza di un sistema efficiente di *risk management*, potrebbe compromettere la continuità operativa aziendale;
- infine, il principio della neutralità (tipica del bilancio d'esercizio) entra in conflitto con quello della inclusività dell'informativa sostenibile a favore di una platea di portatori d'interesse estremamente diversificata, ed in quanto tale risulta difficile assumere un atteggiamento imparziale (neutrale) nei confronti delle diverse esigenze informative degli stakeholder.

L'apparente inconciliabilità tra i due documenti fa emergere il bisogno di una trattazione ad hoc della questione socio-ambientale. Ed è in questa direzione che si muove la Direttiva di Modernizzazione europea 2003/51; integrando da un lato l'informativa economico-finanziaria con quella di sostenibilità, e dall'altro riservando uno spazio riservato a quest'ultima all'interno della relazione sulla gestione³³³.

³³¹ Mio C. "Bilancio di esercizio e sostenibilità: quale intersezione dopo l'introduzione della *Modernization Directive* in Europa", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 11-12 (2009), pp. 657-659;

³³² Si pensi, ad esempio, ad espressioni particolarmente tecniche collegate ai fondi rischi e oneri;

³³³ A proposito della disclosure socio – ambientale è interessante ricordare la ricerca empirica fatta da Mio C. (2009), a partire dagli *annual report* relativi all'esercizio 2006 di un campione di aziende quotate europee. Ella afferma: "Passando all'illustrazione delle principali risultanze, il campione ha evidenziato una sostanziale scarsità di informazioni di sostenibilità quantitativo – monetarie entro il bilancio di esercizio, poiché meno di un terzo delle imprese inserisce informativa di sostenibilità nei prospetti e/o nella nota integrativa. E fra queste la parte prevalente è costituita da investimenti e costi ambientali mentre sono pochissime (circa il 5% dei casi) le

Il legislatore nazionale prevede la presentazione all'interno della relazione sulla gestione, se del caso, di indicatori non finanziari comprese le informazioni attinenti all'ambiente e il personale, nella misura necessaria alla comprensione della situazione della società, dell'andamento e del risultato della gestione. Il legislatore sembra aver riconosciuto l'importanza dell'informativa *non financial*. Non dimentichiamoci, però, che l'informativa sull'ambiente e il personale rimane un'integrazione volontaria³³⁴, in quanto diventa obbligatoria soltanto nel caso in cui gli impatti ambientali e sociali creino delle ripercussioni "rilevanti" e "significative" sulla struttura economico-finanziaria dell'impresa; ecco che, purtroppo, riemerge la visione prettamente *financial* del legislatore nazionale. L'uso della locuzione "se del caso" attribuisce un ruolo gerarchicamente superiore alle informazioni di natura finanziaria. L'informativa non finanziaria ed in particolare quella attinente all'ambiente e il personale è obbligatoria laddove risulti rilevante e significativa alla comprensione della dinamica aziendale. Lo IASB definisce un'informazione qualitativamente significativa "quando è in grado di influenzare le decisioni economiche degli utilizzatori aiutandoli a valutare gli eventi passati, presenti o futuri, oppure confermando o correggendo valutazioni da esse effettuate precedentemente"; mentre l'informazione è rilevante "se la sua omissione o errata presentazione può influenzare le decisioni economiche degli utilizzatori prese sulla base del bilancio"³³⁵.

Nonostante ciò, il CNDCEC non è molto d'accordo con l'espressione "se del caso"; infatti, esso sostiene che l'informativa sull'ambiente e sul personale abbia il compito di "rafforzare il ruolo sociale delle imprese e, perciò, ritiene che obbligatoriamente – e, quindi, indipendentemente dalla rilevanza degli effetti economici prodotti sulla gestione – vadano indicate, se presenti, una serie di informazioni attinenti all'ambiente e al

poste specifiche dedicate ad accantonamenti a fondi rischi ambientali. (...) Nella relazione sulla gestione invece vi è una maggiore diffusione di informazioni di sostenibilità, presenti in oltre il 95% delle aziende considerate, anche se con qualità estremamente differenziate". Da questi risultati emerge la capacità della relazione sulla gestione, al contrario del bilancio d'esercizio, nel rappresentare, più o meno approfonditamente, le tematiche sociali e ambientali. Mio C. (2009), cit. p. 663;

³³⁴ Secondo il CNDCEC (2007): "si ritiene che le informazioni relative ai rapporti con l'ambiente debbano essere fornite solo ogni qual volta esistono impatti ambientali significativi, con possibili conseguenze patrimoniali e reddituali per la società o per il gruppo. (...) Spetta, quindi, agli amministratori valutare se predisporre e diffondere specifiche analisi su temi ambientali, e se l'eventuale omissione comprometta il raggiungimento degli scopi di analisi fedele, equilibrata ed esauriente prevista dal codice civile". CNDCEC (2007), cit. p. 31;

³³⁵ Venturelli A. (2012), cit. p. 69;

personale”³³⁶. Questa è una presa di posizione coraggiosa da parte dell’organismo professionale contabile italiano³³⁷, il quale non si limita più a chiarire i contenuti dell’informativa della relazione sulla gestione disciplinata dal legislatore, ma si spinge oltre; vuole estendere e migliorare qualitativamente la lacunosa normativa nazionale, proprio come faceva l’AICPA in supporto alla SEC. Questa scelta è influenzata, probabilmente, dalla crescente sensibilità in Europa verso i temi della responsabilità sociale d’impresa utilizzata come strumento strategico “utile alla comprensione dell’agire immateriale delle aziende”³³⁸; in paesi come Danimarca, Svezia e Francia la suddetta informativa è ormai da tempo obbligatoria.

Il CNDCEC, oltre a discostarsi dalla posizione assunta dal legislatore, suddivide le informazioni in oggetto in obbligatorie e facoltative, sulla base dell’entità e la complessità degli affari della società:

- a) “le informazioni obbligatorie devono essere riportate, nei casi in cui gli eventi sottostanti si verifichino, da tutte le società, indipendentemente dalla loro dimensione;
- b) le informazioni facoltative, ovvero tutte quelle diverse dalle precedenti. Al loro interno si possono ulteriormente distinguere in:
 - informazioni che, stante la valutazione del “se del caso” nel contesto specifico della realtà aziendale, sono da intendersi come necessarie per la rappresentazione veritiera e corretta della situazione dell’azienda e dell’andamento della gestione;
 - informazioni che la società ritiene opportuno comunicare ai terzi, in ragione della politica sociale e ambientale proattiva e di un atteggiamento positivo di CSR;
 - informazioni che, nel caso specifico della società, non sono necessarie o rilevanti, o per le quali la società ritiene non vi siano opportune ragioni per una loro rappresentazione nella Relazione sulla gestione”³³⁹.

³³⁶ CNDCEC, *La Relazione sulla Gestione. Art. 2428 Codice Civile. La Relazione sulla Gestione dei bilanci d’esercizio alla luce delle novità introdotte dal d. lgs. 32/2007. L’informativa sull’ambiente e sul personale*, Roma, 11 marzo 2009, cit. pp. 6-7;

³³⁷ Tra le raccomandazioni finali del documento del CNDCEC (dicembre 2010) vi è il suggerimento di eliminare la locuzione “se del caso”;

³³⁸ Formisano V., Russo G., Celenza D., Lombardi R. (2012), cit. p. 416;

³³⁹ Ivi, cit. p. 11;

L'ampio margine di soggettività³⁴⁰ lasciato ancora una volta dal legislatore ha spinto lo stesso CNDCEC a specificare ulteriormente le informazioni da fornire sull'ambiente ed il personale³⁴¹ richieste dall'art. 2428 c.c. ; Esse sono riassunte nella figura sottostante.

Sezione I) Informativa obbligatoria sul personale	Morti sul lavoro Infortuni gravi sul lavoro Addebiti a carico dell'impresa per malattie professionali accertate su dipendenti o ex dipendenti dell'impresa Passività potenziali per l'impresa per malattie professionali accertate su dipendenti o ex dipendenti o per cause di mobbing e relativi gradi di giudizio
Sezione II) Informativa obbligatoria sull'ambiente	Danni causati all'ambiente (eventi accertati o rischi potenziali) Cause risarcimento per danni causati all'ambiente Sanzioni o pene inflitte all'impresa per reati o danni ambientali Emissioni
Sezione III) Informativa volontaria sul personale	Investimenti in personale (sicurezza) e relativi costi di esercizio Iniziative volte a trasformare precedenti forme di lavoro "precaro" in contratti di lavoro a tempo indeterminato
Sezione IV) Informativa volontaria sull'ambiente	Investimenti ambientali e costi ambientali (ai sensi della Racc. 453/2001), ovvero investimenti che migliorano l'impatto ambientale, distinguendoli da quelli, invece, necessari per rispettare i parametri fissati dalla legge Politiche di smaltimento e riciclaggio dei rifiuti, se rilevanti Certificazioni (SA8000; EMAS; ISO 14000; ecc.) Emissioni ed eventuali certificazioni verdi
Sezione V) Informativa sull'ambiente ex racc. 2001/453/CE⁽¹⁾	Strategie e programmi di protezione ambientale (con particolare riguardo alla prevenzione dell'inquinamento) Miglioramenti apportati nei settori chiave della protezione dell'ambiente Grado di attuazione delle misure di protezione ambientale già adottate o che stanno per essere adottate al fine di conformarsi alla vigente legislazione o per anticipare futuri requisiti di legge Informazioni sul grado di efficienza ambientale dell'impresa, per esempio in termini di utilizzo dell'energia, dei materiali e dell'acqua, di emissioni e di smaltimento dei rifiuti (se opportune e pertinenti alla luce della natura e del volume delle attività dell'impresa e della natura della sua incidenza ambientale) Richiamo all'eventuale relazione ambientale separata contenente informazioni ambientali, quantitative o qualitative, supplementari o più dettagliate
Sezione VI) Rischi potenziali da inserire se significativi	Rischi di sicurezza sul lavoro: rischi per la salute e la sicurezza ai quali sono esposti i lavoratori, secondo quanto prevede l'art. 28 del d.lgs n. 81/2008 Rischi derivanti da cause di risarcimento per danni ambientali nonché l'eventuale esistenza di coperture assicurative Rischi specifici dell'attività aziendale: rischi cosiddetti "interni", determinati dalla tipologia della produzione e dagli specifici impatti ambientali"

Figura 17

Fonte: Venturelli A. (2012), cit. p. 70

³⁴⁰ I motivi della discrezionalità lasciata agli amministratori sono legati "alla difficoltà di predefinire format vincolanti nei confronti di imprese il cui settore di attività, la dimensione e la localizzazione, nonché il grado di sensibilità verso l'ambiente e la sostenibilità, sono decisamente differenti"; Venturelli A. (2012), cit. p. 64;

³⁴¹ Secondo Cisi M. (2008), in merito alle informazioni inerenti gli aspetti ambientali e del personale: "le prime dovrebbero permettere di evidenziare i miglioramenti o i peggioramenti delle condizioni con cui l'azienda svolge il proprio processo produttivo, esplicitando sia le linee d'adozione sia i risultati conseguiti in materia di gestione ambientale; le seconde, invece, dovrebbero agevolare la comprensione delle modalità con cui la stessa interagisce con i suoi dipendenti e collaboratori, al fine di valutarne il comportamento in campo sociale e la capacità di realizzare condizioni di creazione di valori intangibili in modo durevole". Cisi M., *L'evoluzione del bilancio delle società non quotate. Codice civile o IFRS?*, Giuffrè, Milano, 2008, cit. p. 107;

In merito agli indicatori consigliati dagli organismi professionali contabili è importante ricordare la classificazione proposta dal CNDCEC³⁴², sulla base delle linee guida del GRI (*Global Reporting Initiative*). Nello specifico, per quanto riguarda l'ambiente sarebbe utile riportare indicatori sia sulle spese ambientali, in termini di materiali di consumo o servizi da terzi, sia sugli investimenti in immobilizzazioni materiali ed immateriali con riguardo alla protezione dell'aria e dell'acqua, la gestione dei rifiuti, la protezione del suolo. Per quanto concerne il personale, le informazioni dovrebbero riguardare il tasso di turnover, le modalità retributive, le misure di sicurezza adottate, nonché la composizione e la formazione dei dipendenti.³⁴³

Ai fini di una maggior chiarezza illustrativa si riporta un estratto della Relazione sulla Gestione 2015 di Hard Rock Cafe Italy S. R. L. .

Informazioni relative all'ambiente

L'impegno sui temi della responsabilità sociale e del territorio è ormai parte integrante dei principi e dei comportamenti della Società, orientati all'eccellenza tecnologica, al mantenimento di elevati livelli di sicurezza, di tutela ambientale ed efficienza energetica, nonché alla formazione, sensibilizzazione e coinvolgimento del personale su temi di responsabilità sociale.

La strategia ambientale della Società si basa dunque sui seguenti principi:

- ottimizzare l'utilizzo delle fonti energetiche e delle risorse naturali;
- minimizzare gli impatti ambientali negativi e massimizzare quelli positivi;
- diffondere la cultura di un corretto approccio alle tematiche ambientali;

³⁴² Gli indicatori possono essere distinti in:

- "indicatori di scenario o di contesto, che forniscono informazioni sulla realtà socioeconomica in cui opera la società;
- indicatori di input, che quantificano le risorse umane, naturali ed energetiche impiegate nelle attività e nei processi aziendali;
- indicatori di attività o di processo, che riflettono gli aspetti operativi di gestione ritenuti prioritari e possono essere applicati per monitorare il grado di avanzamento degli interventi;
- indicatori di efficienza, che forniscono elementi per la valutazione della qualità e quantità dei processi attivati per il miglioramento dell'efficienza ambientale e sociale dell'impresa;
- indicatori di efficacia, cioè i risultati misurabili della gestione delle variabili ambientali dell'impresa confrontati con gli obiettivi in tema di politiche ambientali;
- indicatori di output, che quantificano e misurano gli impatti fisici in uscita prodotti dalle attività e dai processi aziendali;
- indicatori di outcome, che misurano l'impatto dell'output sul contesto di riferimento".

CNDCEC, *La Relazione sulla Gestione. Art. 2428 Codice Civile. La Relazione sulla Gestione dei bilanci d'esercizio alla luce delle novità introdotte dal d. lgs. 32/2007. L'informativa sull'ambiente e sul personale*, Roma, 11 marzo 2009, cit. pp. 20-25;

³⁴³ IRDCEC (2008), pp. 23-27;
CNDCEC (2007), pp. 31-39;

-
- realizzare il progressivo miglioramento delle performance ambientali;
 - adottare politiche di acquisto sensibili alle tematiche ambientale.

La Società non ha attualmente alcun contenzioso per danni causati all'ambiente o reati ambientali.

Informazioni attinenti al personale

Sicurezza

La Società pone particolare attenzione alla tematica della salute e sicurezza sui luoghi di lavoro ed opera in tutti i suoi ambienti in conformità alle disposizioni normative previste in materia.

L'attività svolta in questo campo prevede la formazione del personale dipendente, l'effettuazione di visite mediche periodiche, l'organizzazione e formazione delle squadre di intervento previste dalla normativa, la predisposizione e l'aggiornamento dei documenti previsti in materia di sicurezza e l'aggiornamento dei documenti aziendali di valutazione dei rischi.

Nonostante l'impegno messo in atto dalla Società per la sicurezza sui luoghi di lavoro, durante l'esercizio si sono verificati alcuni infortuni classificabili come non gravi. La Società è costantemente impegnata nell'analisi e nel monitoraggio di tali eventi al fine di ridurne la frequenza.

Forza lavoro

Con riferimento al personale dipendente, alla data del 31 dicembre 2015 risultano n. 300 unità in forza.

Contenzioso Lavoro Dipendente

La Società è coinvolta in alcune liti giudiziali e stragiudiziali in ambito giuslavoristico. Per i contenziosi in essere sono stati appositamente stanziati o adeguati gli importi da accantonare al fondo rischi, ogni qualvolta l'accoglimento della pretesa della controparte fosse ritenuta probabile. Attualmente le posizioni di maggior rilievo sono riferite a quattro casi, per i quali il contenzioso verte sul corretto livello di inquadramento retributivo, in seguito ad una differente interpretazione del CCNL.

La Società, rivendicando la buona fede nel proprio operato, è impegnata per chiarire in maniera univoca e condivisa i giusti livelli di inquadramento retributivo e per definire le vertenze in bonis. Per questi casi sono state stimate le potenziali passività derivanti da una definizione stragiudiziale delle vertenze e si è provveduto ad effettuare un accantonamento al fondo rischi pari ad Euro 3.551, in accordo con il parere in merito rilasciato dai legali patrocinanti che assistono la Società.

Dalla suddetta analisi emerge un profilo informativo piuttosto completo che non si basa nella mera descrizione degli eventi associati all'ambiente ed al personale, bensì vengono illustrati anche i rischi potenziali con l'indicazione delle politiche messe in atto per

fronteggiarli. L'informativa divulgata, tenendo anche conto della dimensione aziendale (rientrerebbe nella categoria di imprese medio – piccole secondo i parametri comunitari), sembra essere esauriente sulla base dei parametri suggeriti dal CNDCEC (Figura 17). Tuttavia, è un caso isolato in quanto sarà lo stesso CNDCEC ad emanare nel dicembre 2010³⁴⁴ un documento nel quale si sottolinea la scarsa adempimento delle aziende quotate italiane in merito all'informativa obbligatoria sull'ambiente ed il personale.

In tale documento si analizza un campione di 50 aziende in riferimento al *framework* proposto dallo stesso CNDCEC (11 marzo 2009). Ciò che emerge è preoccupante:

- Per quanto riguarda l'informativa obbligatoria sul personale (morti sul lavoro, infortuni gravi, addebiti malattie professionali, passività potenziali per malattie professionali) solo il 10%³⁴⁵ delle aziende fornisce informazioni esaurienti.³⁴⁶ In contrasto, è curioso notare come la diffusione di informazioni volontarie sul personale sia ampiamente maggiore; secondo Formisano V. , Russo G. , Celenza D. , Lombardi R. (2012) ciò avviene nel 76% delle relazioni analizzate;
- Per quanto concerne l'informativa obbligatoria sull'ambiente (danni causati all'ambiente, cause di risarcimento per danni causati all'ambiente, sanzioni per reati o danni ambientali, emissioni) il grado di *compliance* è pari all'11%.³⁴⁷

³⁴⁴ CNDCEC, *Informativa di sostenibilità nella comunicazione obbligatoria d'impresa. Risultati dell'indagine sull'applicazione nei bilanci delle società quotate del documento del CNDCEC "La Relazione sulla Gestione dei bilanci d'esercizio alla luce delle novità introdotte dal d. lgs. 32/2007. L'informativa sull'ambiente e sul personale"*, Roma, Dicembre 2010;

³⁴⁵ Sulla stessa scia dello studio del CNDCEC, Formisano V. , Russo G. , Celenza D. , Lombardi R. (2012) a p. 421 dimostrano, sulla base di un campione di 50 società di servizi quotate nel mercato italiano, che l'informativa obbligatoria sul personale è richiamata soltanto nel 26% dei casi;

³⁴⁶ "A conclusione della disamina dei risultati, il CNDCEC rileva la scarsa attenzione al fattore umano entro la comunicazione obbligatoria, ribadisce il portato innovatore del proprio documento del marzo 2009 e invita le aziende ad applicarlo nell'interesse del paese. (...) Per la professione, come è irrinunciabile dare conto all'azionista delle capacità di remunerazione del suo capitale, così è imprescindibile rendere conto della gestione delle risorse umane attraverso alcuni indicatori chiave e sintetici, peraltro trasversali a tutti i settori, che attengono alla salvaguardia della vita e alla dignità e all'integrità della persona". Ivi, cit. p. 11;

³⁴⁷ "Dalle rilevazioni relative alle quattro aree informative specifiche emerge la complessiva considerazione di un'estrema limitatezza della rendicontazione delle società quotate nei confronti dell'ambiente. Si tratta di un'informativa che il documento del CNDCEC del marzo 2009, aveva indicato come informativa di minima. Non si tratta solo di una mancata applicazione del documento, ma di un'assenza quasi totale (quasi nel 90% dei casi). (...) La professione ritiene che la responsabilità delle imprese comprenda anche la salvaguardia dell'ambiente e la migliore interazione possibile con il territorio di riferimento. Non esistendo ancora una consolidata metodica per la quantificazione, la misurazione, la valutazione e la rappresentazione del capitale naturale, la professione ritiene che le imprese, nel frattempo, debbano informare i terzi sui danni generati dall'attività aziendale e su simili fattispecie. Peraltro, è di tutta evidenza il rilievo anche finanziario di tale informativa". Ivi, cit. p. 12;

Sulla base dei risultati empirici osservati, l'attitudine divulgativa delle imprese sui temi dell'ambiente e del personale sembra legata al concetto di ottemperanza passiva alla legge; manca, infatti, una visione integrata dell'azienda in quanto tali tematiche non sono ritenute degne "tali da meritare idonea e specifica attenzione nella relazione sulla gestione"³⁴⁸.

Sorge la necessità di stravolgere quell'orientamento prettamente *financial* attaccato alla contabilità generale. Emerge, infatti, una concezione di informativa sostenibile subordinata e strumentale a quella finanziaria, in quanto non deve nemmeno essere divulgata nel caso in cui non crei degli impatti sulle variabili finanziarie. Ecco allora che la trattazione ad hoc non attribuisce all'informativa sull'ambiente ed il personale un ruolo autonomo, in quanto ancorata alla struttura economico – finanziaria aziendale³⁴⁹. Inoltre, c'è il bisogno assoluto di cambiare la mentalità di comunicazione degli *intangibles*. Per le società quotate in mercati regolamentati è inconcepibile dare maggiore rilevanza alla privacy, piuttosto che alla disclosure; tra l'altro si lasciano sfuggire l'occasione di consolidare la propria immagine davanti agli interlocutori sociali. L'attenzione verso la cultura economico-giuridica del mercato di riferimento è importante in quanto consente di mappare le esigenze informative della platea eterogenea di stakeholder nel rispetto del postulato di utilità e nel superamento di quello di neutralità³⁵⁰. La cultura d'impresa sulla sostenibilità gioca un ruolo primario. È interessante notare l'approccio proattivo in termini di disclosure volontaria sul personale; questo dimostra sicuramente un'apertura da parte delle imprese. Ma non deve essere un'apertura soggettiva e discrezionale³⁵¹; deve comunque rispettare i contenuti minimi delle disposizioni degli organismi professionali (CNDCEC 2009) e deve

³⁴⁸ Ivi, cit. p. 14;

³⁴⁹ Petrolati P. (2007), pp. 16-17;

³⁵⁰ Mio C. (2009) sostiene: "Andando oltre i confini dell'impresa, anche il grado di sensibilità/maturità degli stakeholder rispetto alle tematiche ambientali e sociali nelle informative societarie sembra influenzare fortemente la qualità informativa. Nel caso della Germania, con specifico riferimento agli indicatori, si rileva una maggiore presenza di indicatori di outcome riferiti all'area dei dipendenti e della comunità, soprattutto negli Annual Report. La ragione di tale evidenza può essere ricercata nel più diretto impatto di tali indicatori soprattutto su quegli stakeholder presenti storicamente negli organismi di governo delle imprese tedesche (ad esempio i sindacati), più sensibili perciò a tematiche sociali e meno propensi ad indagare gli aspetti ambientali"; Mio C. (2009), cit. p. 667;

A tal proposito occorre sottolineare come il fine richiamato dal legislatore comunitario sia quello di contestualizzare i risultati di bilancio all'interno del contesto socio-economico di riferimento dell'impresa, nella misura necessaria e proporzionale alla comprensione della stessa. Non a caso, nella prassi, la relazione sulla gestione precede quasi sempre il bilancio d'esercizio nell'ambito dell'*annual report*.

³⁵¹ Dai risultati empirici del CNDCEC emerge che il 62% delle aziende fornisce informazioni sugli investimenti relativi all'area del personale (informativa sul personale volontaria); tuttavia solo 30% divulga informazioni in merito agli infortuni gravi sul lavoro (informativa sul personale obbligatoria);

indirizzarsi verso un percorso univoco. È vero che la mancanza di indicazioni normative specifiche è la causa principale della carenza informativa delle attività immateriali; è anche vero, però, che l'approccio culturale dell'impresa verso la sostenibilità non deve essere finalizzato al mero ritorno economico o miglioramento reputazionale ma deve basarsi su un comportamento imprenditoriale eticamente corretto, sempre in un'ottica strategica ma per lo meno trasparente.

Tutti quelli "elementi quali il capitale intellettuale, la notorietà del marchio, la credibilità presso la clientela, sono aspetti determinanti ai fini competitivi per certe tipologie di aziende, ma nessuna norma impone al riguardo obblighi informativi"³⁵². Sarebbe utile, a sto punto, sistematizzare l'informativa di sostenibilità; l'estensione degli obblighi informativi degli *intangibles* renderebbe di certo la relazione sulla gestione "un documento più rigoroso nel fornire una completa informativa immateriale"³⁵³, senza dimenticare che le tematiche non *financial* più rilevanti non si limitano alle sole tematiche connesse all'ambiente ed al personale. In quest'ottica il legislatore comunitario, tramite la direttiva 2014/95, ha esteso gli obblighi informativi obbligatori non solo sui temi socio -ambientali, bensì anche alla comunicazione del modello di business aziendale con particolare riguardo agli *intangibles*

³⁵² Quagli A. , Teodori C. , *L'informativa volontaria per settori di attività*, Franco Angeli, Milano, 2005, cit. p. 17;

³⁵³ Formisano V. , Russo G. , Celenza D. , Lombardi R. (2012), cit. p. 424;

2.2 Ulteriori informazioni che devono comunque risultare nella Relazione sulla Gestione

Il terzo comma dell'art. 2428 c.c. è rimasto intatto dopo il recepimento della direttiva di modernizzazione contabile europea; esso risale alla scissione della relazione degli amministratori secondo il decreto legge 127/91. Il suddetto comma definisce il contenuto minimale della relazione sulla gestione:

“Dalla relazione devono in ogni caso risultare:

- 1) le attività di ricerca e di sviluppo;
- 2) i rapporti con imprese controllate, collegate, controllanti e imprese sottoposte al controllo di queste ultime;
- 3) il numero e il valore nominale sia delle azioni proprie sia delle azioni o quote di società controllanti possedute dalla società, anche per tramite di società fiduciaria o per interposta persona, con l'indicazione della parte di capitale corrispondente;
- 4) il numero e il valore nominale sia delle azioni proprie sia delle azioni o quote di società controllanti acquistate o alienate dalla società, nel corso dell'esercizio, anche per tramite di società fiduciaria o per interposta persona, con l'indicazione della corrispondente parte di capitale, dei corrispettivi e dei motivi degli acquisti e delle alienazioni;
- [5] i fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio;]³⁵⁴
- 6) l'evoluzione prevedibile della gestione.³⁵⁵

6-bis) in relazione all'uso da parte della società di strumenti finanziari e se rilevanti per la valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio: a) gli obiettivi e le politiche della società in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste; b) l'esposizione della società al rischio di prezzo, al rischio di

³⁵⁴ Il presente numero è stato abrogato dall'art. 6, D.Lgs. 18.08.2015, n. 139 con decorrenza dal 01.01.2016 ed applicazione ai bilanci relativi agli esercizi finanziari aventi inizio a partire dal 01.01.2016. I fatti di rilievo fanno riferimento a tutte quelle operazioni che generano un impatto significativo sulla struttura organizzativa e sui piani strategici della società. Il D. Lgs. 139/2015 ha richiesto di fornire in Nota Integrativa l'informativa sulla “natura e l'effetto patrimoniale, finanziario ed economico dei fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio”;

³⁵⁵ L'evoluzione prevedibile della gestione è stata trattata nel paragrafo 2.1.1;

credito, al rischio di liquidità e al rischio di variazione dei flussi finanziari.³⁵⁶

(...)

Dalla relazione deve inoltre risultare l'elenco delle sedi secondarie della società"³⁵⁷.

Le Attività di ricerca e sviluppo

Come ben sappiamo, in conto economico i costi sono classificati per origine o per natura; nulla sappiamo in merito alla destinazione dei fattori produttivi all'interno dell'impresa³⁵⁸. Abbiamo espresso in precedenza come gli investimenti, il più delle volte in ricerca e sviluppo, siano "mischianti" ai costi³⁵⁹; da qui nasce l'esigenza, imposta dal legislatore, di dedicare ad essi un'apposita sezione. Inoltre, lo stesso progresso tecnologico ha accelerato l'attitudine da parte delle imprese ad investire sulla strada dell'innovazione. Visto che gli investimenti in ricerca e sviluppo risultano essere una misura espressiva della gestione strategica aziendale, occorre non limitarsi ad una comunicazione di tipo storico, bensì spingersi oltre in un'ottica prospettica in modo da massimizzare l'utilità informativa per gli stakeholder³⁶⁰.

Un ulteriore aspetto da sottolineare riguarda le agevolazioni fiscali previste per gli investimenti in ricerca e sviluppo. Abbiamo dimostrato in precedenza, in sede di commento dei risultati relativi ad Hard Rock Cafe Italy S. R. L. nel 2014 e nel 2015, come i crediti d'imposta previsti dalla legge in determinate circostanze (nel nostro caso assunzioni di personale a tempo indeterminato) vadano a impattare significativamente

³⁵⁶ L'informativa sui rischi finanziari è stata trattata nel paragrafo 2.1.2 insieme all'informativa sui rischi e incertezze;

³⁵⁷ <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/guidaAlDiritto/codici/codiceCivile/articolo/2928/art-2428-relazione-sulla-gestione.html>, Data di Consultazione 01/05/2017

³⁵⁸ Cane M. (2008), p. 151;

³⁵⁹ A tal proposito, "la separata indicazione degli investimenti in immobilizzazioni materiali, immateriali o finanziarie, insieme con l'approfondimento degli obiettivi conseguibili e del costo di ognuno di essi, permetterebbe di stimare i futuri contributi alla determinazione del reddito degli investimenti", Pisano S. (2010), cit. p. 89;

Gli investimenti in processi di ristrutturazione aziendale (risorse umane, progettazione organizzativa) e in particolare in Ricerca e Sviluppo (brevetti, brand) sono imputati immediatamente a costo in conto economico; ma i relativi benefici, come ad esempio minori costi di produzione oppure un miglioramento nell'assistenza ai clienti, sono registrati successivamente. Di conseguenza, il processo di *costs-revenues matching* risulta distorto poiché nei prospetti contabili i costi non sono legati ai benefici; ciò deteriora la capacità informativa finanziaria poiché non si riesce a rappresentare il corretto valore dell'impresa. Lev B., Zarowin P., "The boundaries of financial reporting and how to extend them", *Journal of Accounting Research* 37 (1999), pp. 353-386;

³⁶⁰ Golia P. (2008), p. 547;

sul reddito netto³⁶¹. Per quanto riguarda i costi in ricerca e sviluppo la detrazione d'imposta riconosciuta dallo stato è pari al 50%³⁶². Questo fatto rafforza ancora di più la convinzione che l'inclusione delle attività di ricerca e sviluppo all'interno della relazione sulla gestione può rivelarsi utile al fine di una miglior comprensione dei risultati di bilancio.

Secondo Bagnoli C. (2003), bisognerebbe fornire indicazioni sulla tipologia delle attività di ricerca e sviluppo, nonché le spese totali sostenute (comparandole con le medie del settore) ed infine i risultati raggiunti confrontati con gli obiettivi prefissati in modo da evidenziare il livello di produttività generale³⁶³.

Secondo il punto di vista dell'OIC 24³⁶⁴, le informazioni da fornire riguardo alle attività di ricerca e sviluppo dell'azienda nel suo complesso, anche attraverso imprese controllate, sono le seguenti:

- Il ruolo svolto dall'attività di R&S nell'ambito degli obiettivi globali;
- I risultati che l'azienda si prefigge di raggiungere;
- Il totale dei costi di R&S sostenuti e la quota di essi che è stata capitalizzata, evidenziando le ragioni di tale scelta; va evidenziata la strumentalità dei suddetti costi al ritorno economico futuro;
- I finanziamenti a tasso agevolato e i contributi pubblici.

Nel caso in cui l'azienda in oggetto non svolga attività di ricerca e sviluppo, è comunque consigliato segnalarne la mancanza, nonché, se rilevante, i motivi stessi che stanno alla base della decisione.³⁶⁵

³⁶¹ Riprendendo i risultati di Hard Rock Cafe Italy S. R. L. , è curioso notare l'andamento delle imposte sul reddito del 2015, dimezzato rispetto all'anno 2014. Può sembrare una situazione paradossale in quanto l'utile è molto simile a quello dell'esercizio precedente. Il decremento di 479.810 euro è da attribuire principalmente agli effetti fiscali collegati all'integrale deducibilità del costo del lavoro ai fini IRAP relativamente ai dipendenti assunti a tempo indeterminato.

³⁶² <http://www.ilsole24ore.com/art/norme-e-tributi/2016-12-19/rs-sconto-e-sempre-50per cento-213028.shtml?uuiid=ADrjEpGC> , Data di Consultazione 01/05/2017;

³⁶³ Bagnoli C. (2003), pp. 102-103;

³⁶⁴ http://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/downloads/2010/11/2005-05-30_Principio-24_Imm-immateriali.pdf , Data di Consultazione 01/05/2017;

³⁶⁵ De Sarno M. (2007), p. 462;

I rapporti infragruppo

De Sarno M. (2007) definisce così i rapporti infragruppo: “Si tratta, il più delle volte, di rapporti di carattere operativo gestionale (commerciale, industriale, di servizi) e/o finanziario, aventi o non aventi natura strategica, che rientrano nella multiforme ed incostante area dei rapporti interaziendali (di gruppo e non di gruppo) e dei quali la sunnominata relazione deve fornire una illustrazione adeguata”³⁶⁶. Si riferisce all’insieme delle relazioni di collaborazione instaurate dalle imprese, già disciplinata nell’art. 2497-*bis* c.c. ³⁶⁷. Va illustrata non solo la natura delle operazioni intercompany, ma soprattutto le condizioni alle quali sono avvenute³⁶⁸. Nella prassi, come suggerito da Cane M. (2008), le indicazioni richieste possono riguardare non solo i costi e i ricavi originati all’interno di operazioni infragruppo, ma anche le variazioni delle partecipazioni, dei crediti e dei debiti riguardanti le società controllanti, controllate e collegate³⁶⁹; nonché le garanzie date o ricevute dalle medesime³⁷⁰.

La scelta, da parte del legislatore, di collocare questa tipologia di informazioni all’interno della relazione sulla gestione, piuttosto che nella nota integrativa³⁷¹, è giustificata dal fatto che i rapporti infragruppo sono concepiti nell’ambito della gestione aziendale, e non tanto nella fase illustrativa del bilancio³⁷².

Anche in questo caso, come nelle attività di ricerca e sviluppo, è obbligatorio indicare

³⁶⁶ Ivi, cit. p. 463;

³⁶⁷ L’art. 2497 *bis* in merito alla pubblicità, afferma nell’ultimo comma: “Parimenti, gli amministratori devono indicare nella relazione sulla gestione i rapporti intercorsi con chi esercita l’attività di direzione e coordinamento e con le altre società che vi sono soggette, nonché l’effetto che tale attività ha avuto sull’esercizio dell’impresa sociale e sui suoi risultati”.

<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/guidaAlDiritto/codici/codiceCivile/articolo/3048/art-2497-bis-pubblicita.html>, Data di Consultazione 01/05/2017;

³⁶⁸ Secondo Golia P. (2008), “si tratta dunque di chiarire la natura di tali rapporti, ossia se essi consistono in forniture di beni, o in prestazioni di servizi o in finanziamenti, il che implica anche l’indicazione della dimensione quantitativa e qualitativa delle più importanti operazioni compiute con imprese di gruppo. Poi va precisato se tali rapporti si sono svolti a condizioni di mercato o, in caso contrario, le motivazioni che ne giustificano l’effettuazione a condizioni non di mercato”. Golia P. (2008), cit. p. 548;

³⁶⁹ Secondo l’OIC 12, “il significato di imprese controllate, collegate, controllanti e sottoposte al controllo di queste ultime deve essere inteso nel senso lato, considerando i rapporti per via diretta e quelli per via indiretta.”

<http://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/downloads/2014/09/2014-08-05-OIC-12-Composizione-e-schemi-del-bilancio-desercizio2.pdf>, Data di Consultazione 01/05/2017;

³⁷⁰ Cane M. (2008), p. 151;

³⁷¹ In tal proposito, l’OIC 12 afferma: “Poiché tali informazioni, che secondo corretti principi contabili dovrebbero essere esposte nella nota integrativa, sono esposte nella relazione sulla gestione che non è parte integrante del bilancio, è indispensabile che la nota integrativa faccia un chiaro ed esplicito rinvio a detta relazione per ciò che riguarda queste informazioni”.

³⁷² Cane M. (2008), p. 152;

l'eventuale mancanza dei rapporti infragruppo.³⁷³

Numero e valore nominale delle azioni proprie e delle azioni o quote di società controllanti, nonché la loro dinamica

Abbiamo discusso, nel primo capitolo, come i manager siano incentivati a comunicare informazioni volontarie in presenza di piani di remunerazione basati su azioni (*Stock compensation theory*). Le azioni proprie assumono un ruolo estremamente delicato all'interno della comunicazione della dinamica aziendale; per tale motivo, stavolta, la richiesta informativa del legislatore "risulta essere molto puntuale nella sua formulazione, forse perché è volta ad attestare l'integrità del capitale sociale"³⁷⁴. Proprio per farsi un'idea a fine esercizio sulla rilevanza della riduzione/aumento del capitale sociale, nonché per verificare l'adempimento normativo con l'art 2357 c.c. ³⁷⁵ , il legislatore richiede indicazioni in merito al possesso di azioni proprie o quote di società controllanti (punto 3)³⁷⁶. In particolare va comunicato:

- Numero e valore nominale delle azioni possedute;
- Indicazione della corrispondente percentuale di capitale sociale rappresentata dalle azioni possedute.

Il legislatore, inoltre, richiede di fornire informazioni anche riguardo al processo di compravendita di azioni proprie o quote di società controllanti. In questo caso, però, aggiunge ulteriori dettagli:³⁷⁷

- Numero e valore nominale delle azioni acquistate o vendute;
- Indicazione della corrispondente percentuale di capitale sociale rappresentata

³⁷³ Bagnoli C. (2003), p. 107;

³⁷⁴ Pisano S. (2010), cit. p. 94;

³⁷⁵ L'acquisto di azioni proprie è disciplinato dall'art. 2357 c.c. , in cui si prevede che gli acquisti possano essere effettuati nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili, per un valore nominale non eccedente la decima parte del capitale sociale e comunque previa autorizzazione dell'assemblea, la quale deve anche fissare le modalità, il numero massimo di azioni acquistabili, la durata per la quale l'autorizzazione è concessa, il prezzo minimo e massimo.

<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/guidaAlDiritto/codici/codiceCivile/articolo/2803/art-2357-acquisto-delle-proprie-azioni-.html> , Data di Consultazione 02/05/2017;

³⁷⁶ Quando si acquistano azione proprie, infatti, il capitale sociale si riduce, almeno fino a quando esse non verranno ricollocate sul mercato;

³⁷⁷ Cane M. (2008), cit. p. 152;

dalle azioni oggetto di scambio; in questo modo si sottolinea la rilevanza della variazione del capitale proprio, nel rispetto del principio di integrità del capitale sociale;

- Corrispettivi pagati o incassati; la richiesta di specificare il prezzo di vendita o alienazione è giustificata dalla necessità di rappresentare gli effetti reddituali di tali operazioni;
- Motivazioni dell'acquisto o della vendita; "per consentire ai soci di minoranza ed ai sindaci di verificare la coerenza di tali operazioni con l'interesse sociale"³⁷⁸.

Secondo una ricerca empirica di Bagnoli C. (2003), l'informativa sulle azioni proprie/azioni di società controllanti risulta tra quelle meno trattate dal campione esaminato nella relazione sulla gestione, pur essendo obbligatoria. Ciò è giustificato dal fatto che molte imprese non possiedono azioni proprie e comunque non hanno assistito a processi di compravendita delle stesse; essi ritengono, contrariamente a quanto suggerito dalla Consob, di non dover comunicare tale assenza.³⁷⁹

L'elenco delle sedi secondarie della società ed ulteriori informazioni

Facendo riferimento all'art. 2197 c.c.³⁸⁰, tale elenco deve contenere le informazioni riguardanti tutte le sedi secondarie istituite nel territorio dello Stato con rappresentanza stabile per le quali è stata richiesta iscrizione, entro trenta giorni dalla loro istituzione, all'ufficio del registro delle imprese del luogo dove ha sede principale la società. È curioso notare le evidenze empiriche di uno studio di Pisano S. (2011) nel quale risulta che solo il 15% del campione analizzato fornisce informazioni sulle sedi secondarie.³⁸¹

Le ulteriori informazioni da divulgare nella relazione sulla gestione riguardano:³⁸²

- La comunicazione dello slittamento della data dell'assemblea di approvazione del

³⁷⁸ Bagnoli C. (2003), cit. p. 109;

³⁷⁹ Bagnoli C., "La relazione sulla gestione: un'analisi empirica", *Rivista dei Dottori Commercialisti* 5 (2003), pp. 987-1020;

³⁸⁰ <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/guidaAlDiritto/codici/codiceCivile/articolo/2610/art-2197-sedi-secondarie.html>, Data di Consultazione 02/05/2017;

³⁸¹ Pisano S., "Efficacia della comunicazione economica-finanziaria nella relazione sulla gestione: Un'analisi empirica delle società quotate italiane", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 7-8 (2011), pp. 418-428;

³⁸² Cane M. (2008), cit. p. 154;

bilancio, in base all'art. 2364 c.c.³⁸³;

- Le attività di direzione e coordinamento, secondo le disposizioni dell'art. 2497-bis c.c.³⁸⁴;
- Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (art. 2391-bis c.c.³⁸⁵).

La discrezionalità lasciata ai redattori della relazione sulla gestione ci spinge ad indagare ulteriormente nella prassi, riguardo al contenuto delle informazioni divulgate all'interno del suddetto documento. Intendiamo, in particolare, fornire nel prossimo capitolo delle evidenze empiriche sul grado di *compliance* volontaria delle società quotate italiane con le disposizioni emanate dallo IASB nel *Management Commentary* (2010).

³⁸³ L'art. 2364 c.c. afferma al secondo comma: "L'assemblea ordinaria deve essere convocata almeno una volta l'anno, entro il termine stabilito dallo statuto e comunque non superiore a centoventi giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale. Lo statuto può prevedere un maggior termine, comunque non superiore a centottanta giorni, nel caso di società tenute alla redazione del bilancio consolidato ovvero quando lo richiedono particolari esigenze relative alla struttura ed all'oggetto della società; in questi casi gli amministratori segnalano nella relazione prevista dall'articolo 2428 le ragioni della dilazione".

<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/guidaAlDiritto/codici/codiceCivile/articolo/2818/art-2364-assemblea-ordinaria-nelle-societa-prive-di-consiglio-di-sorveglianza.html> , Data di Consultazione 03/05/2017;

³⁸⁴ Nella relazione sulla gestione gli amministratori sono tenuti ad indicare i rapporti intercorsi:

- con chi esercita l'attività di direzione e coordinamento;
- con le altre società che vi sono soggette;
- l'effetto che tale attività ha avuto sull'esercizio dell'impresa sociale e sui suoi risultati.

³⁸⁵ L'art. 2391-bis prevede al primo comma: "Gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio adottano, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e li rendono noti nella relazione sulla gestione; a tali fini possono farsi assistere da esperti indipendenti, in ragione della natura, del valore o delle caratteristiche dell'operazione".

<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/guidaAlDiritto/codici/codiceCivile/articolo/2855/art-2391-bis-operazioni-con-parti-correlate.html> , Data di Consultazione 03/05/2017;

3. Evidenze empiriche *IAS compliant* sulla relazione della gestione delle imprese quotate italiane

3.1 Conformità della relazione sulla gestione alle tematiche di disclosure richieste dagli IAS/IFRS;

L'emanazione nel 2010 del *Management Commentary* da parte dello IASB ha segnato indubbiamente una svolta nell'ambito del *reporting* nel contesto europeo in quanto è stato il primo organismo a proporre un quadro di riferimento all'interno del quale illustrare la *corporate disclosure*; tali framework erano già stati proposti dagli organismi professionali anglosassoni: l'AICPA (1994), il FASB (2001), l'OFR (2006)³⁸⁶. L'attenzione maggiore posta dallo IASB riguarda le cosiddette *forward - looking information*³⁸⁷. Queste ultime hanno assunto un ruolo sempre più rilevante nel processo della comunicazione economica - finanziaria e ciò è dimostrato soprattutto dai nuovi contenuti della *Modernisation Directive* per quanto riguarda gli indicatori non finanziari, nonché l'informativa sui rischi e le incertezze; tutte nozioni che evidenziano l'importanza sempre maggiore della *orientation to the future*. L'art. 2428 c.c. , infatti, risulta essere troppo generico e le linee guida del CNDCEC (2009), volte a chiarire l'intenzione del legislatore nazionale ma forse in modo troppo dispersivo senza una logica unitaria di fondo, non sembrano essere recepite pienamente nella prassi italiana. In questo senso, l'obiettivo che si è prefissato lo IASB è stato quello di fornire ai *preparers* un quadro completo ed integrato delle informazioni *decision-useful* da inserire nella relazione sulla gestione. Alla luce di queste considerazioni ci chiediamo, allora, se le società italiane, a partire dall'esercizio 2010, risultano essere *IAS-compliant*. Ci si basa su una ricerca empirica condotta da Ginesti G. (2014) con particolare focus alla disclosure delle informazioni previsionali.

³⁸⁶ Per eventuali approfondimenti si rinvia al primo capitolo, in particolare il paragrafo 1.3;

³⁸⁷ Il *Chartered Accountants of Canada* (CA) definisce così le FLI: "*disclosure regarding possible events, conditions or results of operations that is based on assumptions about future economic conditions and courses of action and includes future-oriented financial information with respect to prospective results of operations, financial position or cash flows that is presented either as a forecast or a projection*"; CA, *CFO Beyond-GAAP Briefing. Forward-Looking Information*, Chartered Accountants of Canada, May 2008, cit. p. 1;

3.1 Conformità della relazione sulla gestione alle tematiche di disclosure richieste dagli IAS/IFRS

Abbiamo discusso precedentemente riguardo al carattere volontario del *Management Commentary*. Questa caratteristica è tipica del processo “flessibile” di armonizzazione contabile europea. L’integrazione delle disposizioni normative obbligatorie del contesto domestico, seppur discrezionali, insieme alle linee guida facoltative dello IASB potrebbero rilevarsi un potente strumento informativo adatto alle esigenze eterogenee degli stakeholder. A tal proposito, Ginesti G. (2014) analizza la relazione sulla gestione 2010 di un campione di 65 società quotate italiane obbligate ad applicare i principi contabili IAS/IFRS. Lo scopo è quello di verificare il grado di *compliance* con l’IFRSps volontario dello IASB. I settori con i relativi pesi del campione esaminato sono riassunti nella tabella sottostante.

SETTORE	SOCIETÁ QUOTATE	SOCIETÁ ESTRATTE	% SU SETTORE
BENI DI CONSUMO	52	16	30,77%
CHIMICA E MATERIE PRIME	6	2	33,33%
INDUSTRIA	64	20	31,25%
PETROLIO E GAS NATURALE	8	2	25,00%
SALUTE	7	2	28,57%
SERVIZI AL CONSUMO	29	9	31,03%
SERVIZI PUBBLICI	18	6	33,33%
TECNOLOGIE	22	7	31,82%
TELECOMUNICAZIONI	4	1	25,00%
TOTALE SOCIETÁ	210	65	30,95%

Tabella 114

Fonte: Ginesti G. (2014)

La metodologia di analisi seguita è stata quella della *content analysis*, ovvero si è

focalizzata sulla dimensione quantitativa dei contenuti presenti all'interno delle relazioni. Va detto, però, che la quantità non è sinonimo di qualità. Beretta e Bozzolan (2007) sostengono: “we ascertain that measures of annual report disclosure quantity and measures of annual report disclosure quality are not associated: correlation analysis reveals the absence of statistically significant linear correlation between the two measures”³⁸⁸. Anche Liberatore G. , Dasmì T. , Mazzi F. (2014) si esprimono a riguardo e affermano: “La consapevolezza di avere in Italia un trend crescente nel numero di pagine e di parole contenute nei bilanci delle società quotate, possa essere un campanello di allarme”³⁸⁹. Tuttavia, l’obiettivo che ci poniamo in questa sede non è quello di analizzare in dettaglio la qualità dell’informativa divulgata, ma ci focalizziamo piuttosto sull’ottica quantitativa e la *content analysis* sembra essere idonea a tal proposito.

La *check-list* sulla quale sono stati rielaborati i risultati osservati è composta dalle 5 macro-aree tematiche proposte dallo IASB; essa è riassunta nella figura sottostante.

NATURA DEL BUSINESS	
1.	Settore industriale in cui opera la società
2.	Principali mercati e posizione competitiva maturata all'interno dei mercati
3.	Caratteristiche significative del quadro giuridico e macro-economico
4.	Descrizione dei principali prodotti e/o servizi offerti dalla società
5.	Descrizione dei sistemi di distribuzione dei servizi e/o prodotti nei mercati
6.	Descrizione del business model della società
OBIETTIVI E STRATEGIE DEL MANAGEMENT	
7.	Descrizione degli obiettivi strategici (finanziari e non) perseguiti dalla società
8.	Descrizione delle azioni adottate per raggiungere gli obiettivi strategici e i piani aziendali
9.	Descrizione delle relazioni tra strategie aziendali, azioni poste in essere dal management e politiche di remunerazione
RISORSE, RISCHI D'IMPRESA E RELAZIONI STRATEGICHE	
10.	Informazioni inerenti le principali risorse economico-finanziarie a disposizione della società
11.	Informazioni inerenti le principali risorse non finanziarie a disposizione della società
12.	Informazioni inerenti le relazioni tra la società e i suoi principali stakeholders
13.	Informazioni sui rischi d'impresa
RISULTATI DELLE OPERAZIONI COMPIUTE E PROSPETTIVE FUTURE	
14.	Commento ai risultati raggiunti dalla società relativamente alle condizioni finanziarie, di liquidità e di performance rispetto al precedente periodo
15.	Informazioni inerenti i principali componenti (quali ad esempio i costi e ricavi) dei risultati delle operazioni con riguardo ai contributi dei segmenti di business e aree geografiche
16.	Cambiamenti significativi nella posizione finanziaria, nella liquidità e nella performance (ricavi e costi) realizzata rispetto all'anno precedente
17.	Informazioni inerenti gli obiettivi di natura finanziaria da raggiungere
18.	Informazioni inerenti gli obiettivi di natura non finanziarie da raggiungere
MISURE E INDICATORI DI PERFORMANCE IMPIEGATI DAL MANAGEMENT	
19.	Descrizione delle misure e degli indicatori di performance economico-finanziarie impiegati dal management per la gestione del business
20.	Descrizione delle misure e degli indicatori di performance non-finanziarie impiegate dal management per la gestione del business
21.	Raffronto delle misure e degli indicatori di performance finanziari e non, impiegati dal manager, rispetto agli anni precedenti

Figura 18

Fonte: Ginesti G. (2014), cit. p. 66

³⁸⁸ Beretta S. , Bozzolan S. , “Quantity vs Quality: the case of Forward Looking Disclosure”, *Journal of Accounting* 3 (2008), cit. p. 364;

³⁸⁹ Liberatore G. , Dasmì T. , Mazzi F. (2014), cit. pp. 69-70;

Prima di approfondire le singole aree tematiche, l'autore propone un'analisi generale dei dati sulla base di un indice di disclosure ottenuto dalla somma dei punteggi dicotomici attribuiti alle categorie di informazioni osservate (*check-list* **Figura 18**); il punteggio è pari a 1 nel caso in cui l'informazione sia presente mentre 0 nel caso sia assente. I risultati sono evidenziati nella **Tabella 15**.

INTERVALLI DI VALORE ASSUNTI DALL'INDICE DI DISCLOSURE	NUMERO DI IMPRESE QUOTATE	% CAMPIONE
0-0,2	12	18,46%
0,21-0,4	29	44,62%
0,41-0,6	14	21,54%
0,61-0,8	10	15,38%
0,81-1	0	0%
Totale	65	100%

Tabella 15

Fonte: Ginesti G. (2014), cit. p. 68

I risultati sono sorprendenti: nessuna delle aziende esaminate rappresenta in modo completo le informazioni suggerite dallo IASB; soltanto il 15,38% del campione esaminato sembra fornire un quadro esauriente della dinamica aziendale, conforme alle indicazioni presenti nel *Management Commentary*. Nonostante le società studiate debbano applicare obbligatoriamente i principi contabili IAS/IFRS, si osserva un livello decisamente basso di *compliance* volontaria. Questa tendenza è stata osservata anche dalla ricerca empirica di Pisano S. (2011)³⁹⁰ nella quale si dimostra, sulla base delle relazioni sulla gestione dell'esercizio 2008, che le informazioni integrative richieste dal D. Lgs. 32/2007 (rischi e incertezze, ambiente e personale) rappresentano solo l'8,54% delle frasi totali presenti nel documento in oggetto. Emerge, quindi, non solo la riluttanza ad osservare le linee guida volontarie dello IASB, ma anche quelle obbligatorie della *Modernisation Directive*. Inoltre, Macchioni R. , Sannino G. , Ginesti G. , Drago C. (2013) scrivono: "In summary, we found that firm size and ownership diffusion can be

³⁹⁰ Pisano S. (2011);

*identified as the main explanatory factors that affected the extent of voluntary disclosure compliance with IFRSs, provided by the Italian listed firms. This means that with reference to Italy, where there are many smaller size firms, it can be expected that, despite the mandatory adopting of the IAS/IFRS principles, a large amount of listed firms, could not comply with the IASB guidelines for the preparation of MC*³⁹¹.

Tuttavia, non si può generalizzare in quanto la varianza della disclosure per settori di attività si rivela molto ampia: le società appartenenti al settore delle telecomunicazioni e delle fonti energetiche tendono a comunicare una quantità di informazioni di gran lunga superiore rispetto agli altri. Inoltre, il grado di approfondimento delle informazioni individuate nella *check-list* mostra una differenza sostanziale, legata alle abitudini comportamentali dei redattori.

Passiamo, dunque, all'analisi delle specifiche macro-aree suggerite dall'IFRSs³⁹².

NATURA DEL BUSINESS	NUMERO SOCIETÀ CHE HANNO FORNITO L'INFORMAZIONE	% TOTALE
1) Settore industriale in cui opera la società	64	98%
2) Principali mercati e posizione competitiva maturata all'interno dei mercati	31	48%
3) Caratteristiche significative del quadro giuridico e macro-economico	29	45%
4) Descrizione dei principali prodotti e/o servizi offerti della società	47	72%
5) Descrizione dei sistemi di distribuzione dei servizi e/o prodotti nei mercati	14	22%
6) Descrizione del modello di business della società	4	6%

Tabella 16

Fonte: Ginesti G. (2014), cit. p. 70

³⁹¹ Macchioni R. , Sannino G. , Ginesti G. , Drago C. , "Firms' disclosure compliance with IASB's Management Commentary framework: an empirical investigation", *Rivista Italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale (July-Sept 2013)*, cit. pp. 694-715;

³⁹² Ci limitiamo ad illustrare e commentare i risultati. Per la spiegazione delle specifiche tematiche si rimanda al paragrafo 1.4;

Le informazioni di cui al punto 1) e 4) risultano essere soddisfacenti. Tuttavia, è da segnalare che queste ultime erano già comunicate dalle aziende addirittura ancora prima della *Modernisation Directive*. Bagnoli C. (2003) dimostra empiricamente su un campione di società, la cui relazione della gestione risale al 2001, che la totalità delle imprese esaminate approfondisce la situazione nel suo complesso³⁹³. I risultati relativi al punto 2) e 3) possono essere ritenuti comunque positivi sulla base delle diverse interpretazioni attribuite alla locuzione “situazione della società”, di cui abbiamo discusso nel capitolo precedente. Per quanto riguarda il punto 5) e 6) si evince una scarsa propensione divulgativa da parte delle imprese in oggetto. La descrizione dei sistemi di distribuzione consistono nei cosiddetti *channels*, definiti da Osterwalder A. (2010) nel seguente modo: “*The Channels building block describe how a company communicates with and reaches its customer segments to deliver a value proposition*”³⁹⁴. I canali di distribuzione sono inclusi nel concetto moderno di modello di business integrato. La lacunosa rappresentazione, all’interno delle relazioni sulla gestione, del processo di creazione di valore, attraverso l’illustrazione del modello di business è estremamente preoccupante.

Per quanto riguarda gli aspetti prospettici, si nota l’attenzione divulgativa maggiore verso le tematiche esterne (contesto macroeconomico, settore, mercati e relativi segmenti); minore importanza, invece, è attribuita alla comunicazione degli aspetti gestionali interni. Nella maggior parte dei casi l’analisi si focalizza più sulle prospettive future del mercato di riferimento in generale, e non tanto sugli aspetti più specifici caratteristici del business aziendale³⁹⁵.

OBIETTIVI E STRATEGIE DEL MANAGEMENT	NUMERO SOCIETÀ CHE HANNO FORNITO L'INFORMAZIONE	% TOTALE
7) Descrizione degli obiettivi strategici (finanziari e non) perseguiti dalla società	12	18%

³⁹³ Bagnoli C. (2003), p. 992;

³⁹⁴ Osterwalder A. , Pigneur Yves, *Business Model Generation. A Handbook for Visionaries, Game Changers, and Challengers*, Wiley, 2010, cit. p. 26;

³⁹⁵ Menicucci E. (2012), pp. 181, 191;

8) Descrizione delle azioni adottate per raggiungere gli obiettivi strategici e i piani aziendali	4	6%
9) Descrizione delle relazioni tra strategie aziendali, azioni poste in essere dal management e politiche di remunerazione	3	5%

Tabella 17

Fonte: Ginesti G. (2014), cit. p. 71

In linea generale, è chiara l'assenza di volontà nel comunicare informazioni strategico-previsionali che vadano oltre il precetto generico di "evoluzione prevedibile della gestione" (Tabella 17). C'è da sottolineare, tuttavia, che questa tendenza potrebbe essere causata dall'elevata condizione di incertezza nei mercati dopo la recente crisi finanziaria. La valutazione delle prospettive future in una fase di recessione economica, infatti, risulta essere piuttosto complicata in quanto il grado di errore delle stime potrebbe essere cospicuo; questa situazione potrebbe giustificare il comportamento prudente dei redattori. Tralasciando questa considerazione sulla natura quantitativa delle informazioni prospettiche, andiamo ad esaminare il lato qualitativo delle stesse.

Le poche aziende che hanno illustrato le strategie future (18%) si sono concentrate su una descrizione prevalentemente generica e fine a se stessa; in quanto non ci sono riferimenti in merito alle modalità di raggiungimento degli obiettivi prefissati. Ciò che traspare è, dunque, una politica di disclosure riservata e rivolta al passato.

RISORSE, RISCHI D'IMPRESA E RELAZIONI STRATEGICHE	NUMERO SOCIETÀ CHE HANNO FORNITO L'INFORMAZIONE	% TOTALE
10) Informazioni inerenti le principali risorse economico-finanziarie a disposizione della società	24	37%
11) Informazioni inerenti le principali risorse non finanziarie a disposizione della società	20	31%
12) Informazioni inerenti le relazioni tra la	8	12%

società e i suoi principali stakeholder		
13) Informazioni sui rischi d'impresa	62	95%

Tabella 18

Fonte: Ginesti G. (2014), cit. p. 72

Per quanto riguarda questa categoria informativa (**Tabella 18**), i risultati possono essere ritenuti pienamente soddisfacenti in merito all'informativa sui rischi (95%). Tuttavia, questo risultato non è merito dello IASB, bensì della direttiva comunitaria 2003/51 (rischi e incertezze) e della normativa sui rischi finanziari disciplinata nel punto 6 *bis* dell'art. 2428 c.c. . Le società italiane risultano essere all'avanguardia per quanto concerne la trattazione dei rischi aziendali, anche se qualche volta manca la presentazione delle azioni di mitigazioni dei suddetti rischi. In merito alle categorie 10), 11) e 12) la situazione è completamente opposta in quanto il grado di *compliance* è decisamente basso. In particolare, scarseggiano tutte quelle informazioni di natura non finanziaria, inclusa l'informativa di responsabilità sociale nei confronti degli stakeholder.

RISULTATI DELLE OPERAZIONI COMPIUTE E PROSPETTIVE FUTURE	NUMERO SOCIETÀ CHE HANNO FORNITO L'INFORMAZIONE	% TOTALE
14) Commento ai risultati raggiunti dalla società relativamente alle condizioni finanziarie, di liquidità e di performance rispetto al precedente periodo	50	77%
15) Informazioni inerenti i principali componenti dei risultati delle operazioni con riguardo ai contributi dei segmenti di business e aree geografiche	48	74%
16) Cambiamenti significativi nella posizione finanziaria, liquidità e performance dell'anno precedente che dovrebbero avere un impatto significativo sulle vendite nette	13	20%

17) Informazioni inerenti gli obiettivi di natura finanziaria da raggiungere	19	29%
18) Informazioni inerenti gli obiettivi di natura non finanziaria da raggiungere	5	8%
MISURE E INDICATORI DI PERFORMANCE IMPIEGATI DAL MANAGEMENT		
19) Descrizione delle misure e degli indicatori di performance economico-finanziari impiegati dal management per la gestione del business	27	42%
20) Descrizione delle misure e degli indicatori di performance non finanziarie impiegati dal management per la gestione del business	9	14%
21) Confronto delle misure e degli indicatori di performance finanziari e non con i periodi precedenti	4	6%

Tabella 19

Fonte: Ginesti G. (2014), cit. pp. 74-75

I risultati positivi dei punti 14) e 15) non stupiscono in quanto riguardano informazioni richieste dal legislatore nazionale nell'art. 2428 c.c. . "L'analisi contiene, ove opportuno, riferimenti agli importi riportati nel bilancio e chiarimenti aggiuntivi su di essi". Inoltre, la situazione della società, nonché l'andamento e il risultato della gestione nel suo complesso va illustrata con riferimenti ai vari settori operativi. I risultati riguardanti le categorie informative 17) e 18) sono in linea con le evidenze empiriche non *compliant* illustrate nella **Tabella 17** (obiettivi e strategie del management). Infine, scarsa rilevanza è riconosciuta agli indicatori di risultato non finanziari (14%)³⁹⁶, oltre all'assenza di un confronto sia dei KPI sia della PFN rispetto agli anni precedenti (categorie informative 16 e 21).

Per concludere, le informazioni di carattere prospettico, giudicate dallo IASB come la colonna portante dell'informativa economico-finanziaria, generalmente aumentano tra il

³⁹⁶ Ulteriori evidenze empiriche a proposito di indicatori non finanziari sono state fornite nel paragrafo 2.1.3.2 e 2.1.4;

2009 e il 2011 nelle relazioni esaminate. Tuttavia, la loro incidenza complessiva risulta assai limitata (passa dal 2,47% nel 2009 al 3,21% nel 2011³⁹⁷) e dunque non si assiste ad un incremento sostanziale dovuto all'applicazione a partire dal 2010 del MC. In questo senso, richiamando i dati osservati nella *check-list* sopra individuata, si può affermare che la disclosure delle società quotate italiane non è pienamente coerente con gli orientamenti suggeriti dallo IASB; il grado di corrispondenza sembra positivo solo per quanto riguarda le tematiche già richieste dal legislatore nazionale. Tra l'altro, il fatto che la seguente ricerca si basi su un'analisi quantitativa e non tanto qualitativa rafforza ulteriormente la nostra tesi, in quanto la quantità non implica necessariamente qualità. Alla luce di queste risultanze, ci sembra opportuno fare alcune considerazioni sui punti critici emersi dall'indagine in oggetto. Innanzitutto, complessivamente emergono tre aspetti importanti:

- 1) La mancanza, o quasi, di informazioni prospettiche, ovvero di natura strategico-previsionale: soltanto il 18% delle società descrive gli obiettivi strategici (finanziari e non) da raggiungere e solo il 6% indica le modalità attraverso cui compiere con gli stessi;
- 2) La sottovalutazione delle informazioni non *financial*, vale a dire gli *intangibles*: solo il 12% delle società comunica le relazioni con i propri stakeholder in tema di CSR; soltanto il 14% del campione indica i KPI non finanziari utilizzati dal management e l'8% si limita a fornire informazioni in merito agli obiettivi di natura non finanziaria da raggiungere;
- 3) L'assenza del modello di business: solo il 6% delle aziende descrive il proprio *business model*.

In merito al primo punto, diversi studiosi sottolineano come i meccanismi del bilancio civilistico presentino un carattere fondamentalmente retrospettivo, in conflitto con l'esigenza informativa prospettica di crescita voluta fortemente dagli investitori. Tuttavia, ciò che emerge nella prassi è un approccio comunicativo orientato al passato (fatti, decisioni e azioni già assunte), in contrapposizione con i bisogni informativi dei mercati finanziari. Avi M. S. (2014) scrive: "Le informazioni sulle prospettive aziendali si sostanziano, in genere, in un'analisi molto generale dell'andamento dei mercati di riferimento con indicazioni generiche circa la programmazione economico-finanziaria

³⁹⁷ Menicucci E. (2012), p. 191;

dell'impresa".³⁹⁸ Prevale una cultura "più da impresa padronale che non da corporate, dove l'informazione sul futuro è un segreto aziendale da custodire con grande cura".³⁹⁹ Questo comportamento potrebbe essere giustificato dal fatto che il contesto italiano non è *investor – oriented* in quanto è legato strettamente al canale bancario e rappresentato da una platea di piccoli risparmiatori⁴⁰⁰; gli investitori istituzionali detengono il 28% della capitalizzazione complessiva nella borsa italiana, contro il 65% della media europea.⁴⁰¹

Ciò nonostante, con l'entrata in vigore a partire dal 1° gennaio 2018 dell'IFRS 9 (sulla base delle linee guida della BCE) cambierà sostanzialmente il rapporto banca-impresa: alla luce della notevole impennata dei crediti deteriorati nel contesto bancario europeo, ed in particolare in quello italiano⁴⁰², sorge il bisogno di un atteggiamento più prudente nella concessione dei prestiti. La documentazione tradizionale richiesta alle imprese, in sede di revisione fidi, è di carattere prettamente storico in quanto riguarda generalmente i bilanci. La situazione cambierà in quanto saranno ritenute sempre più importanti, tra le garanzie concesse, tutte quelle informazioni di natura prospettica; in particolare ci riferiamo ai flussi di cassa futuri sulla base dei vari scenari probabilistici⁴⁰³. Alla luce di questi cambiamenti nel contesto imprenditoriale italiano, fortemente legato al credito bancario, ci auguriamo che cresca la valenza previsionale

³⁹⁸ Avi M. S. , "Il bilancio: utilità e limiti", in Biffis P. , Avi M. S. , Tagliavini G. , Zen F. , *Analisi del merito di credito*, EIF-e.book, Venezia, 2014, cit. p. 113;

³⁹⁹ Quagli A. (2004), cit. p. 208;

⁴⁰⁰ A tal proposito, Veneziani M. , Carini C. , Bendotti G. , Teodori C. (2011) analizzano la propensione divulgativa delle aziende italiane ed inglesi dal 2003 al 2008; essi affermano: "*Italian companies are much more oriented to business information whereas the UK ones are split between business information and management & shareholder information. In addition, although the space dedicated to vision & strategy decreases over time for both the UK and Italian companies, the latter show lesser awareness of the theme. All this is due probably to the different economic environment and the peculiarities of the financial market that historically characterises the two countries*"; Veneziani M. , Carini C. , Bendotti G. , Teodori C. "What do managers communicate in the financial reporting to the stakeholders? A comparison between Italy and the UK from 2003 to 2008", EAA – Rome – April 2011;

Inoltre, Torchia M. e Calabrò A. (2016) evidenziano come il contesto imprenditoriale italiano sia caratterizzato prevalentemente da un'elevata *ownership concentration*; il rapporto conflittuale tra gli interessi degli azionisti di maggioranza e minoranza influisce negativamente sulla trasparenza della disclosure. Torchia M. , Calabrò A. , "Board of directors and financial transparency and disclosure. Evidence from Italy", *Corporate Governance International Journal of Business in Society* 16 (2016), no. 3, Emerald Group Publishing, pp. 593-608;

⁴⁰¹ Guidara F. (2011), p. 61;

⁴⁰² Si stima che i crediti deteriorati delle banche italiane si aggirino intorno ai 200 miliardi, dovuti principalmente all'emissione di fidi sulla base di rapporti clientelari;
http://www.huffingtonpost.it/2017/05/08/il-silenzio-degli-insolventi-linchiesta-di-report-sulle-banche_a_22074882/, Data di Consultazione 11/05/2017;

⁴⁰³ Talone M. , "IFRS 9 e nuovo paradigma del rapporto banca-impresa: un modello di riferimento", *Amministrazione e Finanza* 3 (2017), pp. 58-67;

della relazione sulla gestione.

In merito al secondo e terzo punto, bisogna dire che il valore informativo dei tradizionali sistemi di *reporting* sono in lento declino, in quanto non emergono i reali *drivers* della creazione di valore, attuale e futuro. Questo perché il continuo divenire della *new economy* rende i modelli di business delle imprese sempre più articolati. Ci riferiamo al fatto che il contesto moderno d'impresa (con particolare riguardo alle società di servizi) non è più legato soltanto agli elementi tangibili ma, ora, anche a quelli intangibili (credibilità, reputazione, relazioni, saper fare, capitale intellettuale, fedeltà del consumatore, responsabilità sociale e ambientale). Si stima che le risorse immateriali rappresentino circa il 70% del valore di mercato di un'impresa; i *value drivers* sono le idee, non le cose. Non dimentichiamoci, però, che l'informativa non finanziaria rimane un'integrazione volontaria, in quanto diventa obbligatoria soltanto nel caso in cui si creino delle ripercussioni "rilevanti" e "significative" sulla struttura economico-finanziaria dell'impresa. Ed è, probabilmente, per colpa della visione prettamente *financial* del legislatore che le imprese sono così riluttanti nel comunicare le informazioni non finanziarie, pur riconoscendone la rilevanza strategica⁴⁰⁴.

Apparentemente, il modello di business e le informazioni non finanziarie potrebbero sembrare indipendenti ma in realtà non lo sono. La comunicazione del *business model* non è fine a se stessa⁴⁰⁵. Non deve essere inserita in un'ottica isolata bensì in un'ottica integrata insieme a tutti quei componenti finanziari e non, che generano valore nell'impresa; in ogni caso ci riferiamo in particolare agli *intangibles* visto che rappresentano circa il 70% del valore aziendale. Il modello di business è uno strumento adeguato per rappresentare la *value creation* attraverso la chiara indicazione delle

⁴⁰⁴ Bozzolan S. , Favotto F. , Ricceri F. dimostravano già nel 2003 la riluttanza delle società italiane nel comunicare informazioni "interne" sul capitale intellettuale : "*Disclosure by Italian companies mainly occurs with regard to external structure (with particular attention to customers, distribution channels, business collaboration and brands)*". Bozzolan S. , Favotto F. , Ricceri F. , "Italian Annual Intellectual Capital Disclosure: An Empirical Analysis", *Journal of Intellectual Capital* 4 (2003), no. 4, cit. p. 556;

⁴⁰⁵ "L'informativa volontaria evidenzia una sostanziale tendenza alla riservatezza o alla generalità. Le informazioni hanno più carattere giornalistico che economico. Si è pertanto ancora lontani dal passaggio, sempre più richiesto dal mercato, dal *financial* al *value reporting*, dal quale dovrebbe emergere la strategia del valore perseguita: l'eccessiva genericità abbinata alla relativamente diffusa carenza informativa, mal si legano a quanto si vorrebbe conoscere. Inoltre, sempre in termini generali, emerge più un orientamento verso le risorse materiali a scapito delle immateriali, anche da parte delle imprese tecnologiche, mentre è noto come sia invece rilevante il ruolo delle seconde". Citazione intervista rilasciata al sito IR Top News da parte di Claudio Teodori <http://www.irtop.com/ufficio-stampa/eventi/item/il-giusto-equilibrio-tra-riservatezza-e-trasparenza-13.html> , Data di Consultazione 11/05/2017;

“attività invisibili” che consentono alle aziende di sopravvivere nel lungo periodo. Ecco allora che il concetto integrato di informativa non finanziaria inclusa all’interno del modello di business è strettamente unito a quello delle *forward-looking information*. Tuttavia, dal campione esaminato da Ginesti G. (2014) non si evince nemmeno la volontà di comunicare una semplice descrizione del *business model*. Sembra che la maggior parte delle aziende operi in “*stealth mode*⁴⁰⁶”, in completa segretezza. Tralasciando questo fatto, non basterebbe comunque la semplice descrizione del BM in quanto non si riuscirebbe a mettere al corrente gli stakeholder riguardo alla *value creation story*. Il divario tra la prassi italiana e le richieste della nuova direttiva 2014/95, sull’obbligo di comunicazione degli *intangibles* all’interno del modello di business, è notevole. Riusciranno le imprese a cambiare i propri comportamenti? Ed in particolare a saltare non uno bensì due scalini alla volta?

⁴⁰⁶ Jansen J. , “Strategic Information Disclosure and Competition for an Imperfectly Protected Innovation”, *The Journal of Industrial Economics* 58 (2010), no. 2, Wiley, cit. p. 350;

4. La dichiarazione di carattere non finanziario (DIR 2014/95/UE): La descrizione del modello aziendale d'impresa con particolare riferimento agli *intangibles*

- 4.1 Il ruolo del modello di business e del capitale intellettuale nella *value creation story* d'impresa;
- 4.2 La descrizione del modello aziendale d'impresa nella DIR 2014/95/UE (D. Lgs. 254/2016);

All'inizio degli anni 60' Friedman M. (1962) scriveva: "C'è una e una sola responsabilità sociale dell'impresa – usare le sue risorse e dedicarsi ad attività volte ad incrementare i propri profitti a patto che essa rimanga all'interno delle regole del gioco il che equivale a sostenere che compete apertamente senza ricorrere all'inganno o alla frode"⁴⁰⁷. Assistiamo ad una visione di stampo puramente economico-reddituale dell'attività imprenditoriale, dove l'unica cosa che conta è il profitto, nel rispetto, però, delle regole del gioco, vale a dire chiarezza e trasparenza dei risultati economici. Tuttavia, nel contesto moderno il valore economico dipende sempre di più dalla dimensione etico-sociale dell'impresa⁴⁰⁸; in quanto gli stakeholder non sono più considerati "ricettori passivi di beni e servizi, bensì attori critici di scelte e domande di mercato"⁴⁰⁹.

Inoltre, il fenomeno della globalizzazione e, in particolare, la crescente delocalizzazione aziendale stanno indebolendo quel solido legame territorio-impresa che garantiva in passato il rispetto del principio di correttezza dell'imprenditore nei confronti degli interlocutori sociali⁴¹⁰. Oggi, generare profitto non implica necessariamente benessere collettivo. In questa logica di mancanza di controllo sull'operato eticamente corretto degli amministratori, da un lato, sorge il bisogno di mettere a disposizione del mercato

⁴⁰⁷ Friedman M. , *Capitalism and Freedom*, Chicago University Press, 1962, cit. p. 133;

⁴⁰⁸ Mouritsen J. , Bukh N. , Marr B. (2004) scrivono: "*strategy is not any more only about positioning the firm vis-à-vis its competitors. It is concerned also with intangible assets and intellectual capital in the forms of know-how of employees and management, relationships with customers and suppliers, brand, information technology*"; Mouritsen J. , Bukh N. , Marr B. , "Reporting on Intellectual Capital: Why, What and How?", *Measuring Business Excellence* 8 (2004), no. 1, Emerald Group Publishing, cit. p. 46;

⁴⁰⁹ CNDCEC, *Direttiva 2014/95/UE sulla disclosure non finanziaria e sulle diversità nella composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo. Approccio operativo, prassi aziendale e ruolo dei professionisti*, Roma, 15 giugno 2016, cit. p. III;

⁴¹⁰ Una metafora di Peter Drucker rende bene l'idea. Le imprese dell'epoca fordista "erano come le piramidi d'Egitto, strutture ben piantate su un territorio con il quale sviluppavano relazioni di natura non solo economica, ma anche sociale e culturale. Le imprese di oggi, invece, sono come le tende del deserto che un giorno possono essere piantate in un luogo e il giorno dopo in un altro".

una serie di informazioni oggettive sulla responsabilità sociale d'impresa. Dall'altro lato, le attività intangibili possono diventare *intangible liabilities* in quanto la mancata percezione di esse da parte degli stakeholder può essere "causa di una erosione del valore all'organizzazione in termini di deficit reputazionale, più elevati costi delle transazioni con i portatori d'interesse, scarsa attrazione degli investitori e minore penetrazione dei prodotti/servizi sul mercato"⁴¹¹.

La direttiva 2003/51/CE ha segnato, indubbiamente, una svolta in tema di reporting sostenibile. Ciò che è chiaro è che il soddisfacimento dei bisogni correnti non deve pregiudicare la possibilità di soddisfare le necessità delle future generazioni. Aldilà degli aspetti critici dell'informativa non *financial*, ovvero le polemiche generate dalla locuzione "se del caso" di cui abbiamo discusso ampiamente nei capitoli precedenti, traspare in ogni caso l'intenzione del legislatore di intraprendere un percorso di non ritorno verso l'informativa sostenibile in un'ottica prettamente strategica. In questo senso i legislatori di numerosi paesi europei hanno compreso la rilevanza dell'informativa in oggetto e hanno sviluppato normative all'avanguardia⁴¹²:

- In Danimarca e Finlandia, dal 2008 è obbligatoria, per le imprese di grandi dimensioni, enti pubblici statali e istituzioni finanziari, la divulgazione all'interno dell'*annual report* delle politiche di CSR; in particolare il governo suggerisce l'utilizzo del modello GRI;
- In Francia, il governo stabilisce con precisione le informazioni da trattare nella relazione sulla gestione ed in particolare è a favore della rendicontazione di sostenibilità sulla base del modello di reporting suggerito dall'IIRC, in modo da allineare la pianificazione finanziaria con quella non finanziaria⁴¹³.

Nel recepimento della *modernisation directive*, tramite il decreto legislativo 32/2007, il legislatore italiano non ha fornito linee guida di natura quantitativa e qualitativa sul contenuto delle informazioni da comunicare. Coluccia D. (2017) scrive: "Come è avvenuto per il passato, anche l'attuale versione dell'articolo non contiene un richiamo diretto al capitale intellettuale della società che redige il bilancio. In via indiretta,

⁴¹¹ Gasperini A. , Casadei A. , Amadei F. , Krolak-Wyszynska K. , "Il valore degli intangibles per uscire dalla crisi sistemica", *Rivista AIAF* 74 (2010), cit. p. 29;

⁴¹² Venturelli A. (2012), pp. 67-68;

⁴¹³ IRDCEC, *Documento n. 28. Informazioni di sostenibilità nella comunicazione obbligatoria d'impresa. Obblighi, criticità e prospettive della proposta di direttiva di riforma europea del settore*, Istituto di Ricerca dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, dicembre 2013, pp. 9-10;

peraltro si intravede la possibilità di fornire informazioni integrative sugli *intangibile* richiamando la parte della norma che fa riferimento agli indicatori non finanziari e alle informazioni sull'ambiente e sul personale"⁴¹⁴. Sono stati gi organismi professionali contabili, in primis il CNDCEC (2009), ad ampliare le finalità informative volute dal legislatore; nella prassi, tuttavia, le aziende si sono dimostrate riluttanti alla divulgazione di informazioni non finanziarie (CNDCEC 2010). Alla luce della rilevanza della *sustainability disclosure*, Bini L. , Bellucci M. , Giunta F. (2016)⁴¹⁵ si domandano come si possa superare e riconoscere il dualismo tra "retorica efficace", che testimonia il reale impegno dell'impresa verso la sostenibilità, e la "mera retorica", che mira esclusivamente a rafforzare la legittimità della società di fronte ai portatori d'interesse. Secondo gli autori il modo più efficace per "smascherare" le imprese è attraverso l'analisi del modello di business. Un'adeguata rappresentazione integrata e comprensibile delle tematiche di sostenibilità, reali *drivers* nella creazione di valore nel lungo periodo, all'interno del modello di business aziendale fornirebbero agli stakeholder una visione chiara della *value creation story*, ben lontana dalla mera retorica opportunistica degli amministratori.⁴¹⁶

La crescente rilevanza attribuita al BM è dimostrata dal legislatore inglese, il quale ha previsto l'obbligo di fornire, per le società quotate a partire dall'esercizio 2013, una descrizione del modello di business all'interno dello *Strategic Report*⁴¹⁷; sempre nel 2013, l'IIRC ha attribuito al BM un ruolo determinante all'interno del framework integrato di reporting. Infine, dal 2014 l'Unione Europea attraverso la direttiva 2014/95 ha richiesto alle società quotate europee di divulgare una descrizione del modello di profitto all'interno dell'*annual report*, con particolare riferimento agli *intangibles*

⁴¹⁴ Coluccia D. , *Le attività immateriali: disciplina contabile, disclosure e value relevance*, Giappichelli, Torino, 2017, cit. p. 61;

⁴¹⁵ Bini L. , Bellucci M. , Giunta F. , "Put your money where your mouth is: The difference between real commitment to sustainability and mere rhetoric", *Financial Reporting 2 (2016)*, pp. 5-31;

⁴¹⁶ Secondo Nielsen C. (2010): "*The business model may potentially constitute a platform for the company's supplementary reporting, for example, concerning strategy, value creation processes, knowledge resources etc. Generally seen, it is about communicating the company's strategy, critical success factors, degree of risk, market conditions etc. in such a way that the investors realistically can assess how the company is actually doing and which expectations they may have to the future development*"; Nielsen C. , "Conceptualizing, analyzing and communicating the business model", Working Paper No. 2, Department of Business Studies, Aalborg University, 2010, cit. p. 17;

⁴¹⁷ Il governo britannico "ha proposto di sostituire la relazione sulle attività e la relazione degli amministratori, rispettivamente, con un report strategico (*Strategic Report*) e una dichiarazione annuale degli amministratori (*Annual Directors' Statement*). Il report strategico dovrebbe costituire il documento in cui enunciare le sfide e le strategie che l'impresa dovrà affrontare e dovrebbe essere predisposto sulla base di informazioni finanziarie e reddituali, illustrando la continuità tra la strategia, il modello di business e i rischi" IRDCEC (2013), cit. p. 12;

(informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva). Questo obbligo, è previsto a partire dall'esercizio 2017 nel contesto italiano.⁴¹⁸

La DIR 2014/95 si concentra sulla disclosure non finanziaria e sulla diversità nella composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo⁴¹⁹. Ai fini di questo capitolo, e tenendo conto delle evidenze empiriche presentate nel capitolo 3, tuttavia, intendiamo analizzare in particolare il legame tra la divulgazione del modello di profitto (punto 1a DIR) e le informazioni di natura non finanziaria (punto 1b,c,e DIR) per due motivi:

1) Crediamo che il BM, sulla base degli studi recenti, se rappresentato in un'ottica integrata insieme agli *intangibles*, sia uno strumento adeguato alla comprensione del divario tra *book value e market value*. 2) Tuttavia, alla luce delle risultanze presentate nel capitolo 3, nel contesto italiano si fa fatica a rappresentare informazioni di natura non finanziaria legate all'illustrazione degli obiettivi strategici; ancora più evidente è la mancata rappresentazione all'interno della relazione sulla gestione del modello di business.

Il nostro ragionamento si articola nel modo seguente: Le risorse non finanziarie rappresentano circa il 70% del reale valore di un'azienda, ma non sono adeguatamente

⁴¹⁸ Mechelli A. , Cimini R. , Mazzocchetti F. (2017) dimostrano la rilevanza informativa del BM. Essi scrivono: *"Analyzing a sample of 124 European financial entities over the period 2010–2013, the papershows that the value relevance of accounting amounts of entities that provide a wide disclosure of their business model is higher than the one of entities that provide a limited disclosure of their business model. These findings not only shed lights about the importance of disclosing information relating to the business model to improve the usefulness of accounting amounts for investors' strategies, but also have implication for regulators and standard setters that from results could learn the opportunity to make the disclosure of IASB (2010) compulsory for all the IAS/IFRS compliant entities"*. Mechelli A. , Cimini R. , Mazzocchetti F. , *"The usefulness of the business model disclosure for investors' judgements in financial entities. A european study"*, *Spanish Accounting Review 20 (2017)*, no. 1, cit. p. 1;

⁴¹⁹ La direttiva 2014/95/UE, all'articolo 1, punto 1), paragrafo 1, prevede che la dichiarazione di carattere non finanziario contenga "almeno informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività, tra cui:

- a) una breve descrizione del modello aziendale dell'impresa;
- b) una descrizione delle politiche applicate dall'impresa in merito ai predetti aspetti, comprese le procedure di dovuta diligenza applicate;
- c) il risultato di tali politiche;
- d) i principali rischi connessi a tali aspetti legati alle attività dell'impresa anche in riferimento, ove opportuno e proporzionato, ai suoi rapporti, prodotti e servizi commerciali che possono avere ripercussioni negative in tali ambiti, nonché le relative modalità di gestione adottate dall'impresa;
- e) gli indicatori fondamentali di prestazione di carattere non finanziario pertinenti per l'attività specifica dell'impresa."

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32014L0095> , Data di Consultazione 15/05/2017;

rappresentate né in bilancio né in relazione sulla gestione. Laddove vengono rappresentate appaiono comunque isolate e, in mancanza del presupposto della *connectivity*⁴²⁰, non permettono ai destinatari di comprendere le reali logiche di creazione di valore. In base agli studi recenti, il BM sembra essere un adeguato quadro di riferimento all'interno del quale illustrare l'informativa non finanziaria, in quanto esso evidenzia come un'azienda combina le risorse e le competenze con lo scopo di creare valore. Nella prassi italiana, tuttavia, come ha dimostrato Ginesti G. (2014), solo una minima parte di imprese fornisce una descrizione del modello di profitto⁴²¹. Per colmare questa grave carenza, il nuovo Decreto Legislativo 254/2016 impone la disclosure obbligatoria del BM, ma non fine a se stessa in quanto sarebbe inutile ai fini informativi. Deve avvenire in un'ottica integrata (IIRC⁴²²) in modo da rispettare i principi di completezza, significatività (o rilevanza) e soprattutto di *connectivity*. Le aziende devono rendicontare solo le informazioni rilevanti per la loro attività, che consentano di comprendere quale è il loro modello di business.

L'approfondimento del legame tra modello di business e capitale intellettuale (paragrafo 4.1) sarà analizzato in chiave teorica sulla base degli studi accademici più recenti; esso è strumentale all'illustrazione del decreto di governo 254/2016, con particolare riguardo al rapporto tra informativa non finanziaria e modello di profitto aziendale (paragrafo 4.2).

⁴²⁰ Bini L. , Dainelli F. , Giunta F. (2016) scrivono riguardo al concetto di connectivity: “*the story should communicate the connections among key tangible and intangible factors, which settled the value creation process, enabling market participants to gain an integrated view of that process over time*”. Bini L. , Dainelli F. , Giunta F. , “Business Model disclosure in the Strategic Report: Entangling Intellectual Capital in value creation process”, *Journal of Intellectual Capital* 17 (2016), no. 1, Emerald Group Publishing, cit. p. 88;

⁴²¹ La ricerca di Ginesti G. (2014) è basata su dati relativi all'esercizio 2010: Da un lato, quell'anno è particolarmente importante in quanto rappresenta il primo esercizio utile per applicare il *management commentary*; dall'altro, tuttavia, può compromettere la rappresentazione del ciclo operativo normale d'impresa in seguito alla turbolenza finanziaria del 2009. Le aziende, operanti in un contesto di estrema incertezza, potrebbero aver preferito un comportamento divulgativo più prudente.

Nonostante ciò, riteniamo opportuno segnalare che la quantità di aziende quotate che divulga il BM è cresciuta dopo il 2010. Tuttavia, in riferimento alle relazioni sulla gestione del 2015 il numero di società quotate (escludendo banche, assicurazioni, società finanziarie) che descrive il proprio modello di profitto non supera mediamente il 50%. http://www.osservatoriosocialis.it/2017/01/27/studio_nfs/#!, Data di Consultazione 23/05/2017;

⁴²² IIRC. *Towards Integrated Reporting. Communicating Value in the 21 st Century*, International Integrated Reporting Committee, 2011;

4.1 Il ruolo del modello di business e del capitale intellettuale nella *value creation story* d'impresa

Nell'economia della conoscenza le risorse invisibili assumono un ruolo sempre più importante nel garantire una serie di vantaggi competitivi duraturi rispetto ai competitor. Tuttavia, essendo appunto invisibili, sorge un problema di "*competence value emersion*" ovvero la capacità dell'imprenditore di far emergere le competenze distintive aziendali, vale a dire "*give marketability to skills*"⁴²³. Lo IAS 38⁴²⁴ definisce gli *intangibles* come "*an identifiable non-monetary asset without physical substance*"; chiaramente, però, risulta difficile misurare e comunicare qualcosa di astratto. Ad esempio, la capacità innovativa di Amazon Prime nel consegnare un prodotto in meno di 24 ore è qualcosa di impossibile da rappresentare concretamente nei prospetti contabili della società in questione.

Il capitale intellettuale viene suddiviso generalmente in:⁴²⁵

- Capitale umano, rappresentato dalle capacità conoscitive, l'esperienza e la destrezza dei dipendenti di una determinata azienda;
- Capitale strutturale, che comprende le procedure e i sistemi organizzativi, nonché i database e la cultura aziendale;
- Capitale relazionale, che include le relazioni con i portatori d'interessi tra cui fornitori, clienti, partner.⁴²⁶

Ciononostante, la scomposizione di cui sopra è valida solo a fini concettuali in quanto "il valore degli intangibili deriva dalla capacità dell'impresa di riconoscere un collegamento tra le diverse categorie"⁴²⁷. Gli stessi Mouritsen J. , Bukh N. , Marr B. (2004) sostengono

⁴²³ Mantovani G. M. , "Competence value emersion: A key to sound practices in entrepreneurial finance. From "Q" to "T" ratios in the north-eastern italian experience" , *International Journal of Entrepreneurship and Small Business (IJESB)* 24 (2015), no. 3, cit. p. 1;

⁴²⁴ Lo IAS 38 specifica: "*a company can only recognize an asset if it is identifiable, controlled, it is probable that future benefits specifically attributable to the asset will flow to the enterprise, cost can be reliably measured*"; <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias38> , Data di Consultazione 17/05/2017;

⁴²⁵ La Bella S. , *Il ruolo del capitale intellettuale nella creazione e nella comunicazione del valore dell'impresa. Un'indagine empirica sulla disclosure nel capitale intellettuale*, Gangemi, Roma, 2010, p. 17;

⁴²⁶ Un ristorante ha successo grazie al capitale umano incluso nello chef; le grosse catene di franchising si basano sull'ottimizzazione dei processi e dei sistemi racchiusi nel capitale strutturale; il bar del quartiere prospera grazie al capitale relazionale;

⁴²⁷ Gasperini A. , Casadei A. , Amadei F. , Piconi C. , "La sostenibilità della comunicazione dei non financial key performance indicators" , *Rivista AIAF* 75 (2010), cit. p. 16;

che un'efficiente gestione delle conoscenze aziendali può avvenire soltanto in presenza di una chiara illustrazione strategica delle interazioni tra di esse⁴²⁸.

Le informazioni sulle risorse conoscitive divulgate devono costituire parte integrante di un quadro generale che illustra i processi di creazione di valore dell'impresa. Ciò significa che la disclosure del capitale intellettuale non deve limitarsi alla mera descrizione di indicatori generali, bensì deve includere la delucidazione del ruolo degli obiettivi strategici nel processo di creazione di valore attraverso gli occhi del management. Il riconoscimento delle attività invisibili non può essere ottenuto confrontando semplicemente gli indicatori di risultato tra le varie imprese dello stesso settore in quanto l'analisi dei vantaggi competitivi sostenibili non segue la logica tradizionale di natura quantitativa dei prospetti contabili, e basata sulla lettura esclusiva dei dati numerici. L'identificazione del capitale intellettuale avviene esclusivamente sulla base dello specifico modello di profitto di ogni impresa. Di conseguenza, una comunicazione efficace degli *intangibles* dovrebbe essere fatta all'interno del quadro strategico aziendale di creazione di valore: ci riferiamo al **modello di business** definito da Magretta J. (2004) "*as stories that explain how enterprises work*"⁴²⁹.

Il punto chiave è che la "*competence value emersion*" dovrebbe essere collegata ad un quadro conoscitivo che permetta di comprendere: chi sono i clienti, di che cosa hanno bisogno e di come il valore sia creato per loro. Se le imprese rilasciano solo indicatori di risultato non finanziari, senza divulgare un modello di business che spieghi l'interconnessione tra i vari indicatori rilevanti ai fini di una comprensione della strategia di creazione di valore aziendale, allora sono gli analisti e più in generale gli stakeholder che devono fare l'interpretazione⁴³⁰, chiaramente soggettiva.⁴³¹

La pubblicazione di informazioni volontarie riguardo agli obiettivi strategici, i fattori critici di successo, ovvero le risorse non finanziarie, nonché i relativi rischi sono

⁴²⁸ Mouritsen J. , Bukh P. N. , Marr B. (2004), pp. 48-49;

⁴²⁹ Magretta J. , "Why business models matter", *Harvard Business Review*, May 2002, cit. p. 4;

⁴³⁰ Interessante è lo studio di Celenza D. , Rossi F. (2012) sulla possibile relazione tra disclosure del capitale intellettuale e rendimento per gli azionisti (ROE) nelle società quotate italiane (2003-2008); la tesi da loro ipotizzata non è verificata probabilmente, secondo gli autori, per il seguente motivo: "the low degree of investor awareness, the inability to read the accounting information from an IC perspective". La mancanza di un reporting integrato tra BM e IC non permette di interpretare efficientemente le attività invisibili dell'impresa in oggetto. Celenza D. , Rossi F. , "The relationship between intellectual capital (IC) and stock market performance: Empirical evidence from Italy", *Journal of Modern Accounting and Auditing* 8 (2012), no. 11, pp. 1729-1741;

⁴³¹ Bukh P. N. , "The relevance of intellectual capital disclosure: a paradox?", *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 16 (2003), no. 1, pp. 51-52;

fondamentali per venire incontro alle aspettative prospettiche degli investitori. Tuttavia, tale disclosure può essere problematica in quanto, in mancanza di un'adeguata contestualizzazione delle informazioni, la valenza conoscitiva viene gravemente compromessa. Le aziende spesso riportano molte informazioni riguardo ad esempio le relazioni con i clienti, le competenze dei dipendenti, la condivisione delle conoscenze, l'innovazione e i rischi, ma queste informazioni possono sembrare poco importanti se la società non riesce a mostrare come i vari elementi interagiscano e contribuiscano alla creazione di valore. Secondo Nielsen C. , Bukh P. N. (2013), il modello di business descrive la coerenza delle scelte strategiche, ovvero la gestione dei processi e delle relazioni che creano valore a livello operativo, tattico e strategico dell'organizzazione. Il modello di business è quindi la piattaforma che collega le risorse, i processi e la fornitura di un servizio che si traduce in redditività a lungo termine.⁴³²

Grazie alla divulgazione dei modelli di business globali, le risorse immateriali sono inglobate nel contesto in cui operano e possono essere presentate in azione, mostrando il loro contributo nella *value creation story*. Come afferma Beattie V. , Smith S. (2013): *“the business model should drive IC disclosure and not the other way around”*⁴³³. Infatti, è la concettualizzazione e la comunicazione del BM che consente di esplicitare la “conoscenza tacita”.

Ora che abbiamo evidenziato il forte legame tra il concetto di *intangibles* e BM, ci teniamo a sottolineare alcuni aspetti riguardanti le modalità di disclosure.

La qualità della *business story* che un'azienda offre ai suoi stakeholder, attraverso la relazione annuale, dipende fundamentalmente dal principio di rilevanza.

Tre dimensioni, in particolare, incidono sulla pertinenza della comunicazione:⁴³⁴

Completezza: Bisognerebbe offrire un'identificazione e descrizione completa, esclusivamente, degli elementi che compongono il BM aziendale (**Figura 19**); integrati poi dall'analisi strategica dei fattori esterni, le *five forces* nell'ottica di Porter (clienti, concorrenti, fornitori, rischi correlati ai potenziali entranti e ai produttori di beni

⁴³² Nielsen C. , Bukh P. N. , “Communicating strategy: using the business model as a platform for investor relations work”, The Business Model Community Working Paper Series, October 2013, pp. 7-10;

⁴³³ Beattie V. , Smith S. J. , “Value creation and business models: Refocusing the intellectual capital debate”, *The British Accounting Review* 45 (2013), cit. p. 252;

⁴³⁴ Bini L. , Dainelli F. , Giunta F. (2016), pp. 85-88;

sostitutivi). A tal proposito, il mondo accademico sottolinea che la nozione di BM è distinta da quella di strategia. La strategia competitiva si occupa di come si differenzia un'azienda rispetto ai competitor, mentre il BM definisce le modalità attraverso cui raggiungere gli obiettivi strategici, cioè come un'azienda combina le proprie risorse (materiali ed immateriali) in modo da offrire la *value proposition*. Come afferma Chesbrough H. , Rosenbloom R. S. (2002): “*the business model start by creating value for the customer, and constructs the model around delivering that value*”⁴³⁵. È chiaro, però, che il BM e gli obiettivi strategici, pur nella loro diversità, sono due concetti interrelati.

Focus: Per essere significativa (*relevant*), la comunicazione del BM ai soggetti esterni dovrebbe essere incentrata sul contributo dei singoli componenti nell'unicità del processo di creazione di valore societario. Tale divulgazione non deve riferirsi ad un BM generico del settore in cui opera l'impresa, in quanto, generalmente, i competitor “combattono” con diversi modelli di business. Bisogna focalizzarsi su ciò che rende l'entità specifica diversa dai concorrenti presenti nel medesimo settore.

Connettività: Quest'ultimo è l'aspetto più importante e, allo stesso tempo, quello più trascurato nella prassi. Il racconto deve rendere chiaramente visibili le connessioni tra i fattori chiave (tangibili e intangibili), consentendo ai portatori d'interesse di acquisire una visione integrata del processo sostenibile di creazione di valore. Quindi la rilevanza della storia dipende dalla sua capacità di mettere in rilievo le relazioni causali che intrecciano gli elementi coinvolti nella creazione e cattura di valore all'interno del BM, presentando le risorse immateriali in azione. Come sottolinea l'IIRC: “*an integrated report model should show a holistic picture of the combination, interrelatedness and dependencies between the factors that affect the organization's ability to create value over time*”⁴³⁶.

⁴³⁵ Chesbrough H. , Rosenbloom R. S. , “The role of business model in capturing value from innovation: evidence from Xerox Corporation's technology spin-off companies”, *Industrial and Corporate Change* 11 (2002), no. 3, cit. p. 535;

⁴³⁶ <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf> , cit. p. 5 (Guiding principles), Data di Consultazione 18/05/2017;

BM building block	Panel 1: information related to the building block	Panel 2: key concepts used to identify focused information
Value proposition	Descriptions illustrating a company's products and services	How products and services, as well as complementary value-added services, differentiate a company compared to its competitors Why a company's value proposition could be valuable to the customer At which stage of the value life cycle a company value proposition creates value
Target customer	Descriptions about a company's market segment or the existing customer portfolio	How a company identifies its customers Segmentation strategy adopted
Distribution channel	Descriptions about a company's delivery system and marketing tools activated to reach the customers	How advertising, promotions, public relations partnerships and other initiatives are used to maximize the number of customers Support services concerning the evaluation process, the transaction or the after-sales assistance, which are aimed at increasing the value for the customer
Relationship	Descriptions about interactions and/or relationships of a company with its customers	Initiatives aimed at attracting and acquiring new customers Ways and mechanisms to extend the duration of the relationship between a company and its customers Every action aimed at selling any additional products and services to current customers
Resource and capability	Descriptions about a company's resources and capabilities, including human capital, relational capital, structural capital, connectivity capital, financial capital, and physical capital	How certain inputs and abilities underpin a company's creation process
Value configuration	Descriptions about a company's activities or groups of activities, including inbound logistic, operation, outbound logistic, marketing and sales, services and support activities	How certain activities or group of activities drive a company's value creation process
Partnership	Descriptions of a company's arrangements with one or more entities to carry out a project or specific activity jointly	How a certain company's arrangement with one or more entities is able to create value for the company and/or for the customers
Revenue model	Any information about a company's revenue and financial performance	How the value proposition results into revenue streams How pricing mechanisms are defined How a company's value proposition turns into financial performance
Cost structure	Any information related to a company's costs	How significant costs are managed to reduce their impact on a company's performance

Figura 49

Fonte: Bini L. , Dainelli F. , Giunta F. (2016), cit. p. 92

Chiaramente, le tre dimensioni in oggetto non sono mutuamente esclusive. Le dimensioni della completezza e del focus, pur necessari, non sono condizioni sufficienti per la realizzazione di un BM dotato di significatività. Solo se la descrizione del BM mette in evidenza le interazioni tra i vari elementi (Connettività) si offre una divulgazione rilevante, che favorisce la rappresentazione efficace del capitale intellettuale aziendale; in quanto quest'ultimo va interpretato in una prospettiva dinamica all'interno del quadro strategico aziendale (Figura 20).

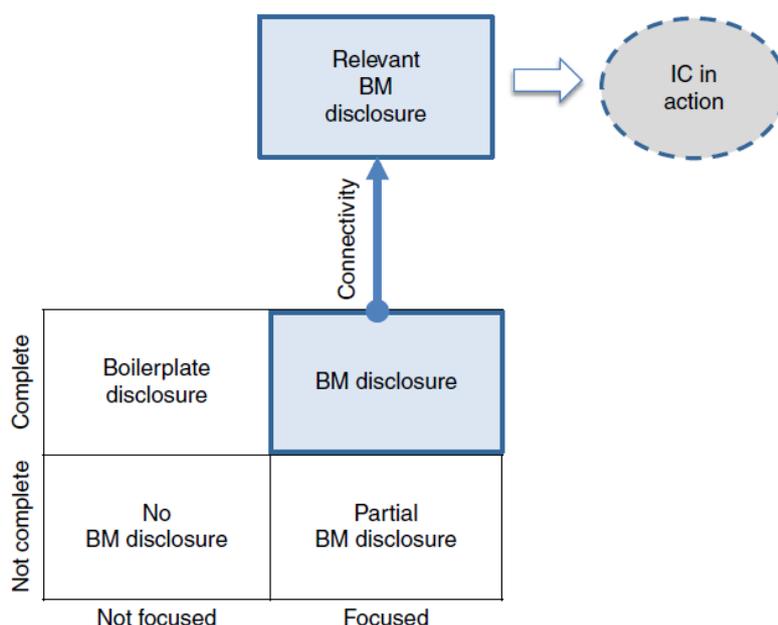


Figura 50

Fonte: Bini L. , Dainelli F. , Giunta F. (2016)

Dopo aver effettuato alcune considerazioni in merito al legame tra *intangibles* e BM disclosure, approfondiremo nel prossimo paragrafo l'introduzione della dichiarazione di carattere non finanziario tramite il D. Lgs. 254/2016. L'obiettivo, tuttavia, non sarà quello di approfondire in modo dettagliato tale decreto, ma quello di fornire alcune riflessioni critiche in merito alla disclosure obbligatoria non finanziaria all'interno del cosiddetto *business model*. Abbiamo ribadito più volte nel corso del presente elaborato l'incidenza sempre maggiore delle risorse non *financial* nel processo di creazione di valore. Tuttavia, abbiamo dimostrato con particolare riguardo al contesto italiano che tali tematiche, nella maggior parte dei casi, sono affrontate troppo genericamente nella

relazioni sulla gestione delle società quotate; probabilmente perché si tratta di *voluntary disclosure* e comunque non esistono nella normativa italiana (e nemmeno europea) specifiche linee guida di carattere vincolante. Il nuovo decreto, allora, vuole imporre il rilascio obbligatorio di una serie di informazioni sull'ambiente, il personale, la corruzione, i diritti umani. Ma non deve essere inteso come una divulgazione fine a se stessa secondo criteri casuali, in quanto essa deve essere inserita all'interno di un quadro strategico integrato globale: il modello di business. Prima dell'introduzione della direttiva 2014/94, il governo britannico ha imposto la redazione obbligatoria a partire dall'anno fiscale 2013 dello *Strategic Report*, sulla base delle linee guida dell'IIRC. Per tale motivo, da un lato, faremo riferimento al contesto inglese e alle linee guida FRC (2014⁴³⁷) per comprendere meglio le modalità di redazione della dichiarazione di carattere non finanziario; dall'altro lato, forniremo delle evidenze empiriche sullo *Strategic Report* delle società quotate inglesi, in modo da riflettere e colmare le eventuali lacune presenti in esso, a favore di una disclosure più efficiente nel contesto italiano a partire dall'anno fiscale 2017.

⁴³⁷ <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Accounting-and-Reporting-Policy/Guidance-on-the-Strategic-Report.pdf>, Data di Consultazione 18/05/2017;

4.2 La descrizione del modello aziendale d'impresa nella DIR 2014/95/UE (D. Lgs. 254/2016)

Il D. Lgs. 254/2016 ha finalmente segnato la tanto attesa presa di posizione da parte del legislatore riguardo alla consapevolezza che la responsabilità sociale d'impresa sia ormai un concetto ben consolidato nella prassi gestionale, e non più isolato esclusivamente al mondo accademico. Si tratta dell'inizio di un percorso da cui non si può tornare indietro: l'informativa non finanziaria diventa obbligatoria, superando così il carattere prettamente *financial* dell'art. 2428 c.c.

Come afferma Castellani G. (2017), "la RSI è stata sdoganata in via definitiva, come parte integrante delle strategie aziendali"⁴³⁸; in quanto non si tratta più di gestione, spesso opportunistica, degli interlocutori sociali bensì di coinvolgimento degli stessi nel quadro strategico aziendale (Figura 21).

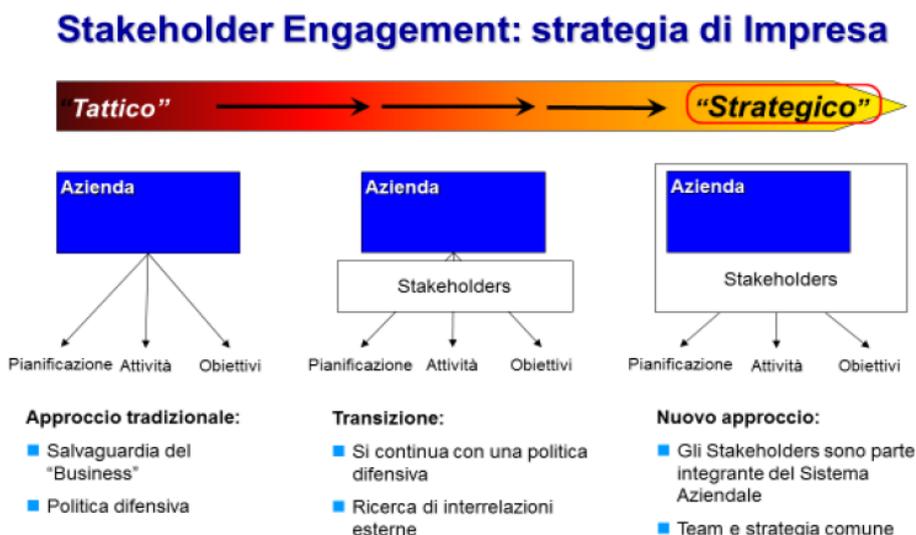


Figura 21

Fonte: Castellani G. (2017)

Per quanto riguarda l'**ambito di applicazione**, l'art. 2 del decreto in oggetto prevede (comma 1) l'obbligo di redazione della dichiarazione di carattere non finanziario per gli

⁴³⁸ FNC, *Azioni concrete di responsabilità sociale d'impresa. Il coinvolgimento degli stakeholder*. (a cura di Castellani G.), Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 28 febbraio 2017, cit. p. 2;

enti di interesse pubblico⁴³⁹, che presentano durante l'anno solare un numero medio di dipendenti superiore a 500 e che superano, alla data di chiusura di bilancio, almeno uno dei due seguenti limiti dimensionali:

- Totale attivo dello stato patrimoniale: 20 milioni di euro;
- Totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40 milioni di euro.

Inoltre, lo stesso art. 2 al comma 2 estende l'obbligo anche alle società madri di interesse pubblico, ovvero le holding, che fanno capo ad un gruppo di grandi dimensioni⁴⁴⁰. La differenza sta nel fatto che mentre gli enti di cui al comma 1 devono redigere una dichiarazione individuale, quelli al comma 2 invece devono predisporre una dichiarazione consolidata⁴⁴¹.

Gli organismi più autorevoli hanno espresso opinioni contrastanti in merito all'ambito applicativo del decreto⁴⁴²:

⁴³⁹ Secondo il decreto legislativo 39/2010 "Sono enti di interesse pubblico:

- a) Le società italiane emittenti valori mobiliari ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani e dell'Unione europea;
- b) Le banche;
- c) Le imprese di assicurazione (...);
- d) Le imprese di riassicurazione (...)"

<http://www.camera.it/parlam/leggi/deleghe/10039dl.htm> , Data di Consultazione 22/05/2017;

⁴⁴⁰ Il decreto intende con "gruppo di grandi dimensioni": "il gruppo costituito da una società madre e una o più società figlie che, complessivamente, abbiano avuto su base consolidata, in media, durante l'esercizio finanziario un numero di dipendenti superiore a cinquecento ed il cui bilancio consolidato soddisfi almeno uno dei due seguenti criteri:

- 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale superiore a 20.000.000 di euro;
- 2) totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni superiore a 40.000.000 di euro".

<http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2017/01/10/17G00002/sg> , Data di consultazione 22/05/2017;

⁴⁴¹ L'art. 6 del decreto oggetto di studio, tuttavia, prevede casi di esonero e di equivalenza:

"1. Un ente di interesse pubblico ricompreso nell'ambito di applicazione del presente decreto legislativo non è soggetto all'obbligo di redigere la dichiarazione di cui all'articolo 3 qualora tale ente di interesse pubblico rediga una dichiarazione consolidata di carattere non finanziario ai sensi dell'articolo 4, oppure tale ente e le sue eventuali società figlie sono ricomprese nella dichiarazione di carattere non finanziario consolidata resa:

- a) da un'altra società madre soggetta ai medesimi obblighi o
- b) da una società madre europea che redige tali dichiarazioni ai sensi e conformemente agli articoli 19 -bis e 29 -bis della direttiva 2013/34/UE.

2. Un ente di interesse pubblico che è società madre di un gruppo di grandi dimensioni non è soggetto all'obbligo di redigere la dichiarazione di cui all'articolo 4 qualora tale ente di interesse pubblico è anche una società figlia ricompresa nella dichiarazione consolidata di carattere non finanziario resa da:

- a) una società madre soggetta ai medesimi obblighi o
- b) una società madre europea che redige tali dichiarazione ai sensi e conformemente agli articoli 19 -bis e 29 -bis della direttiva 2013/34/UE".

<http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2017/01/10/17G00002/sg> , Data di consultazione 22/05/2017;

⁴⁴² Gasperini A. , Doni F. , "Informazioni di carattere non finanziario: il decreto del governo", *Rivista AIAF 100* (2016), pp. 45-60;

L'Associazione Bancaria Italiana (ABI), sulla base della necessità di limitare i costi legati alla produzione del documento in oggetto, suggerisce di considerare esclusivamente la quantità di personale dipendente (superiore a 500) ed eliminare gli altri due limiti dimensionali (fatturato e attivo stato patrimoniale). Tuttavia, crediamo che i costi relativi all'adempimento di tale decreto siano esigui rispetto ai benefici che si possono ottenere; secondo una stima della commissione europea tali costi presenterebbero un range di 600-4300 euro all'anno⁴⁴³.

Altri organismi, contrariamente a quanto chiesto dall'ABI, chiedono di ampliare l'ambito applicativo abbassando il criterio dimensionale da 500 a 250 dipendenti⁴⁴⁴. Questa scelta è motivata dalla presenza elevata di SME nel contesto italiano (più di 5 milioni al 31/12/2013) con la conseguente rilevanza delle stesse sia nel processo di creazione di valore sia nel processo di sostenibilità del territorio nazionale. Infatti, le PMI, non potendo competere in termini finanziari con i grandi colossi, si concentrano sempre di più sulle risorse non finanziarie, ovvero sugli *intangibles*. Nonostante la direttiva europea 2014/95 opti per l'esenzione delle piccole-medie imprese, Gasperini A. e Doni F. (2016) sottolineano "l'effetto propulsivo che ci sarà per le PMI dovuto ai processi di *due diligence* che i gruppi e le società di elevate dimensioni condurranno per quanto riguarda le catene di fornitura e subappalto onde evitare riflessi negativi sia esistenti che potenziali. Per le PMI la presenza di una rendicontazione di sostenibilità rappresenterà un criterio di selezione per poter collaborare con le grandi imprese"⁴⁴⁵. Chiaramente, le SME, pur non rientrando nei parametri applicativi della direttiva, si troveranno obbligate indirettamente ad implementare un sistema di *sustainability disclosure*.

Per quanto riguarda **la tipologia delle informazioni da comunicare**, l'art. 3 del D. Lgs. 254/2016 stabilisce al comma 1 che:

"La dichiarazione individuale di carattere non finanziario, nella misura necessaria ad assicurare la comprensione dell'attività di impresa, del suo andamento, dei suoi risultati e dell'impatto dalla stessa prodotta, copre i temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva, che sono rilevanti tenuto conto delle attività e delle caratteristiche dell'impresa, descrivendo

⁴⁴³ IRDCEC (2013), p. 49;

⁴⁴⁴ Secondo un'analisi dell'Agenzia per la coesione territoriale, i soggetti obbligati in Italia alla redazione della dichiarazione di carattere non finanziario saranno 117, un numero certamente basso.

⁴⁴⁵ Gasperini A. , Doni F. (2016), cit. p. 46;

almeno:

- a) il modello aziendale di gestione ed organizzazione delle attività dell'impresa, ivi inclusi i modelli di organizzazione e di gestione eventualmente adottati ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera a) , del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, anche con riferimento alla gestione dei suddetti temi;
- b) le politiche praticate dall'impresa, comprese quelle di dovuta diligenza, i risultati conseguiti tramite di esse ed i relativi indicatori fondamentali di prestazione di carattere non finanziario⁴⁴⁶;
- c) i principali rischi, generati o subiti, connessi ai suddetti temi e che derivano dalle attività dell'impresa, dai suoi prodotti, servizi o rapporti commerciali, incluse, ove rilevanti, le catene di fornitura e subappalto⁴⁴⁷.

Ai fini di questo capitolo, intendiamo porre maggior attenzione sul modello aziendale di gestione (comma 1a dell'art. 3), inteso come quadro di riferimento all'interno del quale comunicare le politiche e i risultati richiesti nel comma 1b in merito agli aspetti ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani e alla lotta contro la corruzione, nonché i KPI e i relativi rischi.

Gli ambiti tematici e le tipologie di informazioni da comunicare (riassunti nella **Figura 22**)⁴⁴⁸ dovrebbero possedere il requisito della *materiality* (rilevanza) in modo da

⁴⁴⁶ Non intendiamo soffermarci sul contenuto del presente comma b in quanto i riferimenti sono gli stessi di carattere volontario suggeriti dal CNDCEC nel documento dell'11 marzo 2009. Nel dicembre 2010 lo stesso CNDCEC ha dimostrato empiricamente la scarsa adesione delle società quotate italiane nella disclosure non finanziaria. La differenza sta nel fatto che, ora, l'informativa non finanziaria diventa obbligatoria e quindi le società saranno costrette ad adeguarsi.

In sintesi, "la direttiva richiede che nella propria *disclosure* non finanziaria la società illustri con una certa profondità le iniziative rilevanti (*material*) realizzate con riguardo agli aspetti ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva, rispetto ai quali, appunto, definisce politiche, assume impegni, stabilisce obiettivi, attiva procedure e calibra strumenti". CNDCEC (2016), cit. p. 7;

⁴⁴⁷ <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2017/01/10/17G00002/sg> , Data di consultazione 22/05/2017;

⁴⁴⁸ L'art. 3 del D. Lgs 254/2016 stabilisce al secondo comma: "In merito agli ambiti di cui al comma 1, la dichiarazione di carattere non finanziario contiene almeno informazioni riguardanti:

- a) l'utilizzo di risorse energetiche, distinguendo fra quelle prodotte da fonti rinnovabili e non rinnovabili, e l'impiego di risorse idriche;
- b) le emissioni di gas ad effetto serra e le emissioni inquinanti in atmosfera;
- c) l'impatto, ove possibile sulla base di ipotesi o scenari realistici anche a medio termine, sull'ambiente nonché sulla salute e la sicurezza, associato ai fattori di rischio di cui al comma 1, lettera c) , o ad altri rilevanti fattori di rischio ambientale e sanitario;
- d) aspetti sociali e attinenti alla gestione del personale, incluse le azioni poste in essere per garantire la parità di genere, le misure volte ad attuare le convenzioni di organizzazioni internazionali e sovranazionali in materia,

divulgare soltanto le informazioni necessarie alla comprensione dell'attività aziendale. In sintesi, possiamo definire un'informazione *material* laddove l'impatto della sua mancata o errata comunicazione possa provocare un condizionamento sulle decisioni dei portatori d'interessi. Ovviamente va tenuto conto dell'entità e della complessità degli affari della società ed è infatti a questo tema che si riferisce il legislatore con la locuzione "almeno". Lascia in qualche modo discrezionalità al management sulla divulgazione di informazioni aggiuntive, rispetto a quelle richieste, per meglio comprendere le specifiche dinamiche aziendali.

Ambito tematico	Tipologia di informazioni
<i>Aspetti ambientali</i>	<ul style="list-style-type: none"> • utilizzo delle risorse energetiche rinnovabili e/o non rinnovabili • emissioni di gas a effetto serra • impiego di risorse idriche • inquinamento atmosferico • utilizzo del territorio • uso di materiali
<i>Aspetti sociali</i>	<ul style="list-style-type: none"> • dialogo con le comunità locali • azioni intraprese per garantire la tutela e lo sviluppo di tali comunità
<i>Aspetti attinenti al personale</i>	<ul style="list-style-type: none"> • azioni intraprese per garantire l'uguaglianza di genere • attuazione delle convenzioni fondamentali dell'Organizzazione internazionale del lavoro • condizioni lavorative • dialogo sociale • rispetto del diritto dei lavoratori di essere informati e consultati • rispetto dei diritti sindacali • salute e sicurezza sul lavoro
<i>Aspetti attinenti al rispetto dei diritti umani</i>	<ul style="list-style-type: none"> • informazioni sulla prevenzione delle violazioni dei diritti umani
<i>Aspetti attinenti alla lotta contro la corruzione attiva e passiva</i>	<ul style="list-style-type: none"> • strumenti esistenti per combattere la corruzione attiva e passiva

Figura 22

Fonte: CNDCEC (2016)

Laddove gli enti assoggettati all'obbligo di rendicontazione non finanziaria non praticano politiche in uno o più ambiti di cui al comma 1 dell'art. 3, sono comunque obbligati ad indicare all'interno della dichiarazione di carattere non finanziario le ragioni

e le modalità con cui è realizzato il dialogo con le parti sociali;

e) rispetto dei diritti umani, le misure adottate per prevenirne le violazioni, nonché le azioni poste in essere per impedire atteggiamenti ed azioni comunque discriminatori;

f) lotta contro la corruzione sia attiva sia passiva, con indicazione degli strumenti a tal fine adottati".

I primi 4 punti (a,b,c,d) relativi all'ambiente e al personale erano stati già suggeriti nel documento del CNDCEC (11 Marzo 2009).

alla base di tale scelta⁴⁴⁹.

Inoltre, è consentita l'omissione di informazioni strategiche su operazioni in corso di negoziazione nel caso in cui la loro divulgazione possa danneggiare gravemente la posizione commerciale aziendale (comma 8 art. 3); l'ente deve menzionare nella dichiarazione l'avvalersi di questa facoltà. Tuttavia, questa regola di "non inclusività" vale soltanto nel caso in cui non venga pregiudicata la corretta ed equilibrata comprensione dell'attività aziendale.⁴⁵⁰

Per quanto concerne **le modalità di redazione e di comunicazione dell'informativa**, secondo la direttiva europea 2014/95 si può far riferimento a standard nazionali, unionali o internazionali riconosciuti. Tuttavia, nessuno vieta l'utilizzo di una metodologia di rendicontazione autonoma; ma in tal caso essa va spiegata in modo chiaro e articolato nella dichiarazione, con particolare riferimento alle motivazioni che hanno portato alla scelta della stessa.

Nel paragrafo precedente abbiamo sottolineato le tre caratteristiche fondamentali che deve possedere il modello di business affinché la comunicazione integrata degli *intangibles* possa rivelarsi efficace:

- Completezza;
- Focus;
- *Connectivity*.

Se analizziamo il contenuto del primo comma dell'art. 3 del decreto oggetto di studio, notiamo che il legislatore riconosce l'importanza dei principi di completezza e focus:

Fa riferimento al primo quando scrive: "nella misura necessaria ad assicurare la comprensione dell'attività di impresa, del suo andamento, dei suoi risultati e dell'impatto dalla stessa prodotta". Per quanto concerne il secondo il riferimento è chiaro quando scrive: "copre i temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei

⁴⁴⁹ Il decreto stabilisce nel comma 6 dell'art. 3: "Gli enti di interesse pubblico soggetti all'obbligo di redigere la dichiarazione di carattere non finanziario che non praticano politiche in relazione a uno o più degli ambiti di cui al comma 1, forniscono all'interno della medesima dichiarazione, per ciascuno di tali ambiti, le motivazioni di tale scelta, indicandone le ragioni in maniera chiara e articolata".

⁴⁵⁰ FNC, *Disclosure di sostenibilità: Decreto legislativo n. 254/2016 sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e sulle diversità* (a cura di Baldi P. e Magrassi L.), Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 15 febbraio 2017, pp. 3-4;

diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva, che sono rilevanti tenuto conto delle attività e delle caratteristiche dell'impresa"; in questo senso bisogna focalizzarsi su ciò che rende l'entità specifica diversa dai concorrenti.

Tuttavia, ci accorgiamo che non c'è traccia del principio più importante, ovvero quello di *connectivity*; non c'è un riferimento esplicito del legislatore riguardo all'identificazione e alla comunicazione delle interconnessioni tra il modello di gestione aziendale e le politiche adottate, i risultati ottenuti, gli indicatori di risultato non finanziari e i rischi che ne conseguono. Questo aspetto è stato notato anche dall'Osservatorio Socialis il quale già nel settembre 2016 segnalava "l'opportunità di richiedere in termini obbligatori in aggiunta alle informazioni sulle varie aree della sostenibilità anche la comunicazione del collegamento fra rischi, politiche adottate dalle aziende e risultati raggiunti"⁴⁵¹.

Anche questa volta, allora, dobbiamo far riferimento agli organismi professionali contabili in modo da comprendere quale sia la modalità di reporting più efficiente⁴⁵². Ciò che sappiamo è che la *value creation story* deve essere inserita all'interno di un unico report integrato. Le informazioni che sono illustrate in documenti separati (ad esempio nei bilanci di sostenibilità) devono confluire all'interno di un *one report* in modo da superare la frammentazione avvertita dagli stakeholder e mostrare le connessioni tra tutti i capitali a disposizione dell'impresa e il relativo impatto nel processo di creazione di valore nel lungo termine.

Lo standard internazionale che si adatta meglio alle nostre esigenze è *l'Internal Integrated Reporting* dell'*International Integrated Reporting Council* (IIRC 2013), in quanto esso rappresenta un modello di *business reporting* innovativo capace di illustrare gli aspetti inerenti alla responsabilità sociale e ambientale d'impresa nell'ambito della pianificazione strategica aziendale⁴⁵³. Secondo l'IIRC, "Il modello di business di

⁴⁵¹ Gasperini A. , Doni F. (2016), cit. p. 47;

⁴⁵² Nella Direttiva Europea 2014/95 si afferma: "Nel fornire tali informazioni, le imprese che sono soggette alla presente direttiva possono basarsi su standard nazionali, su standard unionali, quale il sistema di ecogestione e audit (EMAS), o su standard internazionali, quali il Patto mondiale (Global Compact) delle Nazioni Unite, i principi guida su imprese e diritti umani delle Nazioni Unite (Guiding Principles on Business and Human Rights) in attuazione del quadro di riferimento «Proteggere, Rispettare e Rimediare» («Protect, Respect and Remedy» Framework), gli orientamenti dell'OCSE per le imprese multinazionali, la norma ISO 26000 dell'Organizzazione internazionale per la normazione, la dichiarazione tripartita di principi sulle imprese multinazionali e la politica sociale dell'Organizzazione internazionale del lavoro, la Global Reporting Initiative o altri standard internazionali riconosciuti". <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32014L0095> , Data di Consultazione 15/05/2017;

⁴⁵³ Questo modello di *business reporting* è suggerito, insieme alle linee guida della *Global Reporting Initiative* (GRI), dallo stesso CNDCEC nel documento emanato il 15 giugno 2016.

un'organizzazione è il sistema adottato per trasformare gli input, attraverso le attività aziendali, in output e risultati, al fine di raggiungere gli obiettivi strategici dell'organizzazione e di creare valore nel breve, medio e lungo termine"⁴⁵⁴. Questa definizione è particolarmente efficace nello spiegare la *value creation story* d'impresa, in quanto si illustrano "lo stato iniziale, le dinamiche di trasformazione e lo stato finale delle risorse e dei capitali (materiali ed immateriali) impiegati nel processo produttivo"⁴⁵⁵. L'IIRC esplicita le tipologie di capitali a disposizione⁴⁵⁶ e, nel rispetto del principio di focus, specifica che l'impresa in oggetto deve illustrare soltanto i capitali rilevanti, ovvero i fattori chiave. Tuttavia, ciò che viene enfatizzato maggiormente è il concetto di *connectivity*, ovvero la "possibilità di creare dei collegamenti fra ciascuna tipologia di capitali (finanziario, produttivo, umano, intellettuale, sociale, naturale e relazionale) e la creazione di un set di *Key Performance Indicators* (KPIs) in grado di fornire una visione integrata della performance, all'interno e all'esterno dell'organizzazione aziendale, finalizzato al miglioramento della comunicazione interna e dell'efficienza delle azioni volte al raggiungimento degli obiettivi strategici".⁴⁵⁷

L'approccio integrato dell'IIRC "implica l'adozione di una prospettiva ampia, sia in termini "spaziali" (richiedendo all'impresa una visione che vada oltre i propri confini e le attività di diretta competenza, in un'ottica *supply chain*, in piena coerenza con quanto previsto dalla direttiva sulla disclosure non finanziaria oggetto del presente lavoro), sia in termini dimensionali (richiedendo all'impresa l'esplicitazione di dinamiche non limitate agli aspetti *financial*, ma afferenti anche agli ambiti ambientali e sociali)".⁴⁵⁸

Siamo consapevoli dell'approccio puramente teorico adottato finora. Questo è motivato

⁴⁵⁴ <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>, Data di Consultazione 18/05/2017, cit. p. 25;

⁴⁵⁵ FNC, *GRI Sustainability Reporting Guidelines e IIRC Integrated Reporting Framework, Spunti di riflessioni su due principali standard di sustainability reporting* (a cura di Magrassi L.), Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 30 Settembre 2015, cit. p. 11;

⁴⁵⁶ Secondo l'IIRC le tipologie di capitali a disposizione dell'impresa sono:

- Capitale finanziario (tangibile);
- Capitale produttivo (tangibile);
- Capitale intellettuale (intangibile);
- Capitale umano (intangibile);
- Capitale sociale e relazionale (intangibili);
- Capitale naturale (intangibile).

Particolarmente interessanti ai fini del *non-financial reporting* sono gli ultimi quattro, in quanto *intangibles*.

⁴⁵⁷ Gasperini A., Doni F., Romano M., "Internal Integrated Thinking: l'esperienza del Gruppo Generali", *Rivista AIAF 92 (2014)*, cit. p. 10;

⁴⁵⁸ CNDCEC (2016), cit. p. 5;

dal fatto che il Decreto Legislativo in oggetto sarà applicabile a partire dall'esercizio 2017 e quindi dovremo aspettare almeno un altro anno prima di poter analizzare il grado di *compliance* delle dichiarazioni non finanziarie; nell'attesa ci siamo limitati a fornire delle linee guida. Tuttavia, possiamo in qualche modo anticipare le evidenze empiriche, o meglio prevedere. Ci riferiamo al fatto che il Regno Unito ha già sperimentato questo tipo di *non-financial reporting* a partire dall'esercizio 2013 con l'introduzione dello *Strategic Report*⁴⁵⁹, il quale dovrebbe evidenziare e spiegare i collegamenti tra le informazioni presenti all'interno della relazione annuale in maniera più ampia. Per comprendere meglio il significato della relazione strategica facciamo riferimento alle linee guida del FRC (2014)⁴⁶⁰.

The strategic report: content elements

7.1 The content elements can be analysed into three broad categories – strategic management, business environment and business performance:

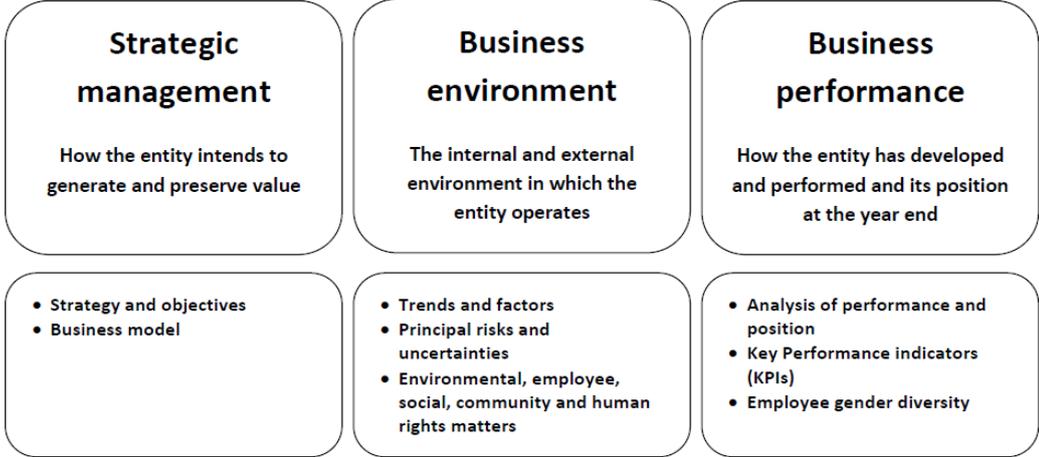


Figura 23

Fonte: FRC (2014)

Il nostro obiettivo non è quello di spiegare in modo dettagliato i contenuti dello *Strategic Report* bensì quello di fornire delle importanti linee guida sulla redazione degli stessi. Il FRC sostiene che i vari elementi che compongono lo *strategic report* (**Figura 23**) non

⁴⁵⁹ Nel 2010 il governo britannico ha proposto di sostituire la relazione sulle attività (*Companies Act 2006*) con un report strategico (*Strategic Report*) il quale costituisce un documento nel quale si enunciano le sfide e le strategie d'impresa sulla base di informazioni finanziarie e non. La principale novità risiede nell'obbligo, per le società quotate, di descrivere il proprio modello di business. IRDCEC (2013), pp. 11-13;

⁴⁶⁰ <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Accounting-and-Reporting-Policy/Guidance-on-the-Strategic-Report.pdf> , Data di Consultazione 18/05/2017;

devono essere affrontati secondo una logica isolata visto che ci sono numerose relazioni e interdipendenze tra le informazioni contenute nella relazione annuale; ed è per questo che quest'ultime devono essere evidenziate e spiegate nella relazione strategica. Per quanto riguarda il *business environment*, il *Financial Reporting Council* afferma:

7.29 To the extent necessary for an understanding of the development, performance or position of the entity's business, the strategic report should include information about:

- (a) environmental matters (including the impact of the business of the entity on the environment);
- (b) the entity's employees; and
- (c) social, community and human rights issues.

The information should include a description of any relevant policies in respect of those matters and the effectiveness of those policies.

Where information on any of the matters described above is not included in the strategic report because it is not considered necessary for an understanding of the development, performance or position of the company's business, the strategic report should state the matters that are not covered in the strategic report.³¹

A tal proposito scrive: *"There can be a strong relationship between the development, performance, position or future prospects of an entity and some or all of the matters described in paragraph 7.29, particularly over the longer term. This may be because a particular matter gives rise to a principal risk or uncertainty or because the entity has gained a competitive advantage from its policies and responses to such matters. The relative importance of the matters will depend on the sector in which the entity operates and its strategy and business model. (...) The influence, or potential influence, of the matters described in paragraph 7.29 on the development, performance, position or future prospects of the entity's business may sometimes be better described through the integration of the relevant information with other content elements, rather than through the use of a separate 'corporate social responsibility' section of the strategic report but, in any case, clear linkage should be provided"*⁴⁶¹. Insomma, ancora una volta si ribadisce l'importanza del principio di *connectivity*.

Andiamo ora ad analizzare empiricamente il comportamento delle società quotate inglesi, obbligate alla redazione della relazione strategica. Il nostro obiettivo è quello di comprendere se gli *intangibles* e, più in generale, gli aspetti non finanziari oggetto della direttiva europea 2014/95 sono rappresentati in modo efficiente all'interno dello *Strategic Report*. Abbiamo concluso nel paragrafo 4.1 che il modo più idoneo per rappresentare gli *intangibles* è costituito dal modello di business. Ciò, però, come

⁴⁶¹ <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Accounting-and-Reporting-Policy/Guidance-on-the-Strategic-Report.pdf>, Data di Consultazione 18/05/2017, cit. p. 25;

suggerito dall'IIRC, deve avvenire in un'ottica integrata. A tal proposito Bini L. , Dainelli F. , Giunta F. (2016) analizzano la divulgazione del BM su un campione di imprese inglesi obbligate alla redazione della relazione strategica a partire dal 2013. Complessivamente, i risultati documentano che solo un numero limitato di aziende approfitta dell'introduzione obbligatoria dello *Strategic Report* per comunicare la loro *value creation story*. Infatti, per quanto riguarda il livello di interrelazione fra le informazioni, lo studio ha trovato un numero basso di parole collegate nei testi, circa il 24% delle informazioni fornite. Questo risultato rende evidente il fatto che, nonostante le linee guida chiare del FRC, le imprese sono poco consapevoli dell'importanza della *connectivity*. Gli autori notano come la divulgazione del BM consista spesso in una serie di descrizioni di elementi diversi, presentati in paragrafi o sezioni autonome. Questo approccio impedisce agli stakeholder di comprendere in modo esaustivo i meccanismi di creazione di valore e di vedere in azione gli elementi invisibili⁴⁶².

Questo risultato è sicuramente preoccupante per quanto riguarda l'applicazione della direttiva 2014/95 nel contesto italiano. Tra il Regno Unito e l'Italia ci sono delle differenze importanti che difficilmente fanno pensare ad un sorpasso di quest'ultima:

- L'Italia ha un sistema giuridico *civil law* mentre il Regno Unito si basa sul diritto comune;
- Il mercato azionario italiano è relativamente piccolo mentre la borsa di Londra (LSE) è una delle più grandi al mondo;
- Le società quotate in Italia sono caratterizzate da pochi investitori istituzionali in contrasto con la loro significativa presenza nel Regno Unito;
- Gli enti normativi e professionali britannici hanno posto sempre più enfasi sul tipo di informazioni richieste dal mercato e su quali dovrebbero essere divulgate dalle aziende; mentre quelli italiani si sono limitati a chiarire e ad interpretare il significato della normativa nazionale.

Nonostante ciò, l'avvenire non è così negativo in quanto Bozzolan S. (2004)⁴⁶³ ha dimostrato, contrariamente alle aspettative, in un confronto tra Italia e Regno Unito, che il livello di disclosure del capitale intellettuale non è influenzato dalla nazionalità dell'impresa. Tuttavia, non bisogna sottovalutare la mancanza nel D. Lgs 254/2016 di

⁴⁶² Bini L. , Dainelli F. , Giunta F. (2016), pp. 83-102;

⁴⁶³ Bozzolan S. , "Intellectual Capital Disclosure: A Comparison of Italy and the UK", *Journal of Human Resource Costing & Accounting* 10 (2006), no. 2, Emerald Group Publishing, pp. 92-113;

riferimenti al concetto di *connectivity* in quanto, in presenza di descrizioni frammentate e fine a se stesse nella dichiarazione non finanziaria, si potrebbe compromettere enormemente la potenzialità della *Sustainability Disclosure*. Se le imprese rilasceranno indicatori di risultato non finanziari, senza divulgare un modello di business che spieghi chiaramente l'interconnessione tra i vari indicatori rilevanti ai fini di una comprensione della strategia di creazione di valore aziendale, allora saranno gli stakeholder a dover interpretare soggettivamente la dinamica aziendale.

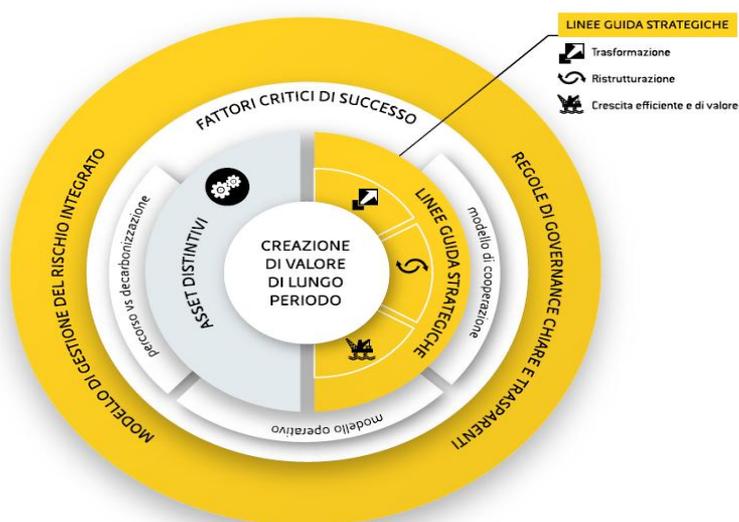
Tuttavia, ci sono delle aziende italiane che da qualche tempo adottano buone politiche di *business model disclosure*, ispirandosi ai principi dell'IIRC. Facciamo riferimento al settore delle *utilities* ed in particolare ad Eni S.P.A. . In seguito si propone un estratto della Relazione Finanziaria Annuale relativa al 2016, la quale rappresenta un ottimo esempio da seguire in vista dell'applicazione della direttiva europea 2014/95.⁴⁶⁴

Il modello di business di Eni è volto alla creazione di valore di lungo termine attraverso il conseguimento degli obiettivi di redditività e di crescita, l'efficienza, l'eccellenza operativa e la prevenzione dei rischi di business. Eni riconosce che la principale sfida del settore energetico è il bilanciamento tra la massimizzazione dell'accesso all'energia e la lotta al cambiamento climatico che comporta necessariamente la modifica del mix energetico, riducendo il footprint di carbonio.

La risposta Eni a questa sfida è la propria strategia integrata in grado di coniugare solidità finanziaria con sostenibilità sociale e ambientale articolata sui seguenti fattori critici di successo: i) il modello di cooperazione e sviluppo in rapporto ai Paesi in cui opera che vede Eni impegnata nella produzione di energia per il mercato domestico, nella diffusione dell'accesso all'energia e nella diversificazione del mix energetico; ii) il modello operativo in grado di minimizzare i rischi e gli impatti sociali e ambientali delle attività; iii) una strategia chiara e definita di decarbonizza-

zione. La tutela dell'ambiente e delle comunità dove operiamo, la lotta al cambiamento climatico, la salvaguardia della salute e sicurezza delle persone che lavorano in Eni e con Eni e il rispetto dei diritti umani, dell'etica e della trasparenza, rappresentano i valori fondamentali che indirizzano l'impiego degli asset distintivi nella conduzione delle attività.

Nella tabella della pagina seguente sono dettagliati i nostri asset distintivi, analizzati sulla base delle dimensioni economico-finanziaria, operativa, ambientale, tecnologica, umana, sociale e relazionale, al fine di identificare parametri quantitativi (KPI) ad essi correlati. Tali KPI consentono un costante monitoraggio del raggiungimento degli obiettivi e l'identificazione di aree di intervento perseguendo le linee guida strategiche che ci consentono di ottimizzare e anticipare la creazione di valore in uno scenario sempre più complesso. Sono evidenziati i benefici per l'azienda e per gli stakeholder che derivano dall'impiego dei nostri asset e dalle relative connessioni.



⁴⁶⁴ https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2016/Relazione-finanziaria-annuale-2016.pdf , Data di Consultazione 24/05/2017, cit. pp. 16-17;

Dimensione	Asset distintivi per la generazione di valore sostenibile	Principali KPI	Creazione di valore per l'azienda	Creazione di valore per l'esterno
 ECONOMICO FINANZIARIA	<ul style="list-style-type: none"> - Struttura finanziaria - Riserve di liquidità 	<ul style="list-style-type: none"> - Flusso di cassa netto da attività operativa - Leverage - Dividendo per azione - Dividend yield - Opex per boe (E&P) - Utile operativo adjusted - Utile netto - F&D cost medio dei 3 anni (E&P) - Investimenti tecnici - Flussi di cassa netti futuri 	<ul style="list-style-type: none"> - Operatività del business - Riduzione costo del capitale - Ottimizzazione leva finanziaria - Opportunità M&A - Protezione da volatilità mercati - Merito creditizio 	<ul style="list-style-type: none"> - Rendimenti - Apprezzamento del titolo - Crescita socio economica dei Paesi - Indotto locale
 OPERATIVA	<ul style="list-style-type: none"> - Riserve di idrocarburi (oil&gas) - Efficienza esplorativa - Ridotto time to market - Asset in sviluppo e produzione - Portafoglio retail G&P - Raffinerie e bioraffinerie - Impianti chimici - Impianti green - Gestione integrata del rischio 	<ul style="list-style-type: none"> - Risorse scoperte nell'anno e cumulate - Unit Exploration cost per boe (E&P) - Tasso di rimpiazzo organico - Break-even dei nuovi progetti upstream - Time to market - SERM di break-even - Produzione totale di bio-carburanti - Potenza installata (MWP) in energie rinnovabili 	<ul style="list-style-type: none"> - Ritorni economici - Crescita riserve idrocarburi - Ampliamento portafoglio asset - Aumento valore degli asset - Riduzione rischio operativo - Reputazione - Efficienza (energetica e produttiva) 	<ul style="list-style-type: none"> - Disponibilità di fonti energetiche e prodotti green - Energia per i mercati locali - Indotto locale - Contenimento emissioni ed uso responsabile delle risorse - Occupazione
 AMBIENTE E CLIMA	<ul style="list-style-type: none"> - Riserve di idrocarburi (oil&gas) - Aria - Acqua - Biodiversità ed ecosistemi - Suolo 	<ul style="list-style-type: none"> - Tipologie di riserve - Emissioni dirette GHG (tonnellate CO₂e) - Gas flaring - Indice emissioni GHG upstream - Investimenti in efficienza energetica - Emissioni evitate grazie all'energia prodotta da fonti rinnovabili - Oil spill operativi - Prelievi idrici 	<ul style="list-style-type: none"> - Crescita delle riserve idrocarburi - Riduzione costi operativi - Incremento efficienza energetica - Riduzione rischi operativi - Reputazione - Licenza ad operare - Relazioni durature con gli stakeholder 	<ul style="list-style-type: none"> - Riduzione emissioni GHG - Riduzione del gas flared - Riduzione oil spill - Riduzione rischio blow-out - Conservazione della biodiversità - Prodotti green - Contenimento prelievi idrici - Efficienza energetica
 INNOVAZIONE E RICERCA	<ul style="list-style-type: none"> - Tecnologie applicate e brevetti - Sistema normativo interno - Sistema di corporate governance - Sistemi di gestione e di controllo - Knowledge management - ICT (Green Data Center) 	<ul style="list-style-type: none"> - Investimenti in R&S per tipologia di cui: new energy - Numero di partnerships R&S - Valore tangibile generato da R&S - Numero di brevetti in energia rinnovabile 	<ul style="list-style-type: none"> - Vantaggio competitivo - Riduzione rischi - Trasparenza - Produttività - Licenza ad operare - Relazioni durature con gli stakeholder - Incremento efficienza energetica ed operativa 	<ul style="list-style-type: none"> - Riduzione impatti ambientali e sociali - Trasferimento delle migliori tecnologie e delle competenze nei Paesi - Contributo alla lotta alla corruzione nei Paesi - Prodotti green
 PERSONE E SICUREZZA	<ul style="list-style-type: none"> - Salute e sicurezza persone - Competenze e conoscenze - Esperienze - Motivazione - Diversità (di genere, età, geografica) - Cultura Eni - Asset integrity 	<ul style="list-style-type: none"> - Numero totale di dipendenti per genere e tipologia - Dipendenti locali per categoria - Indice di frequenza infortuni totali registrabili (TRIR) [dipendenti e contrattisti] - Investimenti e spese in asset integrity - Indice di frequenza di incidenti per settore (inclusi blow-out) 	<ul style="list-style-type: none"> - Produttività - Efficienza - Competitività - Innovazione - Riduzione rischi - Reputazione - Talent attraction - Job enhancement-sviluppo carriere 	<ul style="list-style-type: none"> - Creazione e mantenimento di posti di lavoro - Qualità della vita (persone Eni e comunità locali) - Crescita e trasferimento delle competenze
 SOCIALE, DIRITTI UMANI E TRASPARENZA	<ul style="list-style-type: none"> - Relazioni con gli stakeholder (istituzioni, governi, comunità, associazioni, clienti, fornitori, partner industriali, ONG, università, sindacati) - Brand Eni 	<ul style="list-style-type: none"> - % procurato locale per Paese - Community investments - N. di persone formate/ore di formazione in tema di diritti umani - Totale pagamenti ai Governi 	<ul style="list-style-type: none"> - Operational & Social licence - Riduzione time to market - Riduzione rischio Paese - Quote mercato - Allineamento con best practice internazionali - Reputazione - Vantaggio competitivo - Affidabilità dei fornitori - Fidelizzazione consumatori 	<ul style="list-style-type: none"> - Sviluppo socio-economico locale - Soddisfazione clienti e fornitori - Condivisione competenze con territori e comunità - Soddisfazione e incentivazione delle persone - Tutela dei diritti dei lavoratori - Contributo alla lotta alla corruzione nei Paesi

Figura 24

Fonte: Relazione Finanziaria Annuale Eni S.P.A (2016)

È da notare come, stavolta, il legislatore italiano non si sia limitato a ricalcare i contenuti della direttiva 2014/95. Egli, infatti, ha introdotto due novità tenendo conto delle particolarità del contesto imprenditoriale del bel paese:

In primo luogo, nell'art. 7 del D. Lgs. 254/2016 è prevista la dichiarazione volontaria di carattere non finanziario; chiaramente c'è un riferimento indiretto verso le PMI alle quali viene data la possibilità di "aprirsi" e di usufruire dei vantaggi della disclosure (in primis l'accesso al credito)⁴⁶⁵.

In secondo luogo, nell'art. 8 del decreto in oggetto sono previste delle sanzioni nei confronti degli amministratori inadempienti; si tratta di sanzioni amministrative pecuniarie che vanno dai 20.000 ai 150.000 euro (ritenute comunque modeste da molti). Questa presa di posizione da parte del legislatore italiano è cruciale, quasi come se volesse lasciarsi alle spalle quel "se del caso" tanto criticato dal CNDCEC (2010). Di fronte alla dichiarazione di carattere non finanziario le imprese italiane non hanno scampo. Venturelli A. (2017) , sulla base di una ricerca empirica, sostiene che la normativa in oggetto sarà una sfida per il 60% delle società quotate italiane⁴⁶⁶. È inutile dire agli amministratori di affrontare tali tematiche come delle opportunità poiché, come abbiamo dimostrato, la consapevolezza dell'importanza degli *intangibles* esiste già nonostante la disclosure sia comunque lacunosa; e allora probabilmente il legislatore ha capito che nel contesto italiano l'unico modo per ottenere dei risultati soddisfacenti è attraverso l'introduzione di sanzioni.

⁴⁶⁵ Questo tema è sicuramente ricco di spunti in vista di un ulteriore approfondimento sulla disclosure finanziaria incentrata esclusivamente sulle SME.

⁴⁶⁶ Il campione oggetto dell'analisi è composto dalle 134 società quotate presso Borsa Italiana (altrimenti definite Enti di Interesse Pubblico) che presentano un numero di dipendenti uguale o superiore a 500 unità, come previsto dal legislatore. Il campione, se si escludono le banche, le compagnie assicurative e le altre società finanziarie, nonché le multinazionali, rappresenta pertanto la totalità delle imprese quotate italiane. Andando a vedere le singole aziende l'autore scopre che solo 34 hanno un *non financial score* superiore all'80%. Alla luce dei risultati emersi egli sostiene che la Direttiva potrebbe dunque rappresentare un'importante sfida per circa il 60% delle imprese oggetto del campione che dovranno nel 2017 obbligatoriamente adeguarsi al contenuto della stessa.
http://www.osservatoriosocialis.it/2017/01/27/studio_nfs/#!, Data di Consultazione 23/05/2017;

Conclusioni

La Relazione sulla Gestione si prefigge l'obiettivo di superare i limiti intrinseci del bilancio. In primis, da un lato, la mancanza di un orientamento prospettico e la modesta rappresentazione degli *intangibles* (funzione di integrazione del bilancio) e dall'altro l'utilizzo di una simbologia tecnica prettamente contabile (funzione di rilettura del bilancio). In questo senso, lo scopo della relazione sulla gestione è quello di contestualizzare le informazioni presenti nei prospetti contabili (Stato Patrimoniale, Conto Economico, Rendiconto Finanziario e Nota integrativa) nel rispetto delle esigenze informative degli stakeholder.

L'evoluzione della normativa ha assunto dei connotati sempre più internazionali col passare degli anni. L'affinità tra il contenuto informativo proposto dallo IASB nel *Management Commentary* (2010) e dagli organismi professionali anglo-americani è sorprendente. Tuttavia, non c'è da stupirsi in quanto lo IASB (2010) si è basato principalmente sullo studio delle relazioni redatte dalle aziende operanti nei paesi anglosassoni (Canada, USA, Regno Unito, Nuova Zelanda, Australia). Ciononostante, mentre lo scopo degli organismi professionali anglosassoni è sempre stato quello di migliorare qualitativamente il contenuto delle informazioni divulgate volontariamente dalle imprese, anche attraverso la diffusione di esempi basati sulle *best practices*; l'obiettivo dello IASB, nonché il fine del legislatore comunitario, è stato diverso in quanto si è fornito ai *preparers* semplicemente un quadro di riferimento non vincolante all'interno del quale collocare l'informativa addizionale. Questa scelta "flessibile" è dettata dal fatto che i paesi *civil law* presentano delle normative in materia poco omogenee tra di loro, rispetto agli stati *common law*, e introdurre una regola obbligatoria per tutti avrebbe creato senz'altro dei conflitti tra i vari ordinamenti nazionali. Ma è proprio questo carattere "aperto" che ha messo in discussione la volontà di armonizzazione contabile fortemente voluta dal legislatore comunitario, in quanto i "disorientamenti" interpretativi sono degenerati, spesso, in comportamenti opportunistici da parte degli amministratori, danneggiando il principio di confrontabilità, nonché veridicità dei prospetti contabili. Ci riferiamo in particolar modo al contesto italiano dove, generalmente, si tende a divulgare una quantità maggiore di informazioni soltanto se dovute e non su base volontaria. Di conseguenza, gli amministratori delle società quotate italiane, preferendo una politica di riservatezza,

hanno recepito soltanto il contenuto minimale obbligatorio delle recenti direttive europee in materia di *reporting*. In particolare, si sono dimostrati poco propensi a divulgare informazioni di carattere non finanziario, sempre più importanti nella rappresentazione del processo di creazione di valore aziendale; probabilmente per il fatto che tali informazioni erano considerate dal legislatore nazionale meno importanti rispetto a quelle di natura finanziaria (locuzione “se del caso”). Tuttavia, la Direttiva 2014/95 potrebbe sancire il superamento del conflitto, individuato nella precedente *modernisation directive*, tra informativa obbligatoria (finanziaria di carattere prevalentemente storico) e informativa volontaria (non finanziaria di natura per lo più prospettica). Sembra che il potere discrezionale lasciato finora agli amministratori stia diminuendo visto che a partire dal 2017 saranno obbligati a fornire nella “dichiarazione di carattere non finanziario” determinate informazioni non solo riguardanti l’ambiente ed il personale, ma anche sulla lotta contro la corruzione e il rispetto dei diritti umani. Ancora una volta, però, bisogna far attenzione alle modalità di disclosure delle suddette informazioni. Ci vuole una vera e propria interpretazione attraverso gli occhi del management in merito al collegamento tra i risultati della gestione, gli obiettivi e le strategie implementate, in modo da fornire agli stakeholder una visione a 360 gradi della situazione aziendale in relazione sia alle aspettative precedentemente formulate, sia alle prevedibili evoluzioni. La comunicazione delle informazioni richieste dalla nuova direttiva non deve avvenire secondo criteri casuali, in quanto essa deve essere inserita all’interno di un quadro strategico integrato globale: il modello di business. Apparentemente, il modello di business e le informazioni non finanziarie potrebbero sembrare indipendenti ma in realtà non lo sono. La comunicazione del *business model* non è fine a se stessa. Non deve essere inserita in un’ottica isolata bensì in un’ottica integrata insieme a tutti quei componenti finanziari e non, che generano valore nell’impresa; in ogni caso ci riferiamo in particolare agli *intangibles* visto che rappresentano circa il 70% del valore aziendale. Il modello di business è uno strumento adeguato per rappresentare la *value creation story* attraverso la chiara indicazione delle “attività invisibili” che consentono alle aziende di sopravvivere nel lungo periodo. L’aspetto più critico della “dichiarazione di carattere non finanziario” è quello della *connectivity*: analizzando il D. Lgs. 254/2016 ci siamo accorti che non c’è un riferimento esplicito del legislatore riguardo all’identificazione e alla comunicazione delle interconnessioni tra il modello di gestione aziendale e le politiche adottate, i risultati

ottenuti, gli indicatori di risultato non finanziari e i rischi che ne conseguono. Ed è questa la grande sfida a cui andranno incontro più di cento società quotate italiane nella redazione della relazione sulla gestione 2017, anche sulla base delle evidenze empiriche nel Regno Unito sullo *Strategic Report*.

I ruoli si invertono: il legislatore nazionale, che finora aveva assunto un comportamento da *follower* passivo, ha dimostrato un ruolo più attivo nel recepimento della direttiva 2014/95/UE, in particolar modo per quanto riguarda le sanzioni previste dall'art. 8 del D. Lgs. 254/2016. Ora, si spera che siano gli amministratori a diventare *follower*. Sorge però un dubbio: I comportamenti divulgativi dei manager, a partire dalla relazione sulla gestione 2017, ricalcheranno il contenuto minimale (locuzione "almeno") della normativa oppure ci sorprenderanno con la voglia di superare i colleghi inglesi in tema di CSR?

BIBLIOGRAFIA

- Aboody D. , Kasznik R. , “CEO stock options awards and the timing of corporate voluntary disclosures”, *Journal of Accounting and Economics* 29 (2000), pp. 73-100;
- AICPA, *Improving business reporting. A customer focus*, American Institute of Certified Public Accountants, New York, 1994;
- Allegrini M. , *L’informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, Giuffrè, Milano, 2003;
- Amodeo D. , *Ragioneria generale delle imprese*, Giannini, Napoli, 1994;
- Aquino S. , “Indici di bilancio premonitori di crisi aziendali: aspetti teorici e verifiche empiriche”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 4-6 (2014), pp. 213-226;
- ASB, *Reporting Statement: Operating and Financial Review*, Accounting Standards Boards, 2006;
- ASB, *Rising to the challenge. A review of narrative reporting by UK listed companies*, Accounting Standards Board, 2009;
- Avi M. S. , *Il bilancio come strumento di informazione verso l’esterno*, Cedam, Padova, 1990;
- Avi M. S. , *Il bilancio d’esercizio*, Cafoscarina, Venezia, 2012;
- Avi M. S. , *Financial Analysis*, EIF-e.book, 2012;
- Avi M. S. , “Il bilancio: utilità e limiti”, in Biffis P. , Avi M. S. , Tagliavini G. , Zen F. , *Analisi del merito di credito*, EIF-e.book, Venezia, 2014;
- Avi M.S. , “La relazione sulla gestione: obbligatoria ma inutile oppure sostanziale "quarto elemento" del Bilancio?”, *il Fisco*, 07/2014;
- Bagnoli C. , “La relazione sulla gestione: un’analisi empirica”, *Rivista dei Dottori Commercialisti* 5 (2003), pp. 987-1020;
- Bagnoli C. , *La relazione sulla gestione tra normativa e prassi*, Giuffrè, Milano, 2003;
- Bagnoli C. , Vedovato M. , “Le Determinanti del Gap Informativo tra Imprese Quotate ed Analisti Finanziari: I Contenuti della Relazioni sulla Gestione”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* (2004), fascicolo 3/4;

- Banca D'Italia, Consob, Isvap, *Tavolo di coordinamento fra Banca d'Italia, Consob ed Isvap in materia di applicazione degli IAS/IFRS. Informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie sulla continuità aziendale, sui rischi finanziari, sulle verifiche per riduzione di valore delle attività e sulle incertezze nell'utilizzo di stime*, 6 febbraio 2009;
- Beattie V. , Smith S. J. , "Value creation and business models: Refocusing the intellectual capital debate", *The British Accounting Review* 45 (2013), pp. 243-254;
- Bellucci A. , "La continuità aziendale nella dottrina, nell'evoluzione normativa e nel processo di verifica dei suoi presupposti", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 1-4 (2016), pp. 107-122;
- Beretta S. , *No News, Bad News. Perché e come comunicare informazioni economico-finanziarie su base volontaria*, Egea, Milano, 2007;
- Beretta S. , Bozzolan S. , "Quantity vs Quality: the case of Forward Looking Disclosure", *Journal of Accounting* 3 (2008), pp. 333-375;
- Bertinetti G. , *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Egea, Milano, 1996;
- Bertini U. , *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1987;
- Bianchi L. , "Gli "allegati" al bilancio", in Bussoletti M. , *La nuova disciplina dei bilanci di società. Commento al decreto legislativo 9 aprile 1991 n. 127*, Giappichelli, Torino, 1993;
- Bini L. , Dainelli F. , Giunta F. , "Business Model disclosure in the Strategic Report: Entangling Intellectual Capital in value creation process", *Journal of Intellectual Capital* 17 (2016), no. 1, Emerald Group Publishing, pp. 83-102;
- Bini L. , Bellucci M. , Giunta F. , "Put your money where your mouth is: The difference between real commitment to sustainability and mere rhetoric", *Financial Reporting* 2 (2016), pp. 5-31;
- Bozzolan S. , Favotto F. , Ricceri F. , "Italian Annual Intellectual Capital Disclosure: An Empirical Analysis", *Journal of Intellectual Capital* 4 (2003), no. 4, pp. 543-558;
- Bozzolan S. , "Intellectual Capital Disclosure: A Comparison of Italy and the UK", *Journal of Human Resource Costing & Accounting* 10 (2006), no. 2, Emerald Group Publishing, pp. 92-113;

- Brennan N. , “Voluntary disclosure of profit forecast by target companies in takeover bids”, *Journal of Business Finance and Accounting* 26 (1999), no. 7, pp. 883-917;
- Bruni G. , “Le informazioni complementari al Bilancio. Quale *reporting revolution?*” *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 1-2 (2007), pp. 2-15;
- Bukh P. N. , “The relevance of intellectual capital disclosure: a paradox?”, *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 16 (2003), no. 1, pp. 49-56;
- Bushman R. , Piotroski J. , Smith A. , “What Determines Corporate Transparency?”, *Journal of Accounting Research* 42 (2004), no. 2, Wiley, pp. 207-252;
- CA, *CFO Beyond-GAAP Briefing. Forward-Looking Information*, Chartered Accountants of Canada, May 2008;
- Cane M. , *Nota Integrativa e Relazione sulla Gestione*, Cesi, Milano, 2008;
- Capalbo F. , “*Earnings management*, politiche di bilancio e falso in bilancio. Il difficile confine tra uso ed abuso della discrezionalità degli amministratori in sede di valutazione”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 5-8 (2016);
- Capaldo P. , *Reddito, capitale e bilancio d’esercizio*, Giuffrè, Milano, 1998;
- Capodaglio G. , “Documento del CNDCEC riguardante la relazione sulla gestione”, *Contabilità e Bilancio* 6 (2009), pp. 49-51;
- Caratozzolo M. , *Il bilancio d’esercizio*, Giuffrè, Milano, 2006;
- Castellani G. , *Direttiva 2014/95/UE sulla disclosure non finanziaria e sulla diversità nella composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo. Responsabilità sociale d’impresa: da compliance volontaria a compliance obbligatoria*. Dispensa n. 1 ad integrazione del libro di testo *Responsabilità Sociale d’Impresa. Ragioni, azioni e reporting*, Maggioli, 2015, a cura di Lorenzo Magrassi, LUMSA, ottobre 2016;
- Castellano G. , “La relazione degli amministratori al bilancio d’esercizio”, *Giurisprudenza Commerciale* 1 (1983), pp. 307-339;
- Cavazzoni C. , Santini F. , *La dinamica economica e finanziaria nell’informativa del bilancio d’esercizio*, Giappichelli, Torino, 2013;
- Celenza D. , Rossi F. , “The relationship between intellectual capital (IC) and stock market performance: Empirical evidence from Italy”, *Journal of Modern Accounting and Auditing* 8 (2012), no. 11, pp. 1729-1741;

- Chall J. S. , “Readability: an appraisal of research and application. Rapport technique”, *Bureau of Educational Research Monographs*, Ohio State University Press, 1958;
- Chen S. , Chen X. , Cheng Q. , “Do Family Firms Provide More or Less Voluntary Disclosure?”, *Journal of Accounting Research* 46 (2008), no. 3, Wiley, pp. 499-536;
- Chesbrough H. , Rosenbloom R. S. , “The role of business model in capturing value from innovation: evidence from Xerox Corporation’s technology spin-off companies”, *Industrial and Corporate Change* 11 (2002), no. 3, pp. 529-555;
- Cisi M. , *L’evoluzione del bilancio delle società non quotate. Codice civile o IFRS?* , Giuffrè, Milano, 2008;
- Clarkson P. , Richardson G. , “Evidence that management discussion and analysis (MD&A) is a part of a firm’s overall disclosure package”, *Contemporary Accounting Research* 16 (1999), no. 1, pp. 114-134;
- CNDCEC, *La Relazione sulla Gestione. Art. 2428 Codice Civile. La Relazione sulla Gestione dei bilanci d’esercizio alla luce delle novità introdotte dal d. lgs. 32/2007*, Roma, 14 gennaio 2009;
- CNDCEC, *La Relazione sulla Gestione. Art. 2428 Codice Civile. La Relazione sulla Gestione dei bilanci d’esercizio alla luce delle novità introdotte dal d. lgs. 32/2007. L’informativa sull’ambiente e sul personale*, Roma, 11 marzo 2009;
- CNDCEC, *Informativa di sostenibilità nella comunicazione obbligatoria d’impresa. Risultati dell’indagine sull’applicazione nei bilanci delle società quotate del documento del CNDCEC “La Relazione sulla Gestione dei bilanci d’esercizio alla luce delle novità introdotte dal d. lgs. 32/2007. L’informativa sull’ambiente e sul personale”*, Roma, Dicembre 2010;
- CNDCEC, *Direttiva 2014/95/UE sulla disclosure non finanziaria e sulle diversità nella composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo. Approccio operativo, prassi aziendale e ruolo dei professionisti*, Roma, 15 giugno 2016;
- CNDCCR, *Relazione sulla gestione delle imprese mercantili, industriali e di servizi, Commissione per i principi contabili, Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti e Ragionieri*, 2007;

- Colombo G. E. e Olivieri G. , “Bilancio d’esercizio e consolidato”, in *Trattato delle società per azioni*, UTET, 1994;
- Coluccia D. , *Le attività immateriali: disciplina contabile, disclosure e value relevance*, Giappichelli, Torino, 2017;
- Corsi C. , *Funzione del bilancio e Capital Maintenance nella dottrina tedesca del primo Novecento: alcuni spunti per una riflessione sugli orientamenti del Framework IASB*, 2007; <http://www.accademiaaidea.it/downloads/las/c10.pdf>
- Corvi E. , Fiocca R. , *Comunicazione e valore nelle relazioni d’impresa*, Egea, Milano, 1996;
- Dainelli F. , Bini L. , Giunta F. , “Signaling strategies in annual reports: Evidence from the disclosure of performance indicators”, *Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting* 29 (2013), pp. 267-277;
- Deloitte, *In the dark: What boards and executives don’t know about the health of their business*, 2004;
- Department of Trade and Industry, *Creating Value from your Intangible Assets*, 2001; http://www.exinfm.com/pdf/files/intangible_assets.pdf
- De Sarno M. , “La relazione sulla gestione. Ruolo informativo e contenuto della stessa”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* (2007), fascicolo 9/10, pp. 458-466;
- Di Fabio C. “Mandatory disclosure e crisi d’impresa: un’analisi esplorativa dell’informativa obbligatoria nella *blacklist* Consob”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 9-12 (2016), pp. 404-420;
- Di Lorenzo A. , “Vademecum operativo del CNDCEC sulla redazione della relazione sulla gestione”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 3 (2009), pp. 495-508;
- Diamond W. , Verrecchia R. , “Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital”, *The Journal of Finance* 46 (1991), no. 4, pp. 1325-1359;
- Durnev A. , Errunza V. , Molchanov A. , “Property Rights Protection, Corporate Transparency, and Growth”, *Journal of International Business Studies* 40 (2009), no. 9, Palgrave Macmillan Journals, pp. 1533-1562;
- Dye R. A. , “disclosure "bunching"”, *Journal of Accounting Research* 48 (2010), no. 3, Wiley, pp. 489-530;

- Elshandidy T. , Neri L. , “Corporate governance, risk disclosure practices, and market liquidity: Comparative evidence from the UK and Italy”, *Corporate Governance: An International Review* 23 (2015), no. 4, pp. 331-356;
- FASB, *Improving business reporting: insights into enhancing voluntary disclosures*, Financial Accounting Standards Board, 2001;
- FASB, *Conceptual Framework for Financial Reporting: Objectives of Financial Reporting and Qualitative Characteristics of Decision-Useful Financial Reporting Information*, no. 1260-001, Accounting Standards Board, 2006;
- FNC, *GRI Sustainability Reporting Guidelines e IIRC Integrated Reporting Framework, Spunti di riflessioni su due principali standard di sustainability reporting* (a cura di Magrassi L.), Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 30 Settembre 2015;
- FNC, *Disclosure di sostenibilità: Decreto legislativo n. 254/2016 sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e sulle diversità* (a cura di Baldi P. e Magrassi L.), Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 15 febbraio 2017;
- FNC, *Azioni concrete di responsabilità sociale d’impresa. Il coinvolgimento degli stakeholder*. (a cura di Castellani G.), Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 28 febbraio 2017;
- Formisano V. , Russo G. , Celenza D. , Lombardi R. , “L’informativa esterna delle imprese di servizi e le novità introdotte nell’art. 2428 del codice civile. Alcune evidenze empiriche”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 7-8 (2012), pp. 413-425;
- Fornaciari L. , “Le regole e i contenuti della relazione sulla gestione”, *Pratica Fiscale e Professionale* 7 (2010), pp. 43-48;
- Freeman R. E. , *Strategic Management. A stakeholder approach*, Pitman, Marshfield, 1984;
- Friedman M. , *Capitalism and Freedom*, Chicago University Press, 1962;
- Gasperini A. , Casadei A. , Amadei F. , Piconi C. , “La sostenibilità della comunicazione dei non financial key performance indicators”, *Quaderni AIAF* 146 (2010);
- Gasperini A. , Casadei A. , Amadei F. , Piconi C. , “La sostenibilità della comunicazione dei non financial key performance indicators”, *Rivista AIAF* 75 (2010), pp. 13-20;
- Gasperini A. , Casadei A. , Amadei F. , Krolak-Wyszynska K. , “Il valore degli intangibles per uscire dalla crisi sistemica”, *Rivista AIAF* 74 (2010), pp. 29-42;

- Gasperini A. , Doni F. , Romano M. , “Internal Integrated Thinking: l’esperienza del Gruppo Generali”, *Rivista AIAF 92 (2014)*, pp. 7-12;
- Gasperini A. , Doni F. , “Informazioni di carattere non finanziario: il decreto del governo”, *Rivista AIAF 100 (2016)*, pp. 45-60;
- Gavana G. , Guggiola G. , Marenzi A. , “Evolving Connections Between Tax and Financial Reporting in Italy”, *Accounting in Europe 10 (2013)*, no. 1, pp. 43-70;
- Gibbins M. , Richardson A. , Waterhouse J. , “The Management of Corporate Financial Disclosure: Opportunism, Ritualism, Policies, and Processes”, *Journal of Accounting Research 28 (1990)*, no. 1, Wiley, pp. 121-143;
- Ginesti G. , *La relazione degli amministratori nella comunicazione economico-finanziaria d'impresa: Profili teorici e prassi internazionale*, Giappichelli, 2014;
- Giunta F. , Pisani M. , *Il bilancio*, Apogeo, Milano, 2006;
- Gladwell M. , *The Tipping Point: How Little Things Can Make a Big Difference*, Back Bay Books, New York, 2001;
- Golia P. , “La relazione sulla gestione”, in Palma A. (a cura di) *Il bilancio di esercizio. Aspetti istituzionali e profili evolutivi nell’attuale assetto normativo italiano*, Giuffrè, Milano, 2008;
- Greco G. , “Gli indicatori di performance nella relazione sulla gestione”, *Amministrazione e Finanza 5 (2010)*, pp. 73-76;
- Greco G. , “The Management’s reaction to new mandatory risk disclosure: A longitudinal study on Italian listed companies”, *Corporate Communications: An International Journal 17 (2012)*, no. 2, Emerald Group Publishing, pp. 113-137;
- Guerrini A. , D’Onza G. , “Il risk reporting nell’informativa di bilancio. Un’indagine empirica in Italia, Stati Uniti, Regno Unito e Germania”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale 7-8 (2009)*, pp. 424-438;
- Guidara F. , *La comunicazione finanziaria: come dialogare e convincere il mercato*, Egea, Milano, 2011;
- Guo L. , Zhao Y. , “Voluntary Quality Disclosure and Market Interaction”, *Marketing Science 28 (2009)*, no. 3, Institute for Operations Research and the Management Sciences, pp. 488-501;

- Healy P. , Palepu K. , “The effect of firms financial disclosure strategies on stock prices”, *Accounting Horizons* 7 (1993), no. 1, pp. 1-11;
- Healy P. , Hutton A. , Palepu K. , “Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure”, *Contemporary Accounting Research* 16 (1999), pp. 485-520;
- Healy P. , Palepu K. , “Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical literature”, *Journal of Accounting & Economics* 31 (2001), pp. 405-440;
- Hope K. , “Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards, and Analysts' Forecast Accuracy: An International Study”, *Journal of Accounting Research* 2 (2003), no. 41, Wiley, pp. 235-272;
- IASB, *IFRS Practice Statement. Management Commentary. A framework for presentation*, 2010;
- IIRC. *Towards Integrated Reporting. Communicating Value in the 21 st Century*, International Integrated Reporting Committee, 2011;
- IRDCEC, *Documento n. 1. La relazione sulla gestione. Alcune considerazioni*, Istituto di Ricerca dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, ottobre 2008;
- IRDCEC, *Documento n. 22. L'iscrizione degli indicatori nella relazione sulla gestione. La posizione finanziaria netta*, Istituto di Ricerca dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, ottobre 2013;
- IRDCEC, *Documento n. 28. Informazioni di sostenibilità nella comunicazione obbligatoria d'impresa. Obblighi, criticità e prospettive della proposta di direttiva di riforma europea del settore*, Istituto di Ricerca dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, dicembre 2013;
- Jansen J. , “Strategic Information Disclosure and Competition for an Imperfectly Protected Innovation”, *The Journal of Industrial Economics* 58 (2010), no. 2, Wiley, pp. 349-372;
- La Bella S. , *Il ruolo del capitale intellettuale nella creazione e nella comunicazione del valore dell'impresa. Un'indagine empirica sulla disclosure nel capitale intellettuale*, Gangemi, Roma, 2010;
- Lang M. , Lundholm R. , “Voluntary disclosure and equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock?”, *Contemporary Accounting Research* 17 (2000), pp. 623-662;

- Lev B. , “Information disclosure strategy”, *California Management Review* 34 (1992), no. 4, pp. 9-32;
- Lev B. , Zarowin P. , “The boundaries of financial reporting and how to extend them”, *Journal of Accounting Research* 37 (1999), pp. 353-386;
- Li S. , “Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital?”, *The Accounting Review* 85 (2010), no. 2, American Accounting Association, pp. 607-636;
- Liberatore G. , Dasmi T. , Mazzi F. , “Determinanti della readability dei bilanci delle società quotate italiane”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 1-4 (2016), pp. 56-70;
- Lugano R. , Cappellini P. , *Le relazioni al bilancio: nota integrativa, relazione sulla gestione, relazioni dei sindaci*, Pirola, 1994;
- Macchioni R. , Sannino G. , Ginesti G. , Drago C. , “Firms’ disclosure compliance with IASB’s Management Commentary framework: an empirical investigation”, *Rivista Italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale* (July-Sept 2013), pp. 694-715;
- Maffei M. , *La disclosure sui rischi. Con particolare riferimento alle banche*, Giappichelli, Torino, 2017;
- Mantovani G. M. , “Competence value emersion: A key to sound practices in entrepreneurial finance. From “Q” to “T” ratios in the north-eastern italian experience”, *International Journal of Entrepreneurship and Small Business (IJESB)* 24 (2015), no. 3;
- Matranga G. , Mischi F. , Polignano L. , Vittori F. , De Stefano A. , “I rischi e le incertezze nella relazione sulla gestione; l’applicazione nei bilanci 2008”, *Rivista dei Dottori Commercialisti* 60 (2009), no. 4, pp. 769-782;
- Magretta J. , “Why business models matter”, *Harvard Business Review*, May 2002, pp. 3-8;
- Magretta J. , *Understanding Michael Porter: The essential guide to competition and strategy*, Harvard Business Review Press, 2012;
- Mainardi A. , *La nota integrativa e la relazione sulla gestione. Guida pratica alla redazione*, Il Sole 24 Ore libri, 1994;
- Mechelli A. , Cimini R. , Mazzocchetti F. , “The usefulness of the business model disclosure for investors’ judgements in financial entities. A european study”, *Spanish Accounting Review* 20 (2017), no. 1, pp. 1-12;

- Meek G. , Roberts C. , Gray S. , “Factors Influencing Voluntary Annual Disclosures by U.S. , U.K., and Continental European Multinational Corporations”, *Journal of International Business Studies* 26 (1995), no. 3, pp. 557-57;
- Menicucci E. , *La relazione sulla gestione nel reporting delle imprese: un percorso di lettura e di indagine ispirato dai Principi IAS/IFRS*, Franco Angeli, Milano, 2012;
- Mercer M. , “The Fleeting Effects of Disclosure Forthcomingness on Management's Reporting Credibility”, *The Accounting Review* 80 (2005), no. 2, American Accounting Association, pp. 723-744;
- Mio C. “Bilancio di esercizio e sostenibilità: quale intersezione dopo l'introduzione della *Modernization Directive* in Europa”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 11-12 (2009), pp. 654-670;
- Mouritsen J. , Bukh P. N. , Marr B. , “Reporting on Intellectual Capital: Why, What and How?”, *Measuring Business Excellence* 8 (2004), no. 1, Emerald Group Publishing, pp. 46-54;
- Nielsen C. , “Conceptualizing, analyzing and communicating the business model”, Working Paper No. 2, Department of Business Studies, Aalborg University, 2010;
- Nielsen C. , Bukh P. N. , “Communicating strategy: using the business model as a platform for investor relations work”, The Business Model Community Working Paper Series, October 2013;
- Noe C. “Voluntary disclosures and insider transactions”, *Journal of Accounting and Economics* 27 (1999), pp. 305-327;
- Onida P. , *Economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1965;
- Osterwalder A. , Pigneur Yves, *Business Model Generation. A Handbook for Visionaries, Game Changers, and Challengers*, Wiley, 2010;
- Petrolati P. , “L'adeguamento della normativa italiana alle direttive contabili comunitarie: la relazione sulla gestione”, Quaderno Monografico, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 9-10 (2007);
- Pisano S. , *La relazione sulla gestione nella comunicazione economico-finanziaria. Teoria, prassi ed evidenze empiriche*, Aracne, Roma, 2010;

- Pisano S. , “Efficacia della comunicazione economica-finanziaria nella relazione sulla gestione: Un’analisi empirica delle società quotate italiane”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 7-8 (2011), pp. 418-428;
- Potito L. , “I limiti del bilancio ordinario d’esercizio”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* 11-12 (2002), pp. 506-511;
- Prencipe A. , “Proprietary costs and determinants of voluntary segment disclosure: evidence from italian listed companies”, *European Accounting Review* 13 (2004), no. 2, pp. 319-340;
- PWC, *Guide to forward-looking information. Don’t fear the future: communicating with confidence*, PWC Corporate Reporting, 2007;
- Quagli A. , *Comunicare il futuro. L’informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, Franco Angeli, Milano, 2005;
- Quagli A. , Teodori C. , *L’informativa volontaria per settori di attività*, Franco Angeli, Milano, 2005;
- SEC, *Interpretation: Commission Guidance Regarding Management’s Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*, Release Nos. 33-8350; 34-48960; FR-72, 2003;
- Skinner D. J. , “Why firms voluntarily disclose bad news”, *Journal of Accounting Research* 32 (1994), pp. 38-61;
- Simonetto E. , “Osservazioni sulla legge 216/74 nella parte riguardante il bilancio d’esercizio, il conto profitti e perdite, e la relazione degli amministratori”, *Rivista delle Società*, 1975;
- Stocken P. , Verrecchia R. , “Financial Reporting System Choice and Disclosure Management”, *The Accounting Review* 79 (2004), no. 4, American Accounting Association, pp. 1181-1203;
- Talone M. , “IFRS 9 e nuovo paradigma del rapporto banca-impresa: un modello di riferimento”, *Amministrazione e Finanza* 3 (2017), pp. 58-67;
- Torchia M. , Calabrò A. , “Board of directors and financial transparency and disclosure. Evidence from Italy”, *Corporate Governance International Journal of Business in Society* 16 (2016), no. 3, Emerald Group Publishing, pp. 593-608;

- Veneziani M. , Carini C. , Bendotti G. , Teodori C. , “What do managers communicate in the financial reporting to the stakeholders? A comparison between Italy and the UK from 2003 to 2008”, EAA – Rome – April 2011;
- Venturelli A. , “L’Informativa Obbligatoria e la Sostenibilità. Evidenze Empiriche dall’Esperienza Italiana”, *Rivista Dei Dottori Commercialisti 1 (2012)*, pp. 63-88;
- Verna G. , “Novità in tema di bilanci e delle relazioni che lo corredano”, *Le Società 3 (2007)*;
- Viganò E. , “L’informazione esterna d’impresa”, *Rivista dei Dottori Commercialisti (sept-oct 1973)*;
- Wiesel T. , Skiera B. , Villanueva J. , “Customer Equity: An Integral Part of Financial Reporting”, *Journal of Marketing 72 (2008)*, no. 2, pp. 1-14;
- Zappa G. , *Le produzioni nell’economia delle imprese*, vol. 1-2, Giuffrè, Milano, 1957;

SITOGRAFIA

- <http://www.testolegge.com/codice-civile/articolo-2429>, Data di Consultazione 03/04/2017;
- <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/guidaAlDiritto/codici/codiceCivile/articolo/2928/art-2428-relazione-sulla-gestione.html>, Data di Consultazione 03/04/2017;
- <http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Conceptual-Framework/DPJul06/Comment-Letters/Documents/CL9.pdf>, Data di Consultazione 04/04/2017;
- <https://www.iasplus.com/en-gb/standards/ias/ias1>, Data di Consultazione 06/04/2017;
- http://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/downloads/2016/12/2005-05-30_Principio-11_finalit%C3%A0-e-postulati.pdf, Data di Consultazione 06/04/2017;
- <http://www.carsitaly.net/default.htm> , Data di Consultazione 10/04/2017;

- <http://www.ifrs.org/IFRSs/Documents/IFRS8en.pdf> , Data di Consultazione 11/04/2017;
- <https://orbis.bvdinfo.com/version-201744/Login.serv?Code=InvalidIpAddress&LoginParamsCleared=True&LoginResult=nc&product=orbisneo&RequestPath=Home.serv%3fproduct%3dorbisneo>, Data di Consultazione 13/04/2017;
- http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias1_en.pdf , Data di Consultazione 16/04/2017;
- <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2015/09/04/15G00153/sg> , Data di Consultazione 16/04/2017;
- <http://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/downloads/2014/09/2014-08-05-OIC-12-Composizione-e-schemi-del-bilancio-desercizio2.pdf> , Data di Consultazione 16/04/2017;
- <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/guidaAlDiritto/codici/codiceCivile/articolo/2919/art-2423-bis-principi-di-redazione-del-bilancio.html> , Data di Consultazione 20/04/2017;
- <https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs7> , Data di Consultazione 23/04/2017;
- http://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/downloads/2010/11/2006-03_OIC-3.pdf , Data di Consultazione 23/04/2017;
- <http://www.studiobertoluzzi.it/speciale/gli-indicatori-da-inserire-nella-relazione-sulla-gestione/> , Data di Consultazione 24/04/2017;
- <http://www.ifrs.org/Meetings/MeetingDocs/IASB/2013/October/AP20-%20IAS%201%20Presentation%20of%20Financial%20Statements.pdf> , Data di Consultazione 26/04/2017;
- <https://www.iasplus.com/en/meeting-notes/ifrs-ic/2009/ifric-may-2009/ias-7-determination-of-cash-equivalents> , Data di Consultazione 27/04/2017;

- <http://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/downloads/2016/12/2011-07-OIC-6-Ristrutturazione-del-debito-e-informativa-di-bilancio.pdf> , Data di Consultazione 27/04/2017;
- <https://www.inc.com/justin-bariso/elon-musk-takes-customer-complaint-on-twitter-from-idea-to-execution-in-6-days.html> , Data di Consultazione 27/04/2017;
- <http://www.ilsole24ore.com/art/norme-e-tributi/2016-12-19/rs-sconto-e-sempre-50per cento-213028.shtml?uuid=ADrjEpGC> , Data di Consultazione 01/05/2017;
- http://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/downloads/2010/11/2005-05-30_Principio-24_Imm-immateriali.pdf , Data di Consultazione 01/05/2017;
- <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/guidaAlDiritto/codici/codiceCivile/articolo/3048/art-2497-bis-pubblicita.html> , Data di Consultazione 01/05/2017;
- <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/guidaAlDiritto/codici/codiceCivile/articolo/2803/art-2357-acquisto-delle-proprie-azioni-.html> , Data di Consultazione 02/05/2017;
- <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/guidaAlDiritto/codici/codiceCivile/articolo/2610/art-2197-sedi-secondarie.html> , Data di Consultazione 02/05/2017;
- <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/guidaAlDiritto/codici/codiceCivile/articolo/2818/art-2364-assemblea-ordinaria-nelle-societa-privi-di-consiglio-di-sorveglianza.html> , Data di Consultazione 03/05/2017;
- <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/guidaAlDiritto/codici/codiceCivile/articolo/2855/art-2391-bis-operazioni-con-parti-correlate.html> , Data di Consultazione 03/05/2017;
- http://www.huffingtonpost.it/2017/05/08/il-silenzi o-degli-insolventi-linchiesta-di-report-sulle-banche_a_22074882/ , Data di Consultazione 11/05/2017;
- <http://www.irtop.com/ufficio-stampa/eventi/item/il-giusto-equilibrio-tra-riservatezza-e-trasparenza-13.html> , Data di Consultazione 11/05/2017;

- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32014L0095> , Data di Consultazione 15/05/2017;
- <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias38> , Data di Consultazione 17/05/2017;
- <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf> , Data di Consultazione 18/05/2017;
- <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Accounting-and-Reporting-Policy/Guidance-on-the-Strategic-Report.pdf> , Data di Consultazione 18/05/2017;
- <http://www.camera.it/parlam/leggi/deleghe/10039dl.htm> , Data di Consultazione 22/05/2017;
- <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2017/01/10/17G00002/sg> , Data di consultazione 22/05/2017;
- http://www.osservatoriosocialis.it/2017/01/27/studio_nfs/#! , Data di Consultazione 23/05/2017;
- https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2016/Relazione-finanziaria-annuale-2016.pdf , Data di Consultazione 24/05/2017;