



Università
Ca' Foscari
Venezia

**Dipartimento
di Management**

Note di Ricerca

C. Bagnoli e G. Redigolo

**Il livello di disclosure volontaria
del modello di business
all'interno del prospetto
informativo di quotazione**



Nota di Ricerca n. 2/2011
Giugno 2011

ISSN: 2239-415X

Questa Nota di Ricerca è pubblicata a cura del Dipartimento di Management dell'Università Ca' Foscari Venezia. Il lavoro rappresenta esclusivamente le opinioni degli autori e non impegna la responsabilità del Dipartimento o dell'Università. Le Note di Ricerca intendono promuovere la circolazione di ricerca per favorire discussioni e commenti. Si invita a tener conto della loro natura provvisoria per eventuali citazioni o ogni altro uso.

Il livello di *disclosure* volontaria del modello di *business* all'interno del prospetto informativo di quotazione

Carlo Bagnoli

Dip. di Management
Università di Venezia

Giulia Redigolo

Dip. di Management
Università di Venezia

Abstract: This paper aims to identify the level of business model voluntary disclosure adopted by three manufacturing companies within Initial Public Offering (IPO) prospectus in order to investigate whether any differences in the level of disclosure may depend on differences among their business models (due, primarily, to the type of innovation used). A series of interviews conducted with the top management allowed to deeply understand the business model of each company. Furthermore, two different content analysis (qualitative and quali-quantitative) has been developed to point out the strategic themes contained in the IPO prospectus and their relevance. Focusing the analysis on business model concepts makes it possible to recognize a set of themes common to the companies and others that are exclusives to each company. The exclusives features have been used to determine the business model disclosure level adopted by each selected company in its IPO prospectus. Finally, the study shows how companies with a business model based on design-driven and technology-push innovation have a lower propensity to disclose their distinctive resources.

Estratto: Il presente studio ha l'obiettivo di riconoscere il livello di *disclosure* volontaria del modello di *business* adottato da tre imprese manifatturiere nella redazione del prospetto informativo (PI) di quotazione per investigare se e in che modo eventuali differenze nel livello di *disclosure* possano dipendere da differenze tra i loro modelli di *business* (riconducibili, *in primis*, alla tipologia d'innovazione adottata). Si sono condotte alcune interviste con il *top management* delle imprese al fine di comprendere in profondità i meccanismi di generazione del valore di ciascuna. Inoltre, lo sviluppo di due metodologie di *content analysis* (qualitativa e quali-quantitativa) sulle sezioni narrative dei PI ha consentito di identificare i temi strategici trattati e la loro importanza relativa evidenziando come solo alcuni siano "comuni" a tutte le imprese considerate. L'analisi dei temi strategici "esclusivi" ha quindi permesso di riconoscere il livello di *disclosure* volontaria del modello di *business* nei PI e ha rivelato come le imprese caratterizzate da un modello di *business* fondato sull'innovazione *design-driven* e *technology-push* presentino una minore propensione alla *disclosure* delle proprie risorse distintive.

Parole Chiave: *disclosure*, modello di *business*, prospetto informativo, innovazione

JEL codes: G18, M41, M48, L1, L61, L63

Corrispondenza:

Carlo Bagnoli
Dipartimento di Management
Università Cà Foscari, Venezia
San Giobbe, Cannaregio 873
30121 Venezia, Italia
Telefono: +39 041 2348772
Fax: +39 041 2348701
e-mail: bagnoli@unive.it

1. Introduzione

Il presente studio ha l'obiettivo di riconoscere e quindi comparare il livello di *disclosure* volontaria del modello di *business* adottato da tre imprese manifatturiere nella redazione del prospetto informativo di quotazione (PI). Questo per investigare se e in che modo eventuali differenze nel livello di *disclosure* possano dipendere dalle sicure differenze tra i loro modelli di *business* riconducibili *in primis* alla tipologia d'innovazione adottata.

Il focus sul modello di *business* dipende dal fatto che la *disclosure* volontaria dello stesso può generare costi proprietari derivanti dal comunicare informazioni strategicamente "sensibili" ma che, d'altro canto, è ormai indispensabile per permettere agli investitori di cogliere le durevoli fonti di vantaggio competitivo delle imprese così da limitarne i problemi di selezione avversa. Infatti, vi è una serie di fenomeni (globalizzazione dei mercati, rapidità e complessità dello sviluppo tecnologico, ecc.) che spingono le imprese a innovare continuamente i propri modelli di *business*. Questo rende i modelli sempre più differenziati e mutevoli e quindi difficili da cogliere con i rigidi schemi numerici imposti dall'informativa societaria obbligatoria esaltando perciò l'importanza delle sue sezioni narrative.

Il focus sul PI (e in particolare sulle sue sezioni narrative) dipende invece dal fatto che il *trade off* tra i costi proprietari che possono sorgere dal comunicare informazioni strategicamente "sensibili" al sistema competitivo e i benefici associati alla loro comunicazione al sistema finanziario per evitare problemi di selezione avversa è massimo nel momento in cui un'impresa decide di quotarsi. Infatti, l'assenza di un *track record* di *performance* passate certificate dal mercato azionario induce l'impresa quotanda a spiegare il proprio modello di *business* il più efficacemente possibile per convincere gli operatori finanziari a investire sul nuovo titolo. Tuttavia, la scelta di quotarsi attira anche l'attenzione dei concorrenti che spesso realizzano per la prima volta l'esistenza dell'impresa e iniziano così a interessarsi alle sue strategie. Inoltre, il PI è strumentale alla raccolta di finanziamenti e il suo contenuto è così più esposto a possibili contestazioni legali rispetto a quello dell'*annual report* che è invece un mero rendiconto.

Per investigare se e in che modo differenze nel livello di *disclosure* volontaria del modello di *business* possano dipendere da differenze nei modelli di *business* delle imprese quotate, si sono sviluppate due metodologie di *content analysis* (qualitativa e quali-quantitativa) sui PI di Eurotech, Nice e Zignago Vetro. La scelta di tali imprese è dipesa *in primis* dalla possibilità di condurre interviste in profondità con il *top management* per comprendere i meccanismi di generazione del valore di ciascuna nonché il loro orientamento in tema di strategie di *disclosure* adottate a livello di PI. È dipesa, inoltre, dalle forti diversità nei loro modelli di *business* e dal successo delle loro strategie di *disclosure* volontaria stante l'apprezzamento dimostrato dal mercato finanziario nei confronti dei titoli collocati.

Nel successivo paragrafo si revisionano gli studi condotti in tema di strategie di *disclosure* volontaria con particolare riferimento al modello di *business*, formulando puntualmente le proposizioni di ricerca. Nel terzo si giustificano le imprese e i documenti analizzati e le metodologie di analisi. Nel quarto si discutono i risultati emersi dalle analisi. Nel quinto e ultimo paragrafo si tracciano alcune riflessioni conclusive identificando i limiti e le possibili evoluzioni della ricerca condotta.

2. Revisione della letteratura e domanda di ricerca

Le prime ricerche analitiche in tema di strategie di *disclosure* volontaria hanno sostenuto che per evitare problemi di selezione avversa (Akerlof, 1970), i manager delle imprese quotate dovrebbero volontariamente comunicare al mercato finanziario tutte le informazioni rilevanti in loro possesso per ridurre l'asimmetria informativa (Grossman e Hart, 1980; Grossman, 1981; Milgrom, 1981) e quindi il costo del capitale di rischio.

Dato però che tale previsione non era descrittiva della realtà, le ricerche seguenti si sono focalizzate sui vincoli alla piena *disclosure*. Alcune ricerche analitiche hanno teorizzato l'esistenza di costi alla piena *disclosure*, ossia di costi proprietari derivanti dal comunicare informazioni che possono, *in primis*, danneggiare la posizione competitiva dell'impresa (Verrecchia, 1983; Darrough e Stoughton, 1990, Wagenhofer, 1990; Feltham e Xie,

1992; Newman e Sansing, 1993; Darrough, 1993; Gigler, 1994; Hayes e Lundholm, 1996). Queste ricerche hanno concluso che a un'impresa quotata può convenire non comunicare le informazioni strategicamente "sensibili" sebbene ciò permetterebbe di ridurre l'asimmetria informativa e quindi il costo del capitale di rischio (per una analisi estensiva della letteratura si veda: Verrecchia, 2001 e Dye, 2001)¹.

Questo trade-off tra l'opportunità di comunicare agli investitori le durevoli fonti di vantaggio competitivo dell'impresa attraverso una piena *disclosure* e la minaccia che ciò possa permettere ai concorrenti di intaccare tali fonti è nel tempo diventato ancora più critico a causa dei seguenti fenomeni:

- la *globalizzazione dei mercati* che sposta la competizione a livello internazionale;
- la *rapidità e complessità dello sviluppo tecnologico* che comporta l'accorciamento del ciclo di vita dei prodotti;
- lo *sviluppo delle ICT* che induce la riconfigurazione della catena del valore oltre che dei prodotti/servizi;
- le *modifiche nel comportamento dei consumatori* che valorizzano sempre più i contenuti immateriali dei prodotti (estetica, creatività, ecc.) e il loro livello di sostenibilità.

Questi fenomeni contribuiscono infatti ad aumentare le soglie di investimento necessarie per competere rendendo le imprese più dipendenti dal mercato finanziario (Beretta, 2006). Contribuiscono, soprattutto, ad aumentare l'importanza delle risorse intangibili all'interno dei modelli di *business* rendendoli sempre più complessi in termini sia di variabilità che di varietà (Sweet, 2001; Boulton, Libert e Samek 1997).

Ciò rende i modelli stessi difficili da cogliere attraverso i rigidi schemi numerici imposti dall'informativa societaria obbligatoria (Francis e Shipper,

¹ Altre ricerche hanno investigato gli effetti delle (possibili) azioni legali degli investitori, ammettendo perciò l'esistenza di costi di litigiosità per la non *disclosure* delle cattive notizie, ma anche di quelle buone che dimostrino poi di essere state troppo ottimistiche (Trueman, 1997; Hughes, Sankar, 1997). L'esistenza di tali costi può incoraggiare ad aumentare la *disclosure* volontaria, ma anche a ridurla se i manager ritengono che le norme giuridiche in vigore non permettano di distinguere le previsioni sbagliate in buona fede dagli errori deliberati.

1999; Lev e Zarowin, 1999; Breton e Taffler, 2001) esaltando l'importanza delle sue sezioni narrative: "Un modello di *business* è innanzitutto una storia; una storia che illustra come funziona il meccanismo di generazione del valore messo in atto dall'impresa" (Agliati, 2006: 29).

Partendo da tali premesse, fin dai primi anni '90 associazioni professionali di matrice amministrativo-contabile e organi di regolamentazione dei mercati finanziari hanno avanzato proposte per migliorare la capacità delle sezioni narrative dell'*annual report* a comunicare i fondamentali meccanismi di generazione del valore economico.

In particolare, L'AICPA (American Institute of Certified Public Accountants) ha prodotto nel 1994 il *Jenkins Committee report* che identifica le informazioni che le imprese dovrebbero volontariamente pubblicare per favorire l'efficace funzionamento del mercato finanziario. Queste sono state suddivise in cinque macro-categorie: (1) *financial and non financial data*; (2) *management's analysis of financial and non financial data*; (3) *forward looking information*; (4) *information about managers and stakeholders*; (5) *background about the company*. Il *Jenkins Committee report* ha stimolato anche il FASB (Financial Accounting Standards Board) a riconoscere nel 2001 la prassi in tema di *disclosure* di 62 imprese leader appartenenti a 8 settori diversi aggiungendo alle macro-categorie informative sopra riconosciute quella delle: (6) *Information about intangible assets*. Sempre nel 2001 il CICA (Canadian Institute of Chartered Accountants) ha identificato le informazioni che le imprese dovrebbero volontariamente comunicare facendo specifico riferimento alla sezione del *Management Discussion & Analysis* dell'*annual report*. Nel 2005 lo IASB ha poi pubblicato un *discussion paper* inerente i contenuti di quello che ha rinominato il *Management Commentary* (MC) e nel 2009 un *exposure draft*. Per l'ultimo, il MC dovrebbe informare su: (a) *the nature of the business*; (b) *objectives & strategies*; (c) *key resources, risks & relationships*; (d) *results and prospects*; (e) *performance measures and indicators*. Sempre nel 2009 lo UK *Financial Reporting Council* ha raccomandato la descrizione degli elementi fondamentali alla base della creazione di valore e della sua

conservazione nel lungo termine all'interno dell'*annual report*. Infine, nel 2010 lo IASB ha riconosciuto attraverso l'IFRS 09 il ruolo del modello di *business* quale fattore determinante per la corretta classificazione e successiva misurazione degli *asset* patrimoniali.

Il *trade off* tra i costi proprietari che possono sorgere dal comunicare informazioni strategicamente “sensibili” al sistema competitivo e i benefici associati alla loro diffusione al sistema finanziario per evitare problemi di selezione avversa è ancora più critico in fase di quotazione. L'accesso per la prima volta al mercato azionario, e quindi l'assenza di un *track record* di *performance* passate certificate, rende infatti ancora più importante per l'impresa quotanda offrire risposte convincenti ai seguenti quesiti di fondo: in che modo l'impresa produce profitti e crea valore per gli *stakeholder*? che cosa la rende un investimento valido nel tempo? (Beretta, 2006). Coerentemente, il PI appare più efficace dell'*annual report* nel trasmettere informazioni utili per la valutazione di un'impresa (Mak, 1994; Mavrinac e Blitz, 1998). Questo soprattutto approfondendo il ruolo delle risorse intangibili come fonti di creazione di valore (Bukh et al., 2002).

L'accesso per la prima volta al mercato azionario attira però anche l'attenzione dei concorrenti rendendoli spesso consapevoli solo in quel momento dell'esistenza dell'impresa e da loro la possibilità di sfruttare le maggiori informazioni contenute nel PI per indebolirne la posizione competitiva. Inoltre, il PI è strumentale alla raccolta di finanziamenti e il suo contenuto è così più esposto a possibili contestazioni legali rispetto a quello dell'*annual report* che è invece un mero rendiconto.

A prescindere dalle motivazioni citate, le imprese sono indotte a una maggiore *disclosure* durante la fase di quotazione dovendosi conformare, con particolare riferimento all'Italia, ai requisiti imposti dal decreto legislativo no. 58/1998 in materia di intermediazione finanziaria e del regolamento europeo 809/2004CE. Tali requisiti, seppure più stringenti rispetto a quelli previsti per l'*annual report*, permettono comunque una notevole discrezionalità nelle modalità di redazione del PI (Papa, 2007). Questo viene così a rappresentare un contesto particolarmente significativo

per riconoscere i costi e benefici associati alle strategie di *disclosure* volontaria con particolare riferimento al modello di *business* (Beattie, 1999). Molte ricerche hanno riconosciuto il livello di *disclosure* volontaria adottato nell'*annual report* dalle imprese quotate e le sue determinanti tra cui le principali:

- il *settore di appartenenza* solitamente distinto in Manifatturiero, Commerciale/Servizi e Holding (Cooke, 1991; Raffournier, 1995). Questo a causa della presenza di diversi *benchmark* comunicativi ma anche e soprattutto per ragioni connesse alla natura del contesto competitivo con particolare riferimento al numero, alle dimensioni e alle strategie adottate dai competitori (Darrough e Stoughton, 1990; Healy e Palepu, 2001);

- la *dimensione aziendale* solitamente misurata in termini di Numero di dipendenti, Fatturato netto, Capitale investito e Capitalizzazione di mercato (Cooke, 1991; Hossain et al., 1995; Meek et al., 1995). Le imprese più grandi sono più sensibili al problema della selezione avversa e subiscono costi proprietari minori dato che sanno difendersi meglio da eventuali attacchi portati alla loro posizione competitiva (Raffournier, 1995).

- la *redditività* solitamente misurata in termini di ROE e ROI (Raffournier, 1995; Inchausti, 1997). Le imprese più redditizie sono più sensibili al problema della selezione avversa (Lang e Lundholm, 1993). D'altro canto, rischiano di attirare maggiormente l'attenzione dei concorrenti ma anche degli altri *stakeholder* (clienti, fornitori e dipendenti) che possono ritenere che tale redditività sia stata realizzata a scapito loro e incorrere perciò in maggiori costi da negoziazione.

Oltre a queste anche l'*età* (Jaggi, 1997), la *base azionaria* (Malone et al., 1993), il *livello di internazionalizzazione* (Raffournier, 1995; Depoers, 2000; Cahan et al., 2005), la *tipologia di management* (Singhvi, 1968; Hossain et al. 1994; Chen, Jaggi, 2000; Mak, 2003), il *paese di provenienza* (Meek et al. 1995) sono state, seppure meno frequentemente, riconosciute in letteratura come determinanti il livello di *disclosure* volontaria.

Molte meno ricerche hanno affrontato il tema prendendo a riferimento il PI (Bukh et al., 2005, Ström 2005; Papa, 2007). Poche si sono concentrate sul

riconoscimento del livello di *disclosure* volontaria del modello di *business* adottate nell'*annual report* soprattutto con riferimento alle imprese quotate italiane (Bagnoli, 2005; Bagnoli e Mantovani, 2009). Nessuna ha infine riconosciuto il livello di *disclosure* volontaria del modello di *business* adottato dalle imprese italiane all'interno del PI.

La scarsità di ricerche in merito al livello di *disclosure* volontaria del modello di *business* dipende sicuramente anche dalla difficoltà di definire operativamente tale concetto (Linder e Cantrell, 2000; Teece, 2009) vista la sua solo recente affermazione nella letteratura strategica (Stähler, 2001). Alcuni autori si limitano a definire astrattamente il modello di *business* come il modo in cui un'attività economica riesce a creare profitto nel lungo termine (Timmers 1998; Galper 2001; Gebauer, Ginsburg 2003). Altri si spingono invece a individuare e metterne poi in relazione le componenti fondamentali (Allegato 1) che sono generalmente riconducibili a:

- *Missione e Visione strategica;*
- *Struttura Interna ed Esterna;*
- *Politiche Strategiche Interne ed Esterne;*
- *Attività.*

Per superare tale difficoltà l'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*) ha costituito nel 2011 un *Business Model Advisory Panel*.

Una componente trasversale a quelle citate e che caratterizza profondamente un modello di *business* è la tipologia d'innovazione adottata che può essere ricondotta alle seguenti tre classi (Dosi, 1982; Verganti, 2008):

- *Innovazione market pull:* ossia miglioramento incrementale delle prestazioni dei prodotti (beni e servizi) attuali per soddisfare esigenze manifeste nei clienti (consolidamento dei mercati esistenti con tassi di crescita potenzialmente stabili a livello sia complessivo che di singola impresa e quindi minima incertezza nelle previsioni di sviluppo).
- *Innovazione design driven:* ossia attribuzione di nuovi significati ai prodotti (beni e servizi) attuali per soddisfare esigenze latenti nei clienti (riconfigurazione dei mercati esistenti con tassi di crescita stabili a livello

complessivo ma potenzialmente elevati a livello di singola impresa e quindi media incertezza nelle previsioni di sviluppo).

- *Innovazione technology push*: ossia miglioramento radicale delle prestazioni dei prodotti (beni e servizi) attuali o creazione di nuove funzioni generando esigenze prima inesistenti nei clienti (creazione di mercati nuovi con tassi di crescita potenzialmente elevati a livello sia complessivo che di singola impresa e quindi massima incertezza nelle previsioni di sviluppo):
“*Developing a strategy in a newly emerging industry or in a business undergoing revolutionary technological changes is a daunting proposition. In such cases, manager faces a high level of uncertainty about the needs of customers, the products and services that will prove to be the most desired, and the best configuration of activities and technologies to deliver them.*”
(Porter, 1996: 78).

La descrizione di un modello di *business* basato sull’innovazione *technology push* rappresenta quindi un’informazione strategicamente più sensibile rispetto a quella di un modello di *business* basato sull’innovazione *market pull*. Il presente lavoro ipotizza così che la diversa tipologia di innovazione alla base di un modello di *business* comporti diversi livelli di *disclosure* dell’ultimo all’interno del PI. Tale ipotesi è stata articolata attraverso l’elaborazione di tre proposizioni teoriche:

“Come si risolve il *trade off* all’interno del PI tra i costi proprietari che possono sorgere dal comunicare informazioni strategicamente “sensibili” al sistema competitivo e i benefici associati alla loro comunicazione al sistema finanziario per evitare problemi di selezione avversa? A favore di:

P1: una maggiore riservatezza se l’impresa quotanda è caratterizzata da un modello di *business* fondato sull’innovazione *technology push*;

P2: un equilibrio se l’impresa quotanda è caratterizzata da un modello di *business* fondato sull’innovazione *design driven*;

P3: una maggiore trasparenza se l’impresa quotanda è caratterizzata da un modello di *business* fondato sull’innovazione *market pull*.”

3. Le imprese, i documenti analizzati e le metodologie di analisi

Poiché i contributi esistenti in letteratura sulla relazione tra modello di *business* e livello di *disclosure* volontaria dello stesso all'interno del PI sono pressochè nulli, si è scelto di impiegare come metodologia di ricerca quella dei casi studio (Yin, 1988). In particolare si sono studiate le seguenti tre imprese manifatturiere del nord-est Italia quotate al segmento STAR di Borsa Italiana: Eurotech, Nice e Zignago Vetro. La considerazione di imprese manifatturiere dipende dalla maggiore complessità, *ceteris paribus*, dei loro modelli di *business* e delle sottostanti tipologie di innovazione rispetto a quelli che possono caratterizzare imprese commerciali, di servizio o holding. La focalizzazione sul contesto italiano (e in particolare sul nord-est Italia) dipende invece dalle profonde diversità che lo caratterizzano rispetto a quello statunitense dove sono stati sviluppati la maggior parte degli studi in tema di *disclosure* volontaria. La generalizzabilità dei risultati raggiunti dagli ultimi anche a mercati finanziari caratterizzati da una minore protezione legale degli investitori, da una maggiore concorrenza dei titoli di stato, oltre che dal predominio del sistema bancario è infatti dubbia (Francis et al., 2005). Anche la forte presenza di imprese quotate familiari rende il contesto italiano (e in particolare quello del nord-est Italia) singolare (Beretta, 2006). La focalizzazione sul segmento Star del Mercato MTA di Borsa Italiana dipende poi dal fatto che lo stesso sia dedicato alle medie imprese che si impegnano a rispettare requisiti di eccellenza in termini di alta trasparenza e vocazione comunicativa, oltre che di alta liquidità (35% minimo di flottante) e di regole di *corporate governance* allineate agli standard internazionali. Tali requisiti dovrebbero quindi garantire una significativa attenzione al tema della *disclosure* volontaria da parte delle imprese del segmento. La scelta delle tre imprese sopra citate dipende infine dalle diversità che caratterizzano i loro modelli di *business* nonché dalle similarità a livello di tempi e risultati inerenti il loro processo di quotazione. Con riferimento ai modelli di *business* delle imprese considerate, questi si fondano rispettivamente su modelli d'innovazione: *technology-push* per Eurotech, *design-driven* per Nice e *market-pull* per Zignago Vetro.

Eurotech opera nel *business to business* progettando, sviluppando e commercializzando architetture di computer miniaturizzati (Nano PC) e a elevata capacità di calcolo (HPC) utilizzati nei settori: difesa, trasporti, medicale e industriale. La sua missione è favorire l'integrazione delle tecnologie nella realtà quotidiana rendendole sempre più pervasive. Attraverso la creazione di nuove funzioni di prodotto genera esigenze prima inesistenti nei clienti. La sua visione è crescere spostandosi dalla produzione di componenti a quella di sistemi e quindi a quella di prodotti pronti all'uso. Il modello produttivo adottato è "*fabless*" poiché caratterizzato dalla totale esternalizzazione delle fasi produttive. Ciò permette di legare il prezzo di vendita non tanto al costo di produzione quanto al valore percepito dal cliente esaltando perciò l'importanza anche della componente di servizio. Per Roberto Siagri, Presidente di Eurotech: "*... il grande segreto dell'economia della conoscenza è che il valore aggiunto di un prodotto è composto da una componente di servizio che tu hai identificato e che altri competitor non hanno identificato*". L'innovazione *technology-push* è ritenuta la chiave di successo per la crescita dell'impresa da cui discende la forte interazione con il mondo della ricerca per lo sviluppo di prodotti radicalmente nuovi a livello tecnologico.

Nice opera nel *business to business* progettando, sviluppando e commercializzando sistemi di automazione per cancelli, garage, tapparelle, ecc. integrabili tra loro e controllati a distanza da un unico telecomando. La sua missione è semplificare i movimenti quotidiani attraverso l'uso di sistemi di automazione intelligenti e facili da usare. Attribuisce nuovi significati ai prodotti attuali per soddisfare esigenze latenti nei clienti. Per il presidente, Lauro Buoro: "*... noi produciamo trasmettitori e questi possono diventare oggetti da esibire, da far vedere, oggetti di culto in certe situazioni. Abbiamo fatto dei radiocomandi con dei materiali di moda, per esempio d'oro, d'argento...*". La sua visione è crescere attraverso la penetrazione di mercati giovani e ad alto potenziale di crescita espandendosi geograficamente. Il modello produttivo adottato è anche in questo caso "*fabless*". Ciò permette di coniugare flessibilità ed efficienza operativa

mantenendo nel contempo il presidio costante delle fasi critiche della catena del valore. L'innovazione *design-driven* è quindi ritenuta la chiave di successo per la crescita dell'impresa da cui discende il forte investimento nella sperimentazione tecnica e nello studio di materiali, forme e colori innovativi per lo sviluppo di prodotti radicalmente nuovi e per il miglioramento di quelli esistenti a livello tecnologico, ma soprattutto estetico ed ergonomico. Ancora per Buoro: "Noi crediamo nella diversità delle idee per dare vita all'innovazione".

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

I modelli di *business* delle tre imprese si distinguono perciò per affrontare un diverso livello di incertezza ambientale che incide sulle loro previsioni di sviluppo e dipende *in primis* dal grado di maturità dei mercati serviti. Questa è minima per Zignago che opera su mercati esistenti con tassi di

crescita potenzialmente stabili a livello sia complessivo che di singola impresa, aumenta nel caso di Nice che riconfigura mercati esistenti con tassi di crescita stabili a livello complessivo ma potenzialmente elevati a livello di singola impresa, ed è massima nel caso di Eurotech che crea mercati nuovi con tassi di crescita potenzialmente elevati a livello sia complessivo che di singola impresa. Per Siagri, infatti: “... *nelle fase iniziali, prima che il mercato si formi, c'è asimmetria informativa ... quando il mercato si è formato, tutti danno gli stessi prodotti*”.

Con riferimento alla similarità relativa ai tempi inerenti il processo di quotazione, Eurotech, Nice e Zignago Vetro risultano le ultime imprese manifatturiere nordestine quotate al segmento Star della Borsa Italiana prima della crisi finanziaria del 2008. Questa ha accresciuto l'incertezza ambientale modificando le strategie di *disclosure* volontaria delle imprese quotate quantomeno con riferimento alla descrizione dell'ambiente esterno (Bagnoli, 2009). Si è ritenuto perciò preferibile non considerare imprese quotate dopo l'avvento della crisi.

Con riferimento, invece, ai modi inerenti il processo di quotazione, le imprese si sono contraddistinte per il successo delle loro scelte strategiche in tema di *disclosure* volontaria stante l'apprezzamento dimostrato dal mercato finanziario nei confronti dei titoli collocati al momento della quotazione. Tale successo è verificabile in termini sia di maggiore quantità di titoli richiesti rispetto a quelli effettivamente assegnati, sia di apprezzamento del titolo nei primi quindici giorni di quotazione.

Rispetto alle variabili tradizionalmente identificate in letteratura come determinanti le strategie di *disclosure* volontaria, le tre imprese operano all'interno dello stesso macro-settore ovvero quello manifatturiero, ma in un diverso sub-settore come sopra evidenziato. Presentano dimensioni aziendali e livelli di redditività al momento della quotazione diversi in termini numerici ma riconducibili rispettivamente a una dimensione media e a livelli positivi. Eurotech e Nice sono inoltre fondate in anni vicini, mentre Zignago Vetro subisce un profondo mutamento nello stesso periodo dovuto alla variazione degli azionisti di maggioranza. Al momento della quotazione

si caratterizzano poi per la presenza di una base azionaria ristretta che viene successivamente meno solo nel caso di Eurotech. Infine, tutte operano in un contesto internazionale, seppur accomunate dal paese e addirittura dalla regione geografica di provenienza (Nord-est Italia), e sono guidate da leader carismatici (Allegato 2).

A ogni modo, la scelta delle imprese sopra citata è dipesa soprattutto dalla possibilità di condurre interviste in profondità ai rispettivi Presidenti che hanno permesso di comprendere approfonditamente i loro modelli di *business* e le tipologie di innovazioni sottostanti, nonché avere un'interpretazione originale delle scelte di *disclosure* adottate a livello di PI. I documenti analizzati sono coerentemente con le proposizioni di ricerca i prospetti informativi di quotazione e in particolare le loro sezioni narrative. Il 2° comma dell'art. 94 del TUF definisce la funzione del PI che deve contenere “..., *in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. Il prospetto contiene altresì una nota di sintesi recante i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta*”. Operativamente le imprese, così come confermato anche da quelle analizzate nel presente lavoro, tendono ad assolvere tale funzione descrivendo nel PI *in primis* i risultati economico-finanziari passati al fine di alimentare la fiducia degli investitori. L'obiettivo è raccontare il passato per creare un'immagine sul futuro: “*History must be treated as malleable – subtly but significantly open to revisions that make it conform to current needs and perceptions*” (Gioia, Corley, Fabbri, 2002: 623). Descrivono inoltre anche la logica sottostante l'ottenimento di questi risultati e quindi il modello di *business* dell'impresa, sempre che quest'ultimo non costituisca un'informazione strategicamente sensibile. Delegano invece agli analisti l'onere di costruire ipotesi sui risultati prospettici arrivando alla definizione di un piano di *business*.

Quanto alla forma, il PI deve essere redatto in conformità alle previsioni dei contenuti minimi del Regolamento n. 809/2004/CE e agli schemi al medesimo allegati, recepiti da Consob con delibera del 29 Novembre 2005. Il legislatore italiano, coerentemente con quello europeo, ha lasciato comunque alle imprese quotande un'elevata discrezionalità sulle modalità di traduzione operativa dei principi generali in tipi di informazioni da fornire e livelli di approfondimento da adottare.

Nello specifico il PI si compone di due sezioni distinte precedute dai paragrafi: “*Definizioni e Glossario*”, “*Fattori di rischio dell’impresa*” e “*Nota di Sintesi*”. La sezione prima riporta le informazioni relative alle caratteristiche dell’emittente, mentre la seconda alla sollecitazione e ai prodotti finanziari offerti. Ai fini della ricerca, ci si è quindi limitati all’analisi della sezione prima e in particolare dei primi diciannove capitoli che presentano una struttura narrativa (Allegato 3).

La metodologia utilizzata per l’analisi delle sezioni narrative del PI è stata innanzi tutto quella della *content analysis* “qualitativa” in quanto ampiamente utilizzata negli studi aziendali sulla *disclosure* volontaria (Guthrie et al., 2004). In particolare, si è assunto che l’importanza attribuita da ogni impresa ai diversi temi strategici trattati dipenda e sia quindi indicativa del livello di *disclosure* volontaria del modello di *business* adottato. Per ogni impresa si sono così identificate e quindi codificate tutte le informazioni riportate nei documenti analizzati, adottando come unità di analisi la singola frase (Hackston e Milne, 1996). La griglia di analisi è stata articolata su tre livelli:

1. tre *macro temi* che distinguono le aree informative del *Valore Economico*, della *Corporate Governance* e del *Modello di Business*;
2. sei *temi* che identificano le componenti fondamentali del *Modello di Business* precedentemente identificate nella letteratura (allegato 4);
3. trentadue *sotto temi* che approfondiscono le componenti fondamentali del *Modello di Business* (Allegato 5).

Una lista di regole di codificazione è stata definita per ogni *macro tema* e quindi per ogni *tema* e *sotto tema* componente la griglia di analisi. È stato

inoltre condotto un test preliminare per verificare la solidità delle regole di codificazione, raffinando nell'eventualità quelle ambigue, e nel contempo standardizzare le capacità di codificazione degli analisti. Le imprese considerate sono state indipendentemente analizzate da due analisti junior. I risultati delle analisi ottenuti sono stati comparati e le differenze discusse. L'importanza attribuita da ogni impresa ai singoli temi trattati è stata stimata innanzi tutto sulla base della loro frequenza e numero totale di parole loro dedicate assoluto e relativo (Beattie e Thomson, 2007). E' possibile che alcuni temi siano per loro natura sintetici, cosicché una trattazione più ampia non ne arricchisce la portata informativa, o che richiedano una trattazione di ampiezza molto variabile da impresa a impresa. Inoltre, in assenza di restrizioni alla lunghezza di un documento, un'impresa potrebbe decidere di utilizzare un'ingente quantità di parole "vuote" per annacquare l'importanza di fatti significativi o, addirittura, per evitare la divulgazione di informazioni specifiche (Adams e Frost, 2004). Tali eccezioni non sono comunque tali da portare a rigettare l'assunzione di cui sopra (Copeland e Fredericks, 1968; Walker e Tsaltas, 2001; Leuz e Schrand, 2008).

Oltre alla metodologia di analisi descritta, è stata successivamente sviluppata una *content analysis* "quali-quantitativa" attraverso il ricorso a un *software* per l'analisi dei testi (T-lab). Quest'ultimo ha inizialmente permesso di sviluppare una *cluster analysis* utilizzando il metodo gerarchico agglomerativo Ward con distanza euclidea. Per l'identificazione dei *cluster* si è ispezionato visivamente il dendrogramma (struttura ad albero che evidenzia i progressivi raggruppamenti) tagliandolo nel punto in cui evidenzia il salto più alto (allegato 6). Ciò ha permesso di identificare i *macro temi* presenti nei PI analizzati che sono risultati, coerentemente con quelli predefiniti nella griglia di analisi: *Valore Economico*, *Corporate Governance* e *Modello di Business* (allegato 7).

Limitando quindi l'analisi ai temi strategici costituenti il macro tema *Modello di Business*, si sono incrociate la loro frequenza nei singoli PI e comunanza tra i diversi PI. Se la prima è una *proxy* significativa dell'importanza del tema, la seconda lo è della sua non specificità.

Definendo “frequenti” i temi che hanno una frequenza superiore a quella media del *cluster* e “comuni” quelli presenti nei PI di tutte e tre le imprese considerate, si è quindi concentrata l’analisi solo sui temi “frequenti e comuni” e “frequenti ed esclusivi”. Gli ultimi sono poi stati ulteriormente distinti in: “formali” ossia suscettibili di utilizzo da parte di una sola impresa (es.: “Computer” nel caso di Eurotech), e “sostanziali” ossia suscettibili di utilizzo potenzialmente da parte di tutte e tre le imprese oggetto dello studio (es.: “Ricerca” sempre nel caso di Eurotech).

Per meglio riconoscere e quindi comparare il livello di *dislosure* del modello di *business*, si sono rappresentati con una mappa concettuale i temi “frequenti e comuni”, e con tre mappe, una per ciascuna impresa, quelli “frequenti ed esclusivi”. La posizione di un tema rispetto al centro della mappa è indicativa della sua maggiore frequenza. Gli spessori delle frecce che collegano i diversi temi ne rappresentano invece il grado di associazione calcolato da T-lab attraverso il coefficiente del coseno: a maggiore spessore corrisponde un coefficiente di associazione superiore al valore 0,25 (dato un valore massimo di associazione pari a 1). Per la corretta contestualizzazione del significato dei temi (per evitare cioè di confondere, ad esempio, il sostantivo “prodotto” col verbo “prodotto”) si sono di volta in volta esplorati attraverso T-lab i “contesti elementari di occorrenza”. Questi rappresentano frammenti di testo di lunghezza comparabile e corrispondenti a uno o più periodi del documento in cui è rilevata la presenza di un determinato tema (Allegato 8).

Come premesso, si sono anche sviluppate una serie di interviste al fine di meglio comprendere i meccanismi di generazione del valore delle imprese nonché il loro orientamento in tema di strategie di *disclosure* adottate a livello di PI. Quest’ultime sono state strutturate attorno a un set di domande volte a far comprendere *in primis* la configurazione del modello di business di ciascuna impresa, la propria visione del ruolo del PI e del contenuto in esso riportato. Si è utilizzata la tecnica della domanda aperta al fine di lasciare l’interlocutore libero di esprimersi e di arricchire la risposta con

particolari soggettivi permettendo così di cogliere non solo i contenuti sostanziali ma anche le relative interpretazioni.

4. Discussione dei risultati

Lo sviluppo della *content-analysis* qualitativa, la prima descritta nel paragrafo precedente, ha permesso di evidenziare l'importanza in termini di frequenza e numero parole dedicate dei macro temi (Allegati 4 e 5).

L'analisi dei contenuti a primo livello evidenzia come in termini sia di frequenza che di numero parole i macro-temi più importanti per tutte le imprese siano nell'ordine: *C) Modello di Business; A) Valore Economico e B) Corporate Governance*. Nonostante tale risultato fosse prevedibile data la forma e la funzione del PI, risalta la maggiore importanza in termini, anche in questo caso, sia di frequenza che di numero parole attribuita da Eurotech al macro tema *A) Valore Economico*. Eurotech, più delle altre due imprese, si è quindi focalizzata sulle misurazioni (risultati economici, flussi di cassa, ecc.) e sulle modalità di misurazione (criteri di valutazione, ecc.) del successo del suo modello di *business*. In altre parole, Eurotech si è quindi fermata a spiegare gli "effetti" del suo modello di *business* piuttosto che le "cause", ossia le componenti fondamentali dello stesso e le relazioni tra loro intercorrenti.

L'analisi dei contenuti a secondo livello evidenzia poi come in termini di numero parole i temi più importanti per tutte le imprese siano nell'ordine: *CE) Struttura Esterna; CD) Struttura interna e CF) Attività*. In termini di frequenza Eurotech inverte gli ultimi due, mentre Nice antepone *CF) Attività* ai primi due. A ogni modo sorprende la minore importanza attribuita da tutte le imprese a *CD) Struttura interna* rispetto a *CE) Struttura Esterna*. È infatti verosimile che esse dispongano di informazioni più esaurienti sullo stato attuale e soprattutto sulla prevedibile evoluzione delle variabili di contesto interno piuttosto che su quelle di contesto esterno. E' però anche possibile che il primo tema sia per sua natura più sintetico del secondo.

L'importanza in termini sia di frequenza che di numero parole attribuita agli altri temi da tutte le imprese risulta decisamente minore, a esclusione di

Nice, e in quest'ordine: CC) *Politiche Strategiche Esterne*, CB) *Politiche Strategiche Interne* e CA) *Missione e visione strategica*. Solo in termini di frequenza Eurotech inverte i primi due temi. La minore importanza attribuita alle politiche strategiche rispetto ai fattori di contesto potrebbe tradire la volontà delle imprese di non comunicare informazioni che potrebbero agevolare le mosse dei concorrenti.

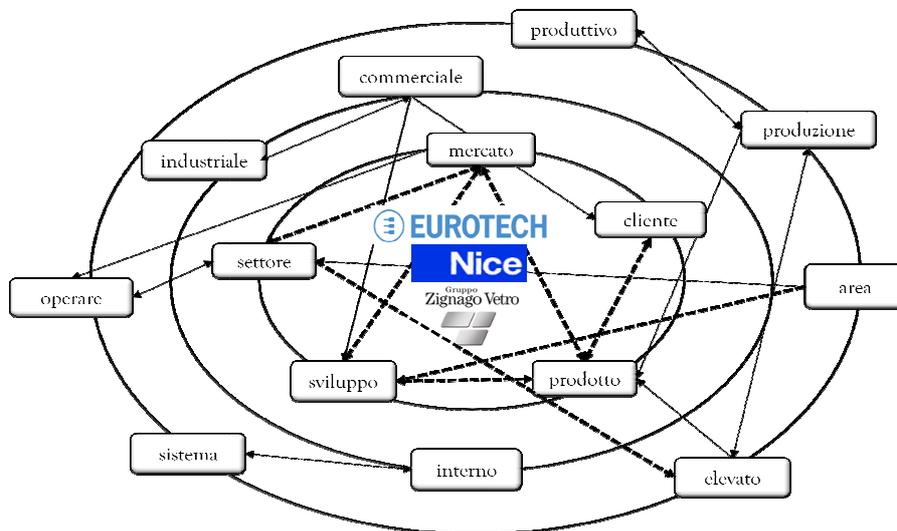
L'analisi dei contenuti a terzo livello non presenta differenze significative tra le imprese analizzate. Unica eccezione è la minore importanza in termini sia di frequenza che di numero parole attribuita da Eurotech al sotto tema CDd) *Struttura Tecnica*. Dato che il suo modello di *business* si fonda principalmente su un modello d'innovazione *technology-push*, il risultato evidenziato sembrerebbe invece confermare la scarsa propensione dell'impresa a comunicare la propria base di risorse distintive.

Lo sviluppo della *content-analysis* quali-quantitativa, la seconda descritta nel paragrafo precedente, ha permesso di meglio differenziare le strategie di *disclosure* volontaria del modello di *business* adottate dalle imprese. Questa ha innanzi tutto permesso di sviluppare una *cluster analysis* che ha portato a identificare per ciascuna impresa tre *cluster* tematici riconducibili ai macro temi: *Valore Economico*, *Corporate Governance* e *Modello di Business*.

Le successive analisi, condotte esclusivamente sui contenuti costituenti l'ultimo *cluster*, hanno evidenziato l'esistenza di un insieme di temi trattati "frequenti e comuni" a tutte e tre le imprese analizzate (Figura 1). Questi temi sono interpretabili come le componenti fondamentali di un modello di *business* la cui trattazione è ritenuta indispensabile. I temi più frequenti, posizionati perciò sulla circonferenza più interna della mappa, descrivono la *struttura esterna* e le *politiche strategiche* con cui l'impresa si relaziona alla stessa. Più specificatamente, descrivono: il *settore* (produttori la cui offerta è simile); il *mercato* (acquirenti potenziali la cui domanda è simile) e il *cliente* (acquirenti effettivi); nonché l'offerta di *prodotto sviluppata* dall'impresa per creare valore al cliente. L'elevato grado di associazione tra i temi *mercato*, *sviluppo* e *prodotto*, nonché tra *mercato* e *settore* e tra *prodotto* e *cliente* confermano come tutte e tre le imprese ritengano la

proposta di valore l'elemento più importante di un modello di *business* da comunicare. Gli altri temi, quelli cioè posizionati sulle circonferenze più esterne e quindi ritenuti meno importanti da comunicare, descrivono, tra l'altro solo parzialmente, il sistema di *attività* necessarie per sviluppare l'offerta di prodotto. Si fa riferimento ai temi: *sistema, interno, produttivo, produzione, industriale, commerciale e operare*. Risalta infine l'assenza di temi riconducibili alla *struttura interna* e alle *politiche strategiche* finalizzate a incrementare la base di risorse distintive necessarie per alimentare il sistema di attività.

Figura 1: I temi frequenti e comuni alle tre imprese

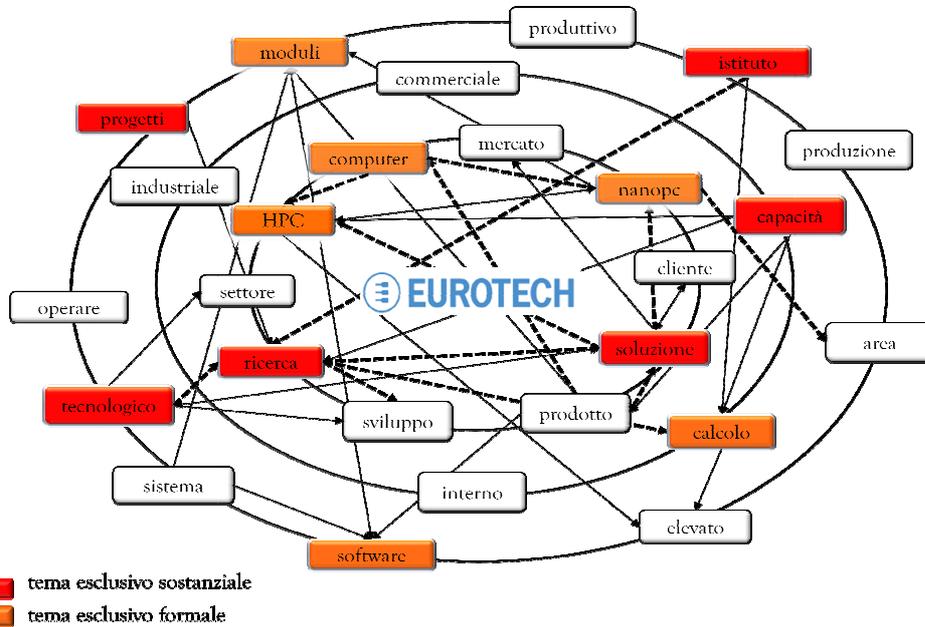


Le analisi condotte hanno altresì evidenziato l'esistenza di un insieme di temi trattati "frequenti ed esclusivi" per ciascuna delle imprese analizzate. Questi temi sono interpretabili come le componenti fondamentali di un modello di *business* la cui trattazione è ritenuta indispensabile solo da una delle imprese. In Eurotech (Figura 2), anche i temi esclusivi sono riconducibili alle *politiche strategiche esterne* e più precisamente all'offerta di prodotto. In ordine di maggiore frequenza e peraltro caratterizzati da un alto grado di associazione troviamo infatti:

- *computer, NanoPC e HPC, e soluzione* che richiamano, rispettivamente, la tipologia di prodotto, le due linee di prodotto principali e l'evoluzione che l'impresa sta compiendo da produttore di beni a fornitore di soluzioni;
- *capacità e calcolo* che qualificano invece le prestazioni del prodotto;

- *software e moduli* che identificano infine componenti del prodotto.

Figura 2: I temi frequenti (e comuni) e esclusivi (sostanziali e formali) di Eurotech

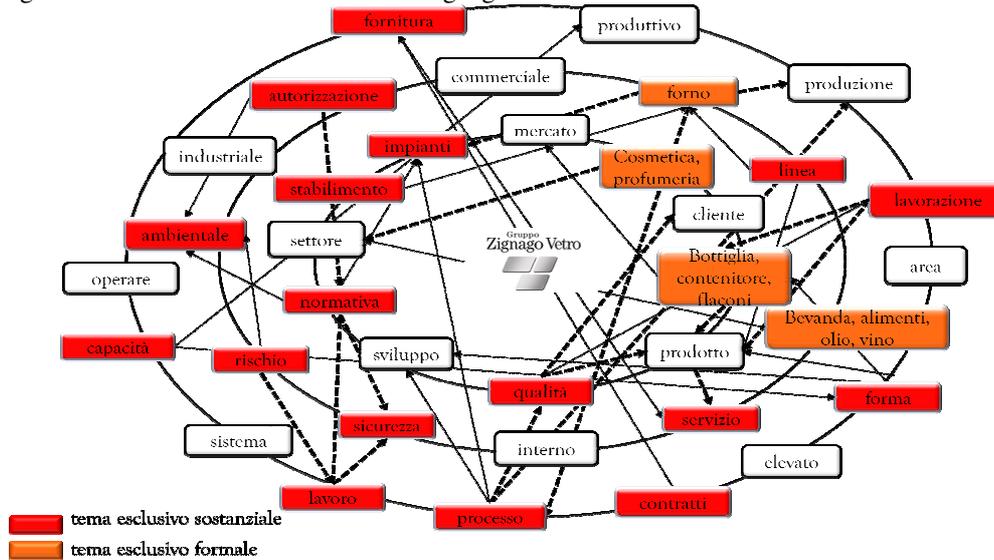


Le uniche eccezioni sono i temi, anch'essi caratterizzati da un alto grado di associazione: *istituto*, *progetti*, *ricerca* e *tecnologico*. Gli ultimi tre sono riconducibili al sistema di *attività* e la loro importanza dipende dal fatto che Eurotech si definisce nel PI una “fabbrica delle idee” concentrata su *progetti* di *ricerca tecnologica*. L'importanza del tema *istituto* dipende invece dalla relazione di partnership che essa intrattiene con università e centri di ricerca tecnologica sia come clienti di HPC che come fornitori di progetti di ricerca. In tal senso, il tema *istituto* può essere ricondotto sia alla *struttura esterna* che a quella *interna* qualora si ponga l'accento sulla dimensione relazionale. A ogni modo, la quasi assenza anche tra i temi “frequenti ed esclusivi” di riferimenti al sistema di *attività* e soprattutto alla *struttura interna* e alle *politiche strategiche* finalizzate a incrementare la base di risorse distintive è un indicatore della scarsa attenzione che Eurotech ha riservato alla trattazione nel PI di tali macro componenti di un modello di *business*. Nonostante la riconosciuta chiave di successo sia un modello d'innovazione *technology-push* fortemente centrato su attività e quindi risorse intangibili,

sbocco (*internazionale ed Europa*), sono frequenti. Si fa riferimento a: *progettazione, approvvigionamento, lavorazione e distribuzione*. Una riflessione a parte merita il tema *innovazione* anche per il suo alto grado di associazione con i temi: *prodotto, tecnologico, design e progettazione*. L'*innovazione di prodotto* a livello *tecnologico* ma anche e soprattutto di *design* qualifica una prestazione intangibile del prodotto oltre che il risultato dell'attività di *progettazione*. In tal senso, può essere ricondotto sia alle *politiche strategiche esterne* sia al sistema di *attività* necessario per attuarle. Anche tra i temi esclusivi meno frequenti i riferimenti invece alla *struttura interna* e alle *politiche strategiche* finalizzate a incrementare la base di risorse distintive sono assenti a eccezione del tema *terzisti* che richiama il ruolo in Nice delle relazioni di *outsourcing*. Questo è un indicatore della scarsa attenzione che l'impresa ha riservato alla trattazione nel PI di tali macro componenti di un modello di *business*. Nonostante la chiave di successo per la crescita dell'impresa sia un modello d'innovazione *design-driven* che è centrato anche su risorse intangibili, non sono presenti richiami al capitale umano e strutturale, e solo in un caso a quello relazionale: dimensioni classiche del capitale intellettuale.

Anche in Zignago Vetro (Figura 4), i temi esclusivi più frequenti descrivono la *struttura esterna* e le *politiche strategiche - in primis* l'offerta di prodotto - con cui l'impresa si relaziona alla stessa. Più precisamente: *cosmetica, profumeria, bevanda, alimenti, olio e vino* descrivono i settori serviti; *bottiglia, contenitore, flaconi, linea* richiamano la tipologia e le linee di prodotto; *forma, qualità e servizio* qualificano le prestazioni del prodotto, ossia la capacità di differenziarsi dai concorrenti per l'innovazione nelle forme, la qualità del prodotto e il servizio di personalizzazione offerto. Diversamente però dai casi precedenti, i temi esclusivi più frequenti descrivono anche il sistema di *attività* e soprattutto la *struttura interna* e le *politiche strategiche* finalizzate a incrementare la base di risorse distintive.

Figura 4: I temi comuni ed esclusivi di Zignago Vetro



Il riferimento al sistema di *attività* è esplicitato dai temi: *fornitura*, *lavorazione* e *processo*. L'alto grado di associazione tra l'ultimo e il tema *qualità* stressa l'importanza della produzione in Zignago Vetro a differenza che in Nice e Eurotech. Il riferimento alla *struttura interna* e alle *politiche strategiche* finalizzate a incrementare la base di risorse distintive è invece evidenziato dai temi: *stabilimento*, *impianti*, *capacità* e *rischio*, *sicurezza*, *lavoro*, *normativa*, *autorizzazione* e *ambientale*. L'impresa sottolinea il ruolo delle risorse sia tangibili che intangibili nella creazione di vantaggio competitivo stressando, nel secondo caso, soprattutto gli investimenti operati per aumentare, coerentemente con le vigenti normative, la sicurezza e la salubrità del luogo di lavoro così da ridurre i rischi connessi.

In sintesi, vi è minore *disclosure* delle componenti intangibili o, più correttamente, "invisibili" dell'offerta di prodotto quando il modello di *business* di un'impresa risulta caratterizzato da un'innovazione *design-driven* (creazione di nuovi significati) e soprattutto *technology-push* (creazione di nuovi bisogni e quindi di nuovi mercati). Per Siagri, infatti: "... Il servizio è una componente immateriale che tu puoi aver capito da dei bisogni nascosti, non espliciti del cliente e che magari non ti fa comodo andare a raccontare ... la componente di servizio, nell'abbinata prodotto-servizio, è quella più delicata data la sua immaterialità, invisibilità".

Nei casi citati è ancora più evidente la minore *disclosure* delle attività e delle risorse distintive “invisibili”. La descrizione di un modello di *business* basato sull’innovazione *design-driven* e soprattutto *technology-push* pare così rappresentare un’informazione strategicamente sensibile. Questo spiega ad esempio la scelta di approfondire il ruolo degli *impianti* e della *processo* produttivo in Zignago Vetro, ma anche del *marchio* e del *marketing* in Nice e nel contempo quella di non approfondire invece il ruolo del capitale umano in Nice stessa ma soprattutto in Eurotech.

L’esempio sul capitale umano mette in luce come le differenze in termini di *disclosure* del modello di *business* riscontrate tra le imprese non siano imputabili all’assenza di particolari componenti del modello. Il fatto che tutti i presidenti condividano la necessità di riservatezza sulle informazioni che ritengono strategicamente sensibili mette invece in luce come le differenze di cui sopra non siano neanche imputabili a una loro diversa propensione personale alla *disclosure*.

5. Conclusioni e limitazioni

L’obiettivo del presente studio era riconoscere e quindi comparare le strategie di *disclosure* volontaria adottate da tre imprese quotande nella redazione del PI per investigare se e in che modo le eventuali differenze tra tali strategie potessero dipendere da differenze tra i loro modelli di *business* riconducibili *in primis* alla tipologia d’innovazione adottata. La ricerca è stata condotta attraverso l’analisi di tre casi studio: Eurotech, Nice e Zignago Vetro. La possibilità di condurre interviste con il *top management* ha permesso di comprendere in profondità i meccanismi di generazione del valore delle imprese nonché il loro orientamento in tema di strategie di *disclosure* adottate a livello di PI. A livello operativo, invece, attraverso una *content analysis* qualitativa si sono identificate e quindi codificate le informazioni a contenuto strategico riportate all’interno del prospetto informativo da ciascuna impresa. Si è quindi stimata l’importanza attribuita da ciascuna impresa ai singoli temi trattati identificando sia la frequenza che il numero di parole loro dedicate. Successivamente si è applicata in via

sperimentale una metodologia di *content analysis* quali-quantitativa basata sull'utilizzo di un *software* per l'analisi dei testi. Anche in questo caso si è utilizzata la frequenza per stimare l'importanza dei singoli temi. Le analisi hanno evidenziato come le imprese analizzate pongano un'enfasi simile sulla descrizione della *struttura esterna* in cui si trovano a operare e delle *politiche strategiche* con cui esse si relazionano alla stessa. Ha soprattutto evidenziato come pongano, invece, un'enfasi diversa sulla descrizione del sistema di *attività* necessarie per sviluppare l'offerta di prodotto, della *struttura interna* e delle *politiche strategiche* volte a incrementare la base di risorse distintive necessarie per alimentare il sistema di *attività*. Eurotech quasi non tratta tali macro componenti del proprio modello di *business* nonostante quest'ultimo sia difficile da cogliere attraverso i rigidi schemi numerici imposti dall'informativa societaria obbligatoria. L'impresa, infatti, opera in un mercato in cui l'incertezza nelle previsioni di sviluppo è massima e il suo modello di business si fonda su un'innovazione *technology-push*. Quest'ultimo si caratterizza quindi per l'importanza assunta da attività intangibili o meglio "invisibili", come quelle di ricerca e sviluppo, che richiedono un impiego di risorse altrettanto "invisibili", *in primis* le conoscenze (tacite) dei suoi ricercatori. Nice estende la propria trattazione alla descrizione delle attività tangibili ma anche intangibili che caratterizzano il proprio modello di *business*, non ricomprendendo tuttavia le risorse intangibili, necessarie a supportare tali attività, se "invisibili". D'altro canto, l'impresa opera in un mercato caratterizzato da media incertezza nelle previsioni di sviluppo e il suo modello si fonda principalmente su un'innovazione *design-driven*. Si caratterizza quindi per l'importanza assunta da attività intangibili, quali *progettazione* e *design*, ma "visibili" negli output prodotti. Solo Zignago Vetro estende la trattazione anche alla *struttura interna* e alle *politiche strategiche* volte a incrementare la base di risorse distintive, peraltro prevalentemente tangibili come stabilimenti e impianti, necessarie per alimentare un sistema di attività anch'esse per lo più tangibili. D'altro canto, a differenza di Nice e soprattutto di Eurotech che operano in settori ad alta tecnologia e ad alto

tasso di sviluppo attraverso un modello produttivo “*fables*”, Zignago Vetro opera in un settore maturo, caratterizzato da minima incertezza nelle previsioni di sviluppo, attraverso un modello produttivo tradizionale che richiede soprattutto un elevato livello di flessibilità funzionale a rispondere prontamente alle richieste dei clienti. Il suo modello di *business* si fonda principalmente su un’innovazione *market-pull* e risulta quindi sicuramente più facile da cogliere attraverso i rigidi schemi numerici imposti dall’informativa societaria obbligatoria.

Ciò che più differenzia le strategie di *disclosure* del modello di *business* delle imprese analizzate risiede perciò nella minore trattazione delle attività e risorse quando esse risultano intangibili ma soprattutto “invisibili”. Paradossalmente, proprio l’importanza assunta da tali attività e risorse all’interno di un modello di *business* lo rende difficile da cogliere attraverso i rigidi schemi numerici imposti dall’informativa societaria obbligatoria e dovrebbe quindi suggerirne una trattazione approfondita per permettere agli investitori di comprendere le durevoli fonti di vantaggio competitivo. Sembra invece confermata l’ipotesi secondo cui il *trade off* tra i costi proprietari che possono sorgere dal comunicare informazioni strategicamente “sensibili” al sistema competitivo e i benefici associati alla loro comunicazione al sistema finanziario per evitare problemi di selezione avversa, peraltro massimo nel momento in cui un’impresa decide di quotarsi, si risolve a favore di:

P1: una maggiore riservatezza se l’impresa quotanda è caratterizzata da un modello di *business* fondato sull’innovazione *technology push*;

P2: un equilibrio se l’impresa quotanda è caratterizzata da un modello di *business* fondato sull’innovazione *design driven*;

P3: una maggiore trasparenza se l’impresa quotanda è caratterizzata da un modello di *business* fondato sull’innovazione *market pull*.”

Questa conclusione appare particolarmente rilevante soprattutto a fronte di una serie di fenomeni (globalizzazione dei mercati, rapidità e complessità dello sviluppo tecnologico, ecc.) che porteranno ad accrescere l’importanza

delle risorse invisibili all'interno dei modelli di *business* di sempre più imprese rendendo così ancora più forte il ruolo dell'innovazione *design driven* e *technology push* e conseguentemente più critica la *disclosure* di questi. Il presente studio ha un limite principale nella possibilità di generalizzare i risultati emersi anche solo al contesto italiano. L'obiettivo che ci si pone attraverso future analisi è l'estensione della ricerca ad altre imprese italiane non solamente per confermare o smentire i risultati emersi.

Bibliografia

Adams C.A., Frost G., (2004), *The Development of Corporate Web-sites and Implications for Ethical, Social and Environmental Reporting through these Media*, Technical Report, Institute of Chartered Accountants in Scotland Research Report, Edinburgh

Afuah, A. and Tucci C., (2003), *Internet Business Models and Strategies*, Boston: McGraw Hill

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

Akerlof G.A. (1970), *The market for "lemon": quality uncertainty and the market mechanism*, Quarterly Journal of Economics, vol. 84, n. 3, pp. 488-500

Alt R., Zimmerman H.D., (2001), *Introduction to special section on business models*, Electronic Marketing; Vol.11, n.1, pp.3-9

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

Bagnoli C., Mantovani G., (2009), *Le Strategie di Disclosure Volontaria del Modello di Business delle Blue Chip Italiane e il loro Impatto sul Rischio informativo*, Financial Reporting, Vol.3.

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

- Beattie V., Thomson S., (2007), *Lifting the Lid on the Use of Content Analysis to Investigate Intellectual Capital Disclosures*, Accounting Forum, Vol.31, No. 2, pp. 129- 163
- Beretta S. (2006), *No News, Bad News: perchè e come Comunicare Informazioni Economico-Finanziarie su Base Volontaria*, Egea, Milano.
- Betz, F. (2002), *Strategic business models*, Engineering Management Journal; Vol.14, n.1
- Boulton R.E.S., LibertB.D. e Samek S.M. (1997) *Cracking the Value Code: How successful businesses are creating wealth in the New Economy*, New York: Harper Collins Publishers
- Breton G. e Taffler R.J. (2001), *Accounting information and analyst stock recommendation decision: a content analysis approach*, Accounting and Business Research, vol. 31, n. 2, pp. 91-101
- Bukh P.N., Nielsen C., Gormsen P., Mouritsen J. (2005), *Disclosure of Information on Intellectual Capital in Danish IPO Prospectuses*, Journal of Accounting, Auditing & Accountability, Vol. 18, No. 6, pp. 713-732
- Cahan, S. F. et al. (2005), *Global diversification and corporate disclosure*, *Journal of International Accounting Research*, 4(1), pp. 73–93
- Chen, C. J. P. and Jaggi, B. (2000), *Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong*, Journal of Accounting and Public Policy, vol.19, pp. 285–310
- Chesbrough, H. and R. S. Rosenbloom (2000), *The Role of the Business Model in capturing value from Innovation: Evidence from XEROX Corporation's Technology Spinoff Companies*. Boston, Massachusetts, Harvard Business School.
- CICA (2001), *Management's discussion and analysis; guidance on preparation and disclosure*, Review Draft – December, Toronto, Canadian Institute of Chartered Accountants
- Cooke T.E. (1991), *An Assessment of Voluntary Disclosure in the annual report of Japanese Corporations*, International journal of Accounting, Vol.26, n.3, pp.174-189

- Copeland R.M. e Fredericks W. (1968), *Extent of disclosure*, Journal of Accounting Research, vol. 6, n. 1, pp. 106-113
- Darrough, M. (1993), *Disclosure policy and competition: Cournot vs. Bertrand*, The Accounting Review, vol. 68, n. 3, pp. 534-561
- Darrough M.N. e Stoughton N. (1990), *Financial disclosure policy in an entry game*, Journal of Accounting and Economics, vol. 12, n. 1-3, pp. 219-243
- Depoers, F. (2000), *A cost benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies*, European Accounting Review, n. 9, vol.2, pp. 245–263
- Donath, R. (1999), *Taming e-business models*, ISBM business marketing web consortium; Vol.3, n.1
- Dosi, G. (1982), *Technological Paradigms and Technological Trajectories. A Suggested Interpretation of the Determinants and Directions of Technical Change*, Research Policy, vol.11, pp. 147–162
- Dubosson, T. M., Osterwalder A., Pigneur Y., (2001), *E-business model design, classification and measurements*, Thunderbird International Business Review; Vol.44, n.1, pp.5 – 23
- Dye R.A. (2001), *An Evaluation of “Essays on Disclosure” and the disclosure literature in Accounting*, Journal of Accounting and Economics, Vol.32, n.1-3, pp. 181-235
- Eng, L. L. and Mak, Y. T. (2003), *Corporate governance and voluntary disclosure*, Journal of Accounting and Public Policy, vol.,22, n.4, pp. 325–345
- FASB Steering Committee (2001), *Improving business reporting: insights into enhancing voluntary disclosure*, Business Reporting Research Project.
- Feltham, G. e Xie, J. (1992), *Voluntary financial disclosure in an entry game with continua of type*, Contemporary Accounting Research, vol. 9, n. 1, pp. 46-80
- Financial Reporting Council (2010), *The UK Corporate Governance Code*, London: FRC

- Francis J.R., Khurana K. I. e Pereira R. (2005), *Disclosure Incentives and effects on cost of capital around the world*, *The Accounting Review*, vol. 80, n. 4, pp. 1125-1162
- Francis J. e Shipper K. (1999), *Have financial statements lost their relevance?*, *Journal of Accounting Research*, vol. 37, n. 2, pp. 319-352
- Galper, J. (2001), *Three Business Models for the Stock Exchange Industry*, *Journal of Investing*, vol.10, n.1, pp. 70-78
- Gebauer, J. e M. Ginsburg (2003), *The US Wine Industry and the Internet: An Analysis of Success factors for Online Business models*, *Electronic Markets*, vol.13, n.1, pp. 59-66
- Gigler F. (1994), *Self-enforcing voluntary disclosures*, *Journal of Accounting Research*, vol. 32, n. 2, pp. 224-240
- Gordijn, J. (2001), *Value-based Requirements Engineering - Exploring Innovative e-Commerce Ideas*, Doctoral Dissertation. Amsterdam, NL, Vrije Universiteit
- Grossman S. (1981), *The role of warranties and private disclosure about product quality*, *Journal of Law and Economics*, vol. 24, n. 3, pp. 461-483
- Grossman S.J., Hart O.D., (1980), *Disclosure Laws and Takeover Bids*, *Journal of Finance*, American Finance Association, Vol. 35, No.2, pp. 323-334
- Guthrie J., Petty R., Yongvanich K. e Ricceri F. (2004), *Using content analysis as a research method to inquire into intellectual capital reporting*, *Journal of Intellectual Capital*, vol. 5, n. 2, pp. 282-293
- Hackston D. e Milne M.J. (1996), *Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies*, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol. 9, n. 1, pp. 77-108
- Hamel, G. (2000), *Leading the revolution*, Harvard Business School Press, Boston
- Hayes R. e Lundholm R. (1996), *Segment reporting to the capital market in the presence of a competitor*, *Journal of Accounting Research*, vol. 34, n. 2, pp. 261-279

- Healy P. e Palepu K.G. (1993), *The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices*, Accounting Horizons, vol. 7, n. 1, pp. 1-11
- Healy P.M. e Palepu K.G. (2001), *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital market: a review of the empirical disclosure literature*, Journal of Accounting and Economics, vol. 31, n. 1-3, pp. 405-440
- Horowitz A.S. (1996), *The real value of VARS: resellers lead a movement to a new service and support*, Marketing Computer; vol. 16, n.4
- Hossain, M. et al. (1994), *Voluntary disclosure in an emerging capital market: some empirical evidence from companies listed on the Kuala Lumpur stock exchange*, The International Journal of Accounting, Vol.29, n.3, pp. 334–351
- Hossain M., Perera M.H.B. e Rahman A.R. (1995), *Voluntary Disclosure in the Annual Reports of New Zealand Companies*, Journal of International Financial Management and Accounting, vol. 6, n. 1, pp. 69-87
- Hughes, J. P. & Sankar, R. M. (1997), *The impact of litigation risk on discretionary disclosure*, Working Paper, UCLA
- Inchausti, B.G., (1997), *The influence of company characteristics and accounting regulation on Information disclosed by Spanish firms*. European Accounting Review, Vol.6, n.1, 45–68
- Jaggi, B. (1997), *Accuracy of forecast information disclosed in the IPO prospectuses of Hong Kong companies*, The International Journal of Accounting, Vol. 32 No. 3, pp. 301-19
- Jaworski B., Kholi A.K., (1993), *Market Orientation: Antecedents and Consequences*, Journal of Marketing, Vol. 57, n. 3, pp. 53-70
- Ketchen, D.J., Shook C.L., (1996), *The Application of Cluster Analysis in Strategic Management Research: an Analysis and Critique*, Strategic Management Journal, Vol.17, n.6, pp-441-458
- Kraemer, K. L., J. Dedrick, et al. (2000), *Redefining and extending the business model with information technology: Dell Computer Corporation*, The Information Society, Vol. 16, pp 5-21

- Lancia F., (2004), *Strumenti per l'analisi dei testi. Introduzione all'uso di T-lab*, Franco Angeli
- Lang M., Lundholm R. (1993), *Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures*, Journal of Accounting Research, vol. 31, n. 2, pp. 246-271
- Leuz, C., Schrand C. (2008), *Disclosure and the cost of capital: evidence from firms' response to the Enron shock*, Working Paper, Chicago Booth School of Business
- Lev B. (1992), *Information Disclosure Strategy*, California Management Review, vol. 34, n. 4, pp. 9-32
- Lev B. e Zarowin P. (1999), *The boundaries of financial reporting and how to extend them*, Journal of Accounting Research, vol. 37, n. 2, pp. 353-385
- Linder, J. and S. Cantrell (2000), *Changing Business Models: Surveying the Landscape*, Accenture Institute for Strategic Change
- Magretta, J. (2002), *Why Business Models Matter*, Harvard Business Review, Vol.80, n.5, pp.86-92
- Mak, Y.T. (1994), *The voluntary review of earnings forecast disclosed in IPO prospectuses*, Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 13 n. 2, pp. 141-58
- Malone, D., Fries C. and Jones T. ,(1993), *An Empirical Investigation of the Extent of Corporate Financial Disclosure in the Oil and Gas Industry*, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 8, N. 3
- Markides C. (1999), *A dynamic view of strategy*, Sloan Management Review; Vol.40, n.3, pp.55– 63
- Mavrincac, S. and Blitz, A. (1998), “Managing the success of the IPO transformation process”, working paper, Ernst and Young, London
- Meek, G. K., Roberts, C. B., & Gray, S. J. (1995), *Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations*. Journal of International Business Studies, 555–572
- Milgrom P. (1981), *Good news and bad news: Representation theorems and applications*, The Bell Journal of Economics, vol. 12, n. 2, pp. 380-391

- Morris, M., Schindehutte M., Allen J.(2005), *The entrepreneur's business model: toward a unified perspective*, Journal of Business Research, Vol.58, n.6
- Newman, P. e Sansing R. (1993), *Disclosure policies with multiple users*, Journal of Accounting Research, vol. 31, n. 1, pp. 92–112
- Osterwalder, A., Pigneur Y. , Tucci L.(2005), *Clarifying Business Origins: Present, and Future of the Concept*, Communication of the Association for Information System, Vol.15, May
- Papa M., (2007), *Disclosure of Risk Information in Italian IPO Prospectuses: A Descriptive Analysis of Manufacturing and IT Companies*, proceedings of the 30th European Accounting Association (EEA), Lisbona, 23- 24 Aprile
- Petrovic, O., Kittl C., et al. (2001), *Developing Business Models for eBusiness*, Proceedings of the International Conference on Electronic Commerce
- Raffournier B. (1995), *The determinant of Voluntary Financial Disclosure by Swiss listed Companies*, The European Accounting Review, Vol. 6, n.3, pp. 487-492
- Rayport J.F., Jaworski B.J. (2001), *E-commerce*, New York: McGraw-Hill/Irwin
- Shafer SM., Smith H.J., and Linder J.C. (2005), *The power of business models*, Business Horizons, Vol.48, n.3, pp.199-207
- Singhvi, S. (1968), *Characteristics and implications of inadequate disclosure: a case study of India*, The International Journal of Accounting, vol.3, n.2, pp. 29–43
- Stähler, P. (2002), *Business Models as an Unit of Analysis for Strategizing*, proceedings of the 1st International Workshop on Business Models.
- Ström N. (2005), *Initial Public Offerings Disclosure Strategy*, Working Paper Series, Uppsala University, Sweden.
- Sweet (2001), *Strategic value configuration logics and the 'new' economy: a service economy revolution?*, International Journal of Service Industry Management, Vol. 12, No.1, pp.70-83.

Tapscott, D., Ticoll D., et al. (2000), *Digital Capital – Harnessing the Power of Business Webs*, Boston: Harvard Business School Press.

Teece D.J., (2010), *Business Models, Business Strategy and Innovation*, Long Range Planning, vol.43, n. 2-3, pp.172-194

Timmers, P. (1998), *Business Models for Electronic Markets*, Journal on Electronic Markets, vol.8, n.2, pp.3-8

Trueman, B. (1997), *Managerial disclosure and shareholder litigation*, Review of Accounting Studies, vol.2, n.2, pp.181-199

Verganti R. (2008), *Design, Meanings and Radical Innovation: a Metamodel and a Research Agenda*, The Journal of Production, Innovation and Management, vol. 25, pp. 436-456

Verrecchia R.E. (1983), *Discretionary disclosure*, Journal of Accounting and Economics, vol. 5, pp. 179-194

Verrecchia R.E., (2001), *Essays on Disclosure*, Journal of Accounting and Economics, No.32, pp. 97-180

Viscio A.J., B.A. Pasternack (1996), *Toward a new business model*, Strategic Business; vol.2, n.1

Wagenhofer A., (1990). *Voluntary disclosure with a strategic opponent*, Journal of Accounting and Economics, vol. 12, n. 4, pp. 341-363

Walker M. e Tsalta A. (2001), *Corporate Financial Disclosure and Analyst Forecasting Activity: preliminary evidence for the UK*, Londra, CAET

Weill, P. and M. Vitale (2002), *What IT infrastructure capabilities are needed to implement e-business models?*, MIS Quarterly vol.1, n.1, pp. 17-34.

Allegato 1: Le componenti del modello di *business* in letteratura

		Horowitz 1996	Viscio & Pasternack 1996	Markides 1999	Donath 1999	Mahadevan 2000	Kramer 2000	Choshbrough & Rosenbloom 2000	Tapscott, Ticoll 2000	Hamel 2000	Linder & Cantrell 2000	Gordijn 2001	Petrovic et al 2001	Dubosson-Torbay et al. 2001	Afuah & Tucci 2001	Weill & Vitale 2001	Alt & Zimmerman 2001	Hodman & Kalling 2001	Rayport & Jaworski 2001	Betz 2002	Maitland & Van de Kar 2002	Hoque 2002	Osterwalder & Pigneur 2005	Magretta 2002	Sahler 2002	Paroli 2002-2003	Safer, Smith, Linder 2005	Morris, Schindelhutte, Allen 2005
Missione e Visione Strategica	Mission								X								X				X				X	X		
Struttura Interna	HR/Organizzazione	X	X							X					X		X											X
	Esperienza																											
	Assets/Infrastruttura/ Risorse			X	X				X			X	X				X	X	X	X			X			X	X	
	Tecnologia	X						X								X							X			X		
	Brand													X														
Struttura Esterna	Trend di mercato											X					X									X		
	Legislazione															X										X		
	Responsabilità sociale																											
	Fornitori							X													X	X						
	Alliati							X															X					
	Segmento di mercato			X		X	X		X		X			X	X		X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	
	Partners							X												X			X					
	Canale di distribuzione	X				X				X		X											X	X	X			
	Relazioni con i fornitori																											
Interfaccia cliente			X	X		X						X	X									X						
Politiche Strategiche Interne	Competenze chiave		X	X					X					X	X							X		X		X	X	X
Politiche Strategiche Esterne	Segm. Prodotto/ Valore proposto	X		X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Attività	Produzione					X						X					X											
	Logistica					X			X																			
	Processi/Attività		X	X					X		X			X	X	X	X					X	X			X	X	
	Costi			X			X																X	X		X	X	
	Entrate/guadagno/ricavo	X		X		X			X	X				X								X	X	X	X	X	X	X
Aspetti finanziari			X										X						X			X				X		

Allegato 2: Le imprese del campione e il loro modello di *business*

	EUROTECH	NICE	ZIGNAGO VETRO
<i>Informazioni Generali</i>			
Presidente	Roberto Siagri	Lauro Buoro	Luca Marzotto
Anno fondazione	1992	1993	1950
Provenienza	Nord-Est	Nord-Est	Nord-Est
<i>Informazioni relative alla Quotazione</i>			
Anno quotazione	2005	2006	2007
Motivazione	Finanziamento piano di nuovi investimenti	Finanziamento piano di nuovi investimenti	Finanziamento piano di nuovi investimenti
Advisor e sponsor	First Gen-e servicios de Consultoria SA e Mediobanca	Eidos Partner e Mediobanca	IMI bank
Segmento di Mercato	Star	Star	Star
Azioni richieste e azioni vendute	45.659.347 8.652.000	514.550.964 36.910.000	204.398.955 25.500.000
Prezzo di quotazione (€)	3,4	5,7	4,5
Prezzo medio primi 15 gg (€)	5,92	6,32	5,15
Var. %	(+74%)	(+10,9%)	(+14,3%)
<i>Macro-settore di appartenenza</i>			
Classificazione	Manifatturiero	Manifatturiero	Manifatturiero
<i>Dimensione Aziendale</i>			
Struttura proprietaria (ante IPO)	Privata	Privata	Privata
N° dipendenti	147	426	1289
Capitale Investito (Mln.)	52.886	153.768	220.069
Fatturato (Mln.)	29.851	150.021	240.650
Capitalizzazione di mercato (Mln.)	154	248	360
<i>Redditività</i>			
ROE	3,25%	22,19%	46,36%
ROI	21,8%	46,14%	30,48%
<i>Area Geografica</i>			
Area di operatività	USA, UK, Italia, Francia, Giappone, Cina	USA, Cina, Australia, Africa, UK, Italia, Spagna, Portogallo, Francia, Belgio, Germania, Romania, Polonia, Turchia, Russia, Siria.	USA, Spagna, Francia, Italia.
<i>Modello di Business</i>			
Modello di innovazione	Innovazione radicale <i>technology push</i>	Innovazione incrementale e radicale <i>design driven</i>	Innovazione incrementale <i>market pull</i>
Missione e Visione strategica	Favorire l'integrazione delle tecnologie nella realtà quotidiana rendendole sempre più pervasive	Semplificare i movimenti quotidiani attraverso l'uso di sistemi di automazione intelligenti e facili da usare	Rispondere prontamente alle richieste di personalizzazione della clientela attraverso prodotti innovativi e di qualità

Modello di <i>business</i>	Eurotech opera nel <i>business to business</i> progettando, sviluppando e commercializzando architetture di computer miniaturizzati (Nano PC) e a elevata capacità di calcolo (HPC) utilizzati nei settori difesa, trasporti, medicale e industriale. L'impresa può essere considerata una vera "fabbrica delle idee" concentrata nell'attività di R&D del know how scientifico, tecnologico ed industriale all'interno della quale la funzione di ricerca e sviluppo indirizzata all'incremento del <i>know-how</i> scientifico, tecnologico ed industriale, diventa elemento centrale del sistema di attività dell'azienda. Si tratta di una ricerca che si qualifica per la scientificità del contenuto e che si concentra sullo studio di soluzioni innovative ad alto valore aggiunto pensate per anticipare l'evoluzione degli scenari attesi e dei mercati di riferimento, definiti dalla pianificazione strategica. Il Gruppo, inoltre, ha sviluppato un modello che coniuga armonicamente fra loro fasi e progetti di ricerca svolti in collaborazione con enti esterni con progetti svolti internamente. Per quanto riguarda i progetti di ricerca gestiti in collaborazione con l'esterno si possono citare accordi e	Nice opera nel <i>business to business</i> progettando, sviluppando e commercializzando sistemi di automazione per cancelli, porte da garage, barriere, tapparelle, ecc. (Home Automation) integrabili tra loro e controllati a distanza tramite un unico telecomando. Il modello di <i>business</i> del Gruppo si articola nelle attività di (i) ricerca & sviluppo e <i>design</i> , (ii) pianificazione, programmazione ed acquisti, (iii) coordinamento logistico della produzione esterna e controllo qualità, (iv) <i>marketing</i> e comunicazione e (v) distribuzione e vendita. Tale modello è gestito in modo da soddisfare l'esigenza di un controllo costante ed accurato sulla qualità dei prodotti e sulla loro conformità agli <i>standard</i> del Gruppo e da coordinare in modo efficiente sia il ciclo produttivo sia la distribuzione dei sistemi e prodotti, consentendo di rispondere tempestivamente ed in maniera flessibile alle esigenze del mercato.	Zignago Vetro opera nel <i>business to business</i> progettando, sviluppando, producendo e commercializzando contenitori in vetro cavo di alta qualità destinati ai settori alimentare e bevande, cosmetica e profumeria, e "vetri speciali". Il modello di <i>business</i> del Gruppo è legato al processo produttivo che opera a ciclo continuo. Tale tipologia di produzione richiede un'attenta pianificazione e una continua interazione con la richiesta del mercato, fondamentale al fine di mantenere un equilibrio tra quantità prodotte, tipologia di offerta e scorte. Il Gruppo ha adottato una politica competitiva di "nicchia", volta ad individuare particolari tipologie di prodotti destinati ad un'arena competitiva di dimensioni limitate e di clienti che richiedono un approccio mirato in termini di prodotti e servizi, supportato da una forte attività di ricerca e sviluppo. Nei mercati in cui opera il Gruppo Zignago Vetro gli operatori di riferimento sono grandi gruppi multinazionali con una strategia competitiva basata sui volumi di produzione e su un elevato livello di standardizzazione. In tale contesto competitivo il management ha ritenuto necessario adottare una strategia competitiva distintiva, facendo ricorso a flessibilità tecnologica e organizzativa, con il
"Chi"?			
"Cosa"?			
"Come"?			

	<p>convenzioni posti in essere con Università, Centri di Ricerca ed Istituti Scientifici con i quali Eurotech opera.</p>	<p>vantaggio di operare in segmenti selezionati, di rispondere a richieste particolari di variazioni degli ordini e di muoversi sui diversi mercati in relazione alla situazione congiunturale della loro domanda.</p> <p>L'elevata flessibilità adottata dal Gruppo è stata da sempre associata ad un'estrema cura dell'efficienza operativa delle strutture produttive che hanno permesso al Gruppo Zignago Vetro di raggiungere una marginalità tra le più elevate del settore.</p>
--	--	--

Allegato 3: Schema di redazione del Prospetto Informativo di Quotazione

DEFINIZIONI/GLOSSARIO FATTORI DI RISCHIO NOTA DI SINTESI
SEZIONE PRIMA
<ol style="list-style-type: none"> 1. Persone responsabili 2. Revisori legali dei conti 3. Informazioni finanziarie selezionate 4. Fattori di rischio 5. Informazioni sull'emittente 6. Panoramica delle attività 7. Struttura organizzativa 8. Immobili, impianti e macchinari 9. Resoconto della situazione gestionale e finanziaria 10. Risorse finanziarie 11. Ricerca e sviluppo, brevetti e licenze 12. Informazioni sulle tendenze previste 13. Previsioni o stime degli utili 14. Organi di amministrazione, di direzione o di vigilanza e alti dirigenti 15. Remunerazione e benefici 16. Prassi del consiglio di amministrazione 17. Dipendenti 18. Principali azionisti 19. Operazioni con parti correlate 20. Informazioni finanziarie riguardanti le attività e passività, la situazione finanziaria e i profitti e le perdite 21. Informazioni supplementari 22. Contratti importanti 23. Informazioni provenienti da terzi, pareri di esperti e dichiarazioni di interessi 24. Documenti accessibili al pubblico 25. Informazioni sulle partecipazioni

Allegato 4: La griglia di analisi: macro-temi e temi (del modello di *business*)

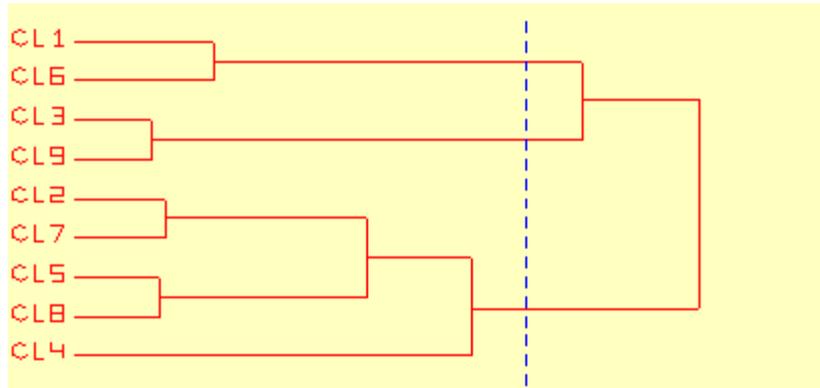
	Freq	%	N.par	%	Centralità	Freq	%	N.Parole	%	Centralità	Freq	%	N.Parole	%	Centralità
	EUROTECH IPO 2005					NICE IPO 2006					ZIGNAGO IPO 2007				
Macro-temi															
A. Valore Economico	772	30,95%	11118	26,25%	-	362	18,93%	7304,5	16,82%	-	604	20,59%	10884	18,64%	-
B. Corporate Governance	206	8,26%	4539	10,72%	-	120	6,28%	3889,1	8,96%	-	221	7,53%	4767,5	8,17%	-
C. Modello di Business	1516	60,79%	26701	63,04%	-	1430	74,79%	32231,4	74,22%	-	2108	71,87%	42726	73,19%	-
Totale	2494	100,00%	42358	100,00%		1912	100,00%	43425,0	100,00%		2933	100,00%	58378	100,00%	
Temi Modello di business															
CA. Missione e Visione strategica	37	2,44%	514,7	1,93%	40,7 from 76,7	49	3,43%	628,9	1,95%	46,2 from 80,8	92	4,36%	1255,1	2,94%	54,7 from 90,0
CB. Politiche Strategiche interne	201	13,26%	2616	9,80%	45,1 from 76,5	220	15,38%	3660,3	11,36%	50,0 from 80,9	211	10,01%	2584,1	6,05%	54,0 from 90,0
CC. Politiche Strategiche esterne	192	12,66%	2959	11,08%	43,0 from 75,7	245	17,13%	4636,8	14,39%	48,4 from 79,9	314	14,90%	4316,5	10,10%	58,7 from 90,0
CD. Struttura Interna	322	21,24%	6213	23,27%	41,6 from 76,4	265	18,53%	7843,7	24,34%	48,4 from 80,8	462	21,92%	9755,8	22,83%	61,2 from 90,0
CE. Struttura Esterna	395	26,06%	8835	33,09%	42,3 from 75,6	321	22,45%	9277,7	28,78%	45,9 from 80,5	569	26,99%	16829	39,39%	60,7 from 90,0
CF. Attività	369	24,34%	5563	20,83%	43,4 from 76,3	330	23,08%	6184,0	19,19%	47,8 from 80,8	460	21,82%	7985,7	18,69%	60,3 from 90,0
Totale	1516	100,00%	26701	100,00%		1430	100,00%	32231,4	100,00%		2108	100,00%	42726	100,00%	

Allegato 5: La griglia di analisi: sotto-temi (del modello di *business*)

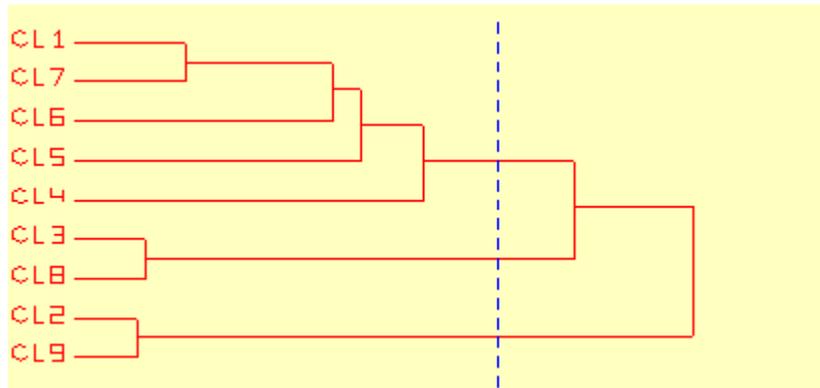
	Freq	%	N.parole	%	Freq	%	N.Parole	%	Freq	%	N.Parole	%
	EUROTECH IPO 2005				NICE IPO 2006				ZIGNAGO IPO 2007			
Sotto-voci Modello di business												
CA. Missione e Visione strategica												
CAa. Missione e Visione strategica: dove?	3	0,20%	30,6	0,11%	12	0,84%	122,6	0,38%	13	0,62%	135,0	0,32%
CAb. Missione e Visione strategica: come?	14	0,92%	172,9	0,65%	9	0,63%	160,7	0,50%	28	1,33%	400,9	0,94%
CAc. Missione e Visione strategica: perchè?					1	0,07%	11,3	0,04%	14	0,66%	192,1	0,45%
CAAd. Filosofia Imprenditoriale	20	1,32%	311,2	1,17%	27	1,89%	334,3	1,04%	37	1,76%	527,1	1,23%
CB. Politiche Strategiche interne												
CBa. Strategia Organizzativa	41	2,70%	444,7	1,67%	18	1,26%	664,2	2,06%	48	2,28%	664,2	1,55%
CBb. Strategia di sviluppo/Gestione delle risorse	54	3,56%	681,7	2,55%	50	3,50%	801,5	2,49%	36	1,71%	473,2	1,11%
CBc. Strategia di sviluppo di competenze specifiche	1	0,07%	8,7	0,03%	9	0,63%	124,7	0,39%	13	0,62%	145,8	0,34%
CBd. Strategia di sviluppo di competenze generali	52	3,43%	774,8	2,90%	84	5,87%	1054,0	3,27%	56	2,66%	565,8	1,32%
CBe. Strategia di gestione di competenze Specifiche e generali	2	0,13%	25	0,09%	1	0,07%	34,3	0,11%	2	0,09%	14,7	0,03%
CBf. Strategia Operativa	45	2,97%	571,1	2,14%	48	3,36%	803,5	2,49%	29	1,38%	375,8	0,88%
CBg. Politiche sul capitale umano	1	0,07%	29,5	0,11%	2	0,14%	46	0,14%	16	0,76%	203,4	0,48%
CBh. Politiche sul network interno	-	-	-	-	-	-	-	-	11	0,52%	141,2	0,33%
CBi. Politiche sul Capitale Strutturale	5	0,33%	81	0,30%	8	0,56%	132,1	0,41%	-	-	-	-
CC. Politiche Strategiche esterne												
CCa. Strategie di portafoglio	32	2,11%	401,6	1,50%	15	1,05%	257,7	0,80%	7	0,33%	70,8	0,17%
CCb. Strategie competitive - area competitiva	91	6,00%	1236,6	4,63%	105	7,34%	2176,8	6,75%	180	8,54%	2557,6	5,99%
CCc. Strategie competitive - vantaggio competitivo	65	4,29%	1229,4	4,60%	103	7,20%	1920,1	5,96%	125	5,93%	1656,0	3,88%
CCd. Strategie di comunicazione	-	-	-	-	19	1,33%	228,4	0,71%	-	-	-	-
CCe. Strategie sociali	4	0,26%	91,1	0,34%	-	-	-	-	-	-	-	-
CCf. Politiche sull'ambiente specifico	-	-	-	-	-	-	-	-	1	0,05%	25,8	0,06%
CCg. Politiche sul network esterno	-	-	-	-	3	0,21%	53,8	0,17%	1	0,05%	6,3	0,01%
CD. Struttura Interna												
CDa. Struttura economico-finanziaria	61	4,02%	1028,5	3,85%	20	1,40%	660,3	2,05%	68	3,23%	1188,1	2,78%
CDb. Struttura organizzativa	80	5,28%	1204,2	4,51%	56	3,92%	2422,5	7,52%	88	4,17%	1726,3	4,04%
DDc. Personale	93	6,13%	2741,2	10,27%	71	4,97%	2574,7	7,99%	162	7,69%	4137,7	9,68%
CDd. Struttura tecnica	85	5,61%	1223,2	4,58%	110	7,69%	2069	6,42%	143	6,78%	2696,6	6,31%
CDe. Caratteristiche del network interno	3	0,20%	16,1	0,06%	8	0,56%	117,2	0,36%	1	0,05%	7,1	0,02%
CE. Struttura Esterna												
CEa. Ambiente Generale	13	0,86%	365,1	1,37%	23	1,61%	1072,4	3,33%	41	1,94%	905,9	2,12%
CEb. Ambiente Specifico	379	25,00%	8442	31,62%	283	19,79%	7802,9	24,21%	528	25,05%	15923,2	37,27%
CEc. Caratteristiche del network esterno	3	0,20%	28,2	0,11%	15	1,05%	402,4	1,25%	-	-	-	-
CF. Attività												
CFa. Formazione delle politiche strategiche	-	-	-	-	-	-	-	-	1	0,05%	17,1	0,04%
CFb. Processi operativi	367	24,21%	5528,1	20,70%	329	23,01%	6170,2	19,14%	455	21,58%	7925,4	18,55%
CFc. Processi Cognitivi	2	0,13%	34,6	0,13%	1	0,07%	13,8	0,04%	4	0,19%	43,2	0,10%
CFd. Formazione delle politiche cognitive	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Totale	1516	100,00%	26701	100,00%	1430	100,00%	32231,4	100,00%	2108	100,00%	42726,3	100,00%

Allegato 6: I dendrogrammi ottenuti

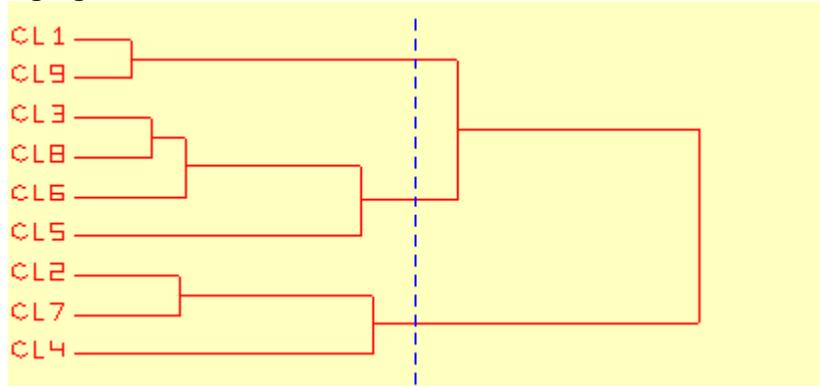
Eurotech



Nice



Zignago Vetro



Allegato 7: La composizione del cluster “modello di business”

Eurotech - Cluster Business Model							
Lemma	freq.	Lemma	freq.	Lemma	freq.	Lemma	freq.
Eurotech	229	Utilizzare	47	Ritenere	30	Moduli	21
Prodotto	137	Standard	46	tecnologia	30	applicazione	20
Mercato	123	Cfr	45	Segmento	30	Risorse	20
Sviluppo	98	Realizzare	42	Riportare	27	comunicazione	20
Ricerca	92	commerciale	41	Svolgere	27	Gestire	20
Settore	80	Capacità	41	Opera	27	Software	19
operazione	71	Interno	40	Istituto	26	CD	19
HPC	77	Calcolo	38	Ulteriore	26	Basare	19
Cliente	65	Elevato	37	ANNI	24	Fattore	19
Area	62	Specifico	36	Analisi	24	attualmente	18
Computer	58	riferimento	36	SISTEMA	23	Fase	18
NanoPC	55	produzione	34	Strategico	23	pianificazione	18
Particolare	53	esigenza	33	Costituire	22	Marketing	18
Nuovo	53	gestione	33	produttivo	21	....	...
Industriale	48	tecnologico	32	Livello	21	...	...
soluzione	47	progetti	32	Propria	21	...	...

Nice - Cluster Business Model							
Lemma	freq.	Lemma	freq.	Lemma	freq.	Lemma	freq.
prodotto	245	Italia	47	Progettazione	32	Francia	26
mercato	131	automazione	43	Struttura	31	Caratterizzare	26
commerciale	125	elettronico	42	Internazionale	31	Estero	25
SISTEMI	99	registrare	41	Porta	30	Tapparelle	25
nuovo	96	PROPRI	41	Management	29	Famiglia	24
particolare	87	consentire	39	Sicurezza	29	Lavorazione	24
screen	78	diverso	39	Articoli	28	Ampliamento	24
crescita	77	MARCHIO	38	Europa	28	MILIONI	24
settore	76	TERZISTI	37	Innovazione	28	Garage	23
operazione	69	cliente	37	Paese	28	Automatismo	23
design	68	distribuzione	37	Qualità	27	Motus	23
SVILUPPO	68	marketing	36	Produttivo	27	Grande	23
principale	61	comprendere	36	Mhouse	27	Elettrico	22
Area	59	tecnologico	35	approvvigionat	27	Utilizzare	22
produzione	57	interno	35	Cancelli	27	Solar	22
rappresentare	52	elevato	34	Tende	27	...	...
industriale	50	motore	33	Geografico	27	...	...
Gate	49	Fase	33	Residenziale	26	...	...
SISTEMA	49	Canale	33	Vendere	26	...	...

Zignago Vetro - Cluster Business Model							
Lemma	freq.	Lemma	freq.	Lemma	freq.	Lemma	freq.
gruppo	411	Quota	78	SISTEMA	51	Flaconi	36
Zignago	401	ulteriore	77	Ambito	51	fornitore	35
società	310	interno	75	Linea	50	presentare	35
mercato	198	Alto	75	Forno	50	Lavorazione	35
prodotto	191	normativa	70	Anni	48	Bottiglia	34
contenitore	186	alimenti	70	ambientale	47	LAVORO	34
emittente	159	operazione	65	capacità	47	Sociale	33
capitolo	156	gestione	65	Italia	45	SEGMENTI	33
informazione	147	decreto	65	ritenere	45	Forma	33
particolare	131	vendita	63	PUT	43	Fornitura	32
produzione	127	commerciale	63	capitale_soci	43	Europeo	31
sezione	118	previsto	59	contenere	42	Vigente	31
offerta	107	produttivo	59	Cfr	41	Paese	31
informativo	103	Elevato	59	soggetto	41	Intendere	31
prospetto	101	Rinviare	59	Italiano	41	convenzione	31
profumeria	97	industriale	58	sicurezza	41	Processo	31
Azioni	91	cosmetica	57	Area	39	Vino	31
Impianti	90	emissione	56	prevedere	39	condizioni	30
principale	90	bevanda	56	CONTRAT	39	Tramite	29
stabilimento	89	Fattore	55	Olio	37	Aziendale	29
cliente	85	SVILUPPO	55	svolgere	37	Registrare	29
qualità	83	riferimento	54	Livello	37	Maggior	29
Controllo	81	Settore	54	Servizio	37	...	...
RISPETTO	80	Rischio	53	autorizzazion	36	...	...

Allegato 8: Esempio di contesto elementare di occorrenza per il tema “prodotto”

“...operante principalmente in Francia, Eurotech Finland Oy (Finlandia) per i mercati del Nord Europa e della Cina. I **prodotti** sono commercializzati con i marchi Eurotech, Parvus, ips, neuricam e ascensit...”

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

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

“All'interno di tale quadro di evoluzione tecnologica, è nata Eurotech, con la missione di miniaturizzare l'hardware dei pc per renderlo impiegabile in nuovi ambiti, in parte inesplorati. L'anno successivo alla sua fondazione, nel 1993, Eurotech ha sviluppato i suoi primi **prodotti**, basati sullo standard PC/104...”

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

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

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

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

*“Ulteriori elementi qualificanti del **prodotto** consistono nell'efficienza termica ed energetica ed in particolare, consumi energetici quanto più possibile contenuti, ottima capacità di smaltimento del calore e dimensioni relativamente limitate (tenuto_conto dell'utilizzo e degli ambienti cui è destinato)...”*

*“Nei settori in cui opera il Gruppo ciò è amplificato dalla necessità di “anticipare” la concezione delle future soluzioni, in_funzione dell'evoluzione della tecnologia e dei bisogni. tutto_cio avviene in un contesto in cui la capacità di assorbire le innovazioni da parte del mercato, le performance richieste ai **prodotti** e l'avvento di nuove_tecnologie...”*

*“...prestazioni/qualità dei **prodotti**: i prodotti/soluzioni offerti da Eurotech rispondono alle esigenze e specifiche dei clienti, offrendo un elevato livello di qualità e con soluzioni innovative che consentono un rapporto prezzo/prestazioni competitivo...”*

*“La scelta del canale è infatti funzione della tipologia e delle caratteristiche dei **prodotti**. Per i NanoPC più complessi, ovvero per quelli che presentano elevati livelli di customizzazione...”*

*“Lo sviluppo e l'innovazione dei **prodotti** esistenti, attraverso il continuo monitoraggio delle nuove_tecnologie e delle esigenze attuali e prospettiche del mercato, ha dato origine a...”*

*“Eurotech è in grado di fornire **prodotti** HPC per tutti e quattro i segmenti con una maggiore focalizzazione su quelli della Technical capability e della Technical enterprise..”*

.... ..