

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PARMA

Dottorato di Ricerca in
“Determinazione e comunicazione del valore nelle aziende”

XX ciclo

TESI DI DOTTORATO

**LA PROSPETTIVA DELL’AZIENDA
NEI PROCESSI DI COMUNICAZIONE FINANZIARIA**

COORDINATORE

Chiar.mo Prof.
STEFANO AZZALI

TUTOR

Chiar.mo Prof.
ALBERTO QUAGLI

DOTTORANDA
PAOLA RAMASSA

*Ad Andrea,
e a tutta la mia famiglia*

RINGRAZIAMENTI

Nella preparazione di questa tesi, così come durante i tre anni del Corso di Dottorato, ho avuto la fortuna di collaborare e lavorare con persone molto speciali, che desidero ringraziare per tutto il loro sostegno e per il contributo alla realizzazione di questo lavoro.

Grazie innanzitutto al Professor Alberto Quagli, che mi sembra riduttivo definire semplicemente un tutor, per la sua disponibilità, i suoi preziosi consigli e per l'entusiasmo contagioso con cui affronta la ricerca.

Desidero poi ringraziare il Dottor Francesco Avallone, che con amicizia e generosità è sempre stato pronto ad aiutarmi con suggerimenti, spunti e interessanti chiacchierate. Vorrei poi esprimere la mia riconoscenza alla Professoressa Claire Marston della Heriot Watt University, per la disponibilità dimostrata nel corso del *visiting period* a Edimburgo, e ai Professori John Holland e Pauline Weetman dell'Università di Glasgow per gli interessanti consigli e per la calda ospitalità scozzese.

Desidero ringraziare anche i colleghi del Dipartimento di Tecnica ed Economia delle Aziende, con un grazie particolare alla Dottoressa Cinzia Panero per i suoi incoraggiamenti e per tutti i suoi consigli sullo studio dei casi.

Vorrei quindi estendere il ringraziamento alle aziende che con la loro collaborazione hanno reso possibile la realizzazione di questo lavoro, nelle persone del Dottor Stefano Giussani di Edison, del Dottor Marco Auriemma di Fiat, della Dottoressa Mara Di Giorgio e del Dottor Pietro Arnaboldi di Benetton Group.

Desidero infine ringraziare con tutto il cuore la mia famiglia e Andrea per non avermi mai fatto mancare il loro affetto e il loro sostegno in questi tre anni e per aver avuto la pazienza di sopportarmi con amorevole pazienza nelle fasi finali della preparazione di questo lavoro, che dedico loro con profonda riconoscenza.

INDICE

INTRODUZIONE	1
--------------------	---

CAPITOLO 1

LA COMUNICAZIONE FINANZIARIA: MOTIVAZIONI ED EFFETTI

1.1 Il ruolo della comunicazione finanziaria nel mercato dei capitali.....	4
1.2 Le motivazioni della comunicazione finanziaria.....	12
1.2.1 La comunicazione obbligatoria	12
1.2.2 La comunicazione volontaria.....	15
1.2.3 Il rapporto tra la comunicazione volontaria e gli obblighi normativi.....	26
1.3 Gli effetti della comunicazione finanziaria	29
1.3.1 Gli effetti sulla liquidità del titolo	29
1.3.2 Gli effetti sul costo del capitale	32
1.3.3 Gli effetti sugli intermediari informativi	40

CAPITOLO 2

IL PROCESSO DI COMUNICAZIONE FINANZIARIA

2.1 I modelli teorici per la comunicazione finanziaria	46
2.2 Il processo di comunicazione finanziaria	55
2.3 La fonte.....	62
2.4 La codifica	70
2.5 Il messaggio.....	76
2.6 I canali	87
2.7 I veicoli	93
2.8 Il subsistema dei destinatari.....	103

CAPITOLO 3

ASPETTI METODOLOGICI

3.1 L'oggetto di analisi.....	111
3.2 Il metodo dei casi.....	113
3.2.1 Lo studio di casi come strategia di ricerca	113
3.2.2 La progettazione di una ricerca condotta per casi	118
3.3 Il disegno della ricerca.....	123
3.4 La selezione dei casi e la raccolta dei dati.....	127
3.5 L'analisi dei dati	132

CAPITOLO 4

IL CASO EDISON

4.1 Presentazione dell'azienda	137
4.2 L'azienda e i processi di codifica	144
4.2.1 Le IR e il loro ruolo nella comunicazione finanziaria.....	144

4.2.2 Il processo di codifica.....	146
4.2.3 I soggetti coinvolti nel processo di comunicazione finanziaria.....	149
4.3 Analisi delle forme di comunicazione finanziaria adottate	152
4.3.1 Il bilancio annuale	152
4.3.2 I bilanci infrannuali	155
4.3.3 I comunicati <i>price sensitive</i>	158
4.3.4 Le presentazioni alla comunità finanziaria	160
4.3.5 La sezione di investor relation del sito <i>web</i> aziendale.....	162
4.3.6 Gli altri veicoli di comunicazione adottati	165
4.4 Alcune considerazioni sul caso Edison	166

CAPITOLO 5

IL CASO FIAT

5.1 Presentazione dell'azienda	169
5.2 L'azienda e i processi di codifica	178
5.2.1 Le IR e il loro ruolo nella comunicazione finanziaria.....	178
5.2.2 Il processo di codifica.....	182
5.2.3 I soggetti coinvolti nel processo di comunicazione finanziaria.....	185
5.3 Analisi delle forme di comunicazione finanziaria adottate	188
5.3.1 Il bilancio annuale	188
5.3.2 I bilanci infrannuali	191
5.3.3 I comunicati <i>price sensitive</i>	194
5.3.4 Le presentazioni alla comunità finanziaria	198
5.3.5 La sezione di investor relation del sito <i>web</i> aziendale.....	202
5.4 Alcune considerazioni sul caso Fiat	205

CAPITOLO 6

IL CASO BENETTON GROUP

6.1 Presentazione dell'azienda	208
6.2 L'azienda e i processi di codifica	214
6.2.1 Le IR e il loro ruolo nella comunicazione finanziaria.....	214
6.2.2 Il processo di codifica.....	218
6.2.3 I soggetti coinvolti nel processo di comunicazione finanziaria.....	221
6.3 Analisi delle forme di comunicazione finanziaria adottate	225
6.3.1 Il bilancio annuale	225
6.3.2 I bilanci infrannuali	229
6.3.3 I comunicati <i>price sensitive</i>	231
6.3.4 Le presentazioni alla comunità finanziaria	233
6.3.5 La sezione di investor relation del sito <i>web</i> aziendale.....	236
6.4 Alcune considerazioni sul caso Benetton Group.....	238

CAPITOLO 7

UNA VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELL'ANALISI PER CASI

7.1 L'approccio sistemico e il metodo dei casi nello studio della comunicazione finanziaria	241
7.2 Analisi delle evidenze empiriche.....	246
7.3 Alcune considerazioni di sintesi	252

BIBLIOGRAFIA CITATA	256
APPENDICE	
CALENDARIO DELLE INTERVISTE E DEGLI ALTRI CONTATTI CON LE AZIENDE OGGETTO DEI CASI	280

INTRODUZIONE

La comunicazione finanziaria rappresenta un tema di vivo interesse alla luce della crescente attenzione rivolta ai mercati finanziari, nell'ambito dei quali tale processo svolge un importante ruolo in termini di riduzione delle asimmetrie informative e di efficiente allocazione delle risorse.

Tale interesse si manifesta in una letteratura estremamente vasta e articolata, prevalentemente focalizzata sullo studio delle informazioni diffuse attraverso determinati documenti, quali bilanci o *earnings announcement*. Queste sono analizzate inizialmente con finalità descrittive per poi testare le associazioni dei principali attributi del messaggio con le caratteristiche aziendali e le reazioni osservabili sul mercato, al fine di identificare le determinanti e gli effetti della comunicazione finanziaria.

Il presente lavoro intende studiare il fenomeno adottando una visione più ampia, che abbraccia differenti documenti, occasioni d'incontro e canali, con una concezione della comunicazione finanziaria come sistema complesso, che può essere indagato nei suoi principali sottosistemi relativi all'azienda, al messaggio e ai destinatari. In una prospettiva aziendale, una visione unitaria del processo appare infatti fondamentale per consentire la formulazione di una strategia di comunicazione finanziaria, raccomandata da numerosi Autori, e la sua conseguente valutazione, dal momento che un approccio strategico a tale attività non può risolversi nella disgiunta considerazione dei messaggi veicolati attraverso differenti documenti e incontri.

Lo studio della comunicazione finanziaria è quindi effettuato con una particolare attenzione verso l'azienda e sulle attività con cui vengono preparati i diversi veicoli (bilancio annuale, relazioni infrannuali, comunicati *price sensitive*, presentazioni agli analisti, sezione di *investor relation* del sito *web* aziendale), che appaiono temi ancora trascurati dalle ricerche sulla *disclosure*. Tale analisi si fonda sull'idea che una visione unitaria del sistema di comunicazione finanziaria dovrebbe manifestarsi concretamente nelle attività con cui documenti e incontri vengono preparati, che possono essere gestite come un unico processo, che in quanto tale necessita di un certo grado di coordinamento, oppure come una sequenza di attività indipendenti, che devono essere svolte con attenzione all'efficacia del singolo atto comunicativo.

In questa prospettiva, il presente lavoro, dopo aver delineato uno schema di riferimento relativo all'intero sistema, si concentra in modo particolare sul subsistema aziendale e su quello del messaggio, al fine di descrivere come si configura in termini concreti la comunicazione finanziaria delle aziende, con particolare riferimento alle attività di preparazione e alle caratteristiche dei messaggi trasmessi attraverso veicoli differenti.

L'analisi empirica su questo tema è stata condotta attraverso lo studio di casi, che è apparso la strategia di ricerca preferibile per approfondire l'oggetto di studio con un sufficiente grado di dettaglio, che comporta inevitabilmente la necessità di raccogliere informazioni non pubblicamente disponibili e un'ampia documentazione per ciascuna azienda. Sono stati quindi studiati tre casi relativi alla comunicazione finanziaria diffusa da tre grandi aziende quotate alla Borsa Valori di Milano (Edison, Fiat, Benetton Group), che sono apparse di estremo interesse dal momento che presentano un'articolata struttura interna in termini di soggetti coinvolti nel processo e una *disclosure* assai ampia e ricca di contenuti.

Nello studio della comunicazione finanziaria di tali aziende, per ciascun caso sono stati analizzati dati relativi al processo di codifica delle informazioni, raccolti attraverso interviste dirette agli *investor relation officer*, e i contenuti diffusi nel triennio 2005-2007 attraverso i principali documenti e materiali pubblicamente disponibili, che comprendono i bilanci annuali, le relazioni infrannuali, i comunicati price sensitive, le presentazioni alla comunità finanziaria e la sezione di *investor relation* del sito *web* aziendale.

La tesi è strutturata come segue. Il primo capitolo è dedicato a una rassegna dei principali contributi della letteratura internazionale riconducibili al filone della *disclosure theory*, in cui sono organizzati e sinteticamente ripresi gli studi che hanno indagato il ruolo svolto dalla comunicazione finanziaria nel mercato dei capitali, le motivazioni per cui le aziende comunicano al mercato e i principali effetti di tale *disclosure*. Nel secondo capitolo, sono esposti alcuni recenti studi che hanno adottato una visione più ampia della comunicazione finanziaria, per la quale viene proposta in seguito una rappresentazione sotto forma di sistema, con approfondimenti specifici relativi ai singoli elementi che lo compongono (fonte, codifica, messaggio, canale, veicolo, decodifica, destinatario, *feedback*). All'analisi empirica sono dedicati i successivi capitoli, con l'esposizione del metodo di ricerca adottato nel terzo capitolo e la presentazione dei casi di Edison, Fiat e Benetton Group rispettivamente nei capitoli

quarto, quinto e sesto. Il capitolo settimo contiene infine una valutazione complessiva dello studio di casi di comunicazione finanziaria, che comprende considerazioni relative all'approccio adottato nella tesi, l'analisi *cross-case* e alcune riflessioni di sintesi sui risultati ottenuti e sulle possibilità svilupparli ulteriormente in ricerche future.

CAPITOLO 1

LA COMUNICAZIONE FINANZIARIA: MOTIVAZIONI ED EFFETTI

1.1 Il ruolo della comunicazione finanziaria nel mercato dei capitali

La comunicazione finanziaria rappresenta il processo con cui l'azienda e gli investitori, attuali e potenziali, offrono, domandano e scambiano dati circa la situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'azienda, passata, attuale e prospettica, e sugli eventi in grado di influenzarne l'evoluzione¹.

¹ Il tema dei rapporti e della comunicazione tra l'azienda e i mercati finanziari è stato affrontato secondo diverse prospettive e con definizioni differenti da parte della letteratura italiana.

Coda (1991) il tema è affrontato in chiave strategica, sottolineando il legame, spesso mancante, tra strategia e comunicazione e la comunicazione economica è definita come «la trasmissione di informazioni dalla direzione aziendale a tutti indistintamente gli interlocutori sociali - o ad alcuni soltanto di essi - sull'evoluzione dell'assetto reddituale, finanziario e patrimoniale dell'impresa»; si veda CODA V., *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, Giappichelli, Torino, 1991. Questa impostazione pone l'accento sull'oggetto della comunicazione, che è rappresentato da dati consuntivi e prospettici relativi l'assetto reddituale, patrimoniale e finanziario dell'azienda, corredati da spiegazioni circa i collegamenti della *performance* e della situazione aziendale alla strategia.

Alla definizione di comunicazione economica (talora indicata anche come comunicazione economico-finanziaria), caratterizzata per i contenuti attinenti la situazione e le prospettive patrimoniali, reddituali e finanziarie, altri Autori hanno affiancato il concetto di comunicazione finanziaria, fondato non sull'oggetto bensì sui destinatari della comunicazione, rappresentati dai soggetti operanti nell'ambiente finanziario di riferimento per l'approvvigionamento di capitali. In questo senso si vedano BERTINETTI G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Egea, Milano, 1996; QUAGLI A., *Comunicare il futuro*, FrancoAngeli, Milano, 2004; MAZZOLA P., *Le investor relations. Dalla comunicazione alla gestione della relazione con il mercato finanziario*, Egea, Milano, 2005.

Con riferimento alla letteratura internazionale, si ricorda la seguente definizione di *financial disclosure*: «any deliberate release of financial information, whether numerical or qualitative, required or voluntary, or via formal or informal channels», proposta da: GIBBINS M. – RICHARDSON A. – WATERHOUSE J., *The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes*, Journal of Accounting Research, vol. 28, n. 1, 1990, pp. 121-143

Il presente lavoro adotta il concetto di comunicazione finanziaria esposto da Quagli, caratterizzato sia dai destinatari (gli investitori attuali e prospettici, ma anche analisti finanziari e altri attori del mercato dei capitali), sia dall'oggetto della comunicazione (dati circa la situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'azienda, passata, attuale e prospettica, e sugli eventi in grado di influenzarne l'evoluzione). QUAGLI A., *Comunicare il futuro*, op. cit.

Inoltre, appare opportuno specificare sin d'ora che, nonostante la letteratura sviluppatasi negli ultimi anni sul tema delle *investor relation* sia di estremo interesse per lo studio della comunicazione finanziaria aziendale e i riferimenti a essa siano numerosi nel presente lavoro, il termine *investor relation* non rappresenta un sinonimo di comunicazione finanziaria. *Le investor relation*, infatti, secondo la definizione proposta dalla Investor Relations Society e largamente accolta in letteratura, comprendono tutte le attività di gestione della relazione tra un'azienda con titoli quotati e diffusi tra il pubblico e i suoi investitori attuali e potenziali, con un contenuto che comprende alcune attività di comunicazione finanziaria, ma anche altre operazioni strumentali e complementari, quali analisi per la valutazione d'azienda, *market intelligence* e gestione del portafoglio azionisti e analisti. Si vedano INVESTOR RELATIONS SOCIETY, *Practice guidelines: A guide to good practice in UK investor relations*, Investor Relations Society, London, 1997; MARSTON C. – STRAKER M., *Investor relations: a European survey*, Corporate Communications: An International Journal, vol. 6, n. 2, 2001, pp. 82-93; MAZZOLA P., *Le investor relations. Dalla comunicazione alla gestione della relazione con il mercato finanziario*, op. cit.

Tale processo svolge un ruolo cruciale per l'efficienza dell'allocazione delle risorse nell'ambito del mercato dei capitali, che rappresenta un obiettivo particolarmente critico, ma anche estremamente rilevante, in ogni sistema economico.

L'allocazione delle risorse presenta infatti alcuni aspetti problematici in relazione alla disponibilità delle informazioni e ai problemi connessi ai rapporti di agenzia, dal momento che il management dispone di maggiori informazioni circa la situazione aziendale rispetto agli investitori attuali e potenziali².

La prima criticità è legata alla presenza di asimmetrie informative³ e di interessi conflittuali tra l'azienda e gli investitori potenziali ed è nota in letteratura come il "problema dei limoni"⁴, relativo alle situazioni in cui gli acquirenti devono valutare la qualità dei beni offerti in situazioni di incertezza. In tali circostanze essi, non avendo a disposizione informazioni certe circa le migliori opzioni di acquisto, possono avvalersi prevalentemente di dati storici e statistici per valutare la "qualità" dei beni e compiere le proprie scelte d'acquisto. Le asimmetrie informative possono essere sfruttate attraverso comportamenti opportunistici (*moral hazard*) dai soggetti che offrono beni di scarsa qualità (bidoni o *lemons*), che tendono a non fornire informazioni complete circa la qualità dei beni per tentare di collocare i propri prodotti a prezzi superiori al loro valore. La possibilità che i venditori attuino tali comportamenti ha come diretta conseguenza il fenomeno della selezione avversa (*adverse selection*) da parte degli acquirenti. Questi, infatti, consapevoli del fatto che i venditori potrebbero non informare circa i difetti dei propri prodotti e che comunque tendono a sopravvalutare i beni offerti, sono portati ad attribuire un valore medio alle diverse alternative di acquisto, con il risultato di sovrastimare il valore dei bidoni e sottostimare quello dei beni di migliore qualità.

Se da un lato, quindi, le *investor relation* riguardano anche attività preliminari e di supporto rispetto alla pura comunicazione, dall'altro la comunicazione finanziaria concerne lo scambio di informazioni attraverso qualsiasi canale e strumento, comprendendo anche la diffusione di informazioni che non sempre sono considerate negli studi focalizzati sulle *investor relation*, maggiormente rivolti all'analisi delle forme di comunicazione più dirette tra l'azienda e gli operatori del mercato, generalmente gestite dalla stessa funzione di *investor relation* (per esempio, attraverso presentazioni agli analisti, incontri *one-to-one* con investitori istituzionali). Per approfondimenti sulle attività svolte nell'ambito delle *investor relation* si rinvia a MAZZOLA P. – DI MARTINO S., "Le investor relations", in Fabris G., *La comunicazione d'impresa*, Sperling & Kupfer Editori, Milano, 2003.

² HEALY P.M. – PALEPU K.J., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, Journal of Accounting and Economics, vol. 31, 2001, pp. 405-440.

³ STIGLER G.J., *The economics of information*, The Journal of Political Economy, vol. 69, n. 3, 1961, pp. 213-225; ARROW K.J., *Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care*, The American Economic Review, vol. 53, n. 5, 1963, pp. 941-973.

⁴ AKERLOF G.A., *The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism*, Quarterly Journal of Economics, vol. 84, 1970, pp. 488-500.

In questa prospettiva, i venditori che offrono prodotti migliori sono incentivati a fornire informazioni aggiuntive circa la qualità dei propri beni, al fine di ridurre l'incertezza e ottenere per essi una congrua valutazione da parte dei compratori. Inoltre, tali flussi informativi continuano a essere rilevanti per il compratore anche in seguito all'acquisto, in quanto, insieme all'esperienza maturata circa il prodotto acquistato, contribuiranno a fornire elementi presi in considerazione per decidere se rinnovare anche in futuro la fiducia accordata al venditore oppure se indirizzarsi verso acquisti alternativi.

La stessa logica può essere applicata alla situazione di potenziali investitori, che non sono in grado di valutare quali aziende abbiano maggiori potenzialità e sono consci che le società con peggiori prospettive cercano di mettere in luce di fronte al mercato soprattutto i loro punti di forza, così potrebbero presentarsi ai loro occhi in modo non molto dissimile dalle altre. Consapevoli di questa possibilità, gli investitori tenderanno a valutare tutte le aziende in maniera intermedia, col risultato di sottovalutare gli investimenti migliori e di sopravvalutare gli investimenti meno convenienti.

A livello teorico, questo problema può essere risolto sostanzialmente in due modi: un ruolo attivo può essere svolto dalla parte con maggiori informazioni attraverso il *market signalling*⁵, oppure la parte meno informata può proporre all'altra una serie di contratti che incentivino la riduzione delle asimmetrie informative (*market screening*)⁶.

Con specifico riferimento alla comunicazione finanziaria e ai rapporti con gli investitori, il *market signalling* richiama l'idea che l'azienda non comunica soltanto attraverso canali espliciti (per esempio, la presentazione del bilancio annuale), ma anche attraverso alcuni comportamenti gestionali e decisioni del top management⁷ (comunicazione implicita) che rappresentano per il mercato elementi in grado di segnalare la qualità dell'investimento. Per esempio, l'acquisto di azioni da parte del top management o dell'imprenditore o l'acquisto di azioni proprie da parte dell'azienda sono convenzionalmente ritenuti dal mercato un segnale che induce a prevedere una interessante redditività attesa⁸. È inteso che il *signalling* presuppone che tali

⁵ SPENCE M., *Job market signaling*, Quarterly Journal of Economics, vol. 87, n. 3, 1973, pp. 355-374.

⁶ KREPS D.M., *A course in microeconomic theory*, Princeton University Press, Princeton, 1990.

⁷ LELAND H.E. – PYLE D.H., *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, The Journal of Finance, vol. 32, n. 2, 1977, pp. 371-387.

⁸ Leland e Pyle evidenziano che il *signalling* determina dei costi per l'azienda, dovuti alla composizione sub-ottimale della struttura finanziaria, giustificati solo in relazione alla riduzione del costo dei capitali

comportamenti debbano essere non solo attuati dal management, ma anche conosciuti dal mercato attraverso comunicazioni esplicite (per esempio attraverso la stampa specializzata). Inoltre, dal momento che il significato attribuito a tali azioni è di matrice convenzionale, è opportuno sottolineare che l'efficacia dei segnali potrebbe essere ridotta a seguito di episodi in cui le prassi indicate venissero trasgredite.

Per quanto concerne il *market screening*, gli investitori e gli imprenditori possono innanzitutto stipulare contratti che forniscano incentivi per la comunicazione delle informazioni private al fine di ridurre le difficoltà di valutazione delle alternative di investimento.

Una seconda opzione è costituita dalla statuizione di regole che pongano in capo alle aziende l'obbligo di comunicare al mercato alcune informazioni ritenute di interesse generale, o comunque particolarmente rilevanti per le decisioni d'investimento (informativa obbligatoria)⁹. Gli obblighi normativi, infatti, costringono tutte le aziende a divulgare le informazioni richieste, anche quelle con prospettive reddituali inferiori alla media, così da ridurre il rischio di comportamenti opportunistici da parte delle aziende e da garantire una maggiore efficienza allocativa per l'intero mercato dei capitali. Oltre a questo vantaggio, la presenza di un'informativa obbligatoria (*mandatory disclosure*) riduce per i soggetti interni o a stretto contatto con l'azienda la possibilità di sfruttare informazioni private in chiave opportunistica.

Inoltre, le asimmetrie informative presenti tra investitori e azienda sono attenuate dalla presenza di intermediari informativi¹⁰, che sulla base dell'informativa comunicata direttamente dall'azienda (informativa primaria), rielaborano i dati in loro possesso per poi diffondere un'informativa derivata (o secondaria). Tale flusso di comunicazione è assai rilevante per gli investitori, e in maniera particolare per gli investitori individuali: infatti, proviene da soggetti maggiormente informati¹¹ e dotati di

derivanti dalla percezione, da parte degli investitori, di una minor rischiosità del finanziamento. LELAND H.E. – PYLE D.H., *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, op. cit.

⁹ Il tema dell'informativa obbligatoria verrà trattato nel paragrafo 1.2.1.

¹⁰ Gli intermediari informativi rappresentano una categoria alquanto eterogenea, composta da analisti finanziari (*sell-side* e *buy-side*), *broker*, agenzie di *rating*, *media* specializzati, solo per citarne alcuni. Il tema degli intermediari informativi, intesi come destinatari della comunicazione primaria, è affrontato nel paragrafo 2.8.

¹¹ La disponibilità di maggiori informazioni è dovuta innanzitutto alla specializzazione che caratterizza l'attività di molti intermediari, che spesso si focalizzano sull'analisi di un numero limitato di settori, sviluppando un'approfondita conoscenza del *business* e seguendo contemporaneamente l'andamento di più aziende concorrenti. In secondo luogo, alcuni intermediari informativi (per esempio gli analisti

competenze specialistiche, che provvedono a selezionare i dati divulgati dall'azienda e a elaborarli integrandoli con altre informazioni circa il contesto di riferimento e i concorrenti, riducendo la complessità della valutazione e offrendo possibilità di comparazione con diverse alternative di investimento.

L'efficacia delle differenti soluzioni proposte per il problema informativo è tuttavia influenzata da numerosi fattori di natura economica e istituzionale, che comprendono la possibilità di stipulare, monitorare e far applicare contratti ottimali, i costi proprietari che possono far lievitare il costo dell'informazione, le lacune e imperfezioni nella regolamentazione e la presenza di potenziali problemi di incentivi per gli stessi intermediari.

Inoltre, è opportuno ricordare che le asimmetrie informative non sono completamente eliminabili, in quanto connaturate al processo di specializzazione del lavoro e portate a riformarsi spontaneamente in un ambiente dinamico¹².

La seconda rilevante criticità rispetto all'efficiente allocazione delle risorse nell'ambito del sistema economico è costituita dai problemi di agenzia¹³, che riguardano il rapporto e le asimmetrie informative esistenti tra il management e gli investitori che hanno già deciso di investire il proprio capitale nell'azienda, ma non sono coinvolti nelle attività di gestione. Essi discendono dalla natura stessa del rapporto di agenzia, che si instaura quando un individuo (principale) incarica un altro soggetto (agente) di svolgere alcuni incarichi in sua vece, delegandogli l'autorità di prendere decisioni. Dal momento che entrambe le parti, tuttavia, tendono a massimizzare la propria utilità, è probabile che l'agente non agisca in ogni situazione nell'interesse del principale, poiché i loro interessi sono solo in parte convergenti.

Per mitigare questo problema il principale ha varie possibilità: può monitorare l'attività dell'agente, prevedere incentivi per il suo operato (*monitoring cost*),

finanziari) hanno accesso a informazioni private nell'ambito di incontri *one-to-one*. Per approfondimenti relativi alla *private disclosure* si rinvia ai paragrafi 2.1, 2.7 e 2.8.

¹²BELCREDI M., *Economia dell'informazione societaria*, UTET, Torino, 1993.

¹³ A proposito della teoria dell'agenzia e dei suoi sviluppi, si vedano BERHOLD M., *A Theory of Linear Profit-Sharing Incentives*, The Quarterly Journal of Economics, vol. 85, n. 3., 1971, pp. 460-482; ALCHIAN A.A. – DEMSETZ H., *Production, information costs, and economic organization*, The American Economic Review, vol. 65, n. 5, 1972, 777-795; ROSS S.A., *The economic theory of agency: the principal's problem*, The American Economic Review, vol. 63, n. 2, Papers and Proceedings of the Eighty-fifth Annual Meeting of the American Economic Association, May, 1973, pp. 134-139; JENSEN M.C. – MECKLING W.H., *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of financial economics, vol. 3, n. 4, 1976, pp. 305-360; FAMA E.F., *Agency problem and the theory of the firm*, Journal of Political Economy, vol. 88, n. 2, 1980, pp. 288-307.

remunerarlo per non intraprendere determinate attività o stabilire un compenso per sé nel caso in cui tali operazioni siano effettuate (*bonding cost*). In ogni caso tali alternative comportano il sostenimento di costi di agenzia¹⁴.

La stessa criticità emerge quando un soggetto che ha investito in un'attività economica (principale) non intende svolgere un ruolo attivo nella sua gestione, delegando tale responsabilità a uno o più amministratori (agenti), i cui interessi, tuttavia, non sono del tutto allineati a quelli dell'investitore, per cui questi ultimi potrebbero utilizzare il capitale aziendale per investimenti contrari al suo interesse. Per esempio, il management potrebbe usare il capitale conferito dagli azionisti per acquisire benefici personali, per fissare remunerazioni eccessivamente elevate o per effettuare investimenti o decisioni dannose per gli interessi degli investitori.

Situazioni analoghe possono verificarsi anche con riferimento ai finanziatori che hanno investito nell'azienda capitale di debito: con la liquidità acquisita i manager potrebbero aumentare i propri bonus, distribuire dividendi in misura eccessiva o intraprendere progetti ad elevato rischio, potenzialmente in grado di compromettere la solvibilità dell'azienda.

Il filone di letteratura positivista ha affrontato il tema delle criticità derivanti dai rapporti di agenzia¹⁵ proponendo soluzioni di varia natura per mitigare le conseguenze negative della separazione tra proprietà e controllo. Un primo strumento è rappresentato dal raggiungimento di accordi contrattuali e da meccanismi di *governance* tali da allineare gli interessi della proprietà a quelli del management, secondo l'idea che se il conflitto di interessi tra agente e principale è ridotto, l'agente, pur operando secondo la propria utilità, soddisferà anche gli obiettivi del principale. Tra le applicazioni di tale meccanismo volto a ridurre l'opportunismo degli amministratori, vi sono sia contratti per cui i manager sono remunerati in base ai risultati raggiunti, sia accordi in base ai quali essi ricevono, o sono indotti ad acquistare a condizioni agevolate, partecipazioni nell'azienda¹⁶.

¹⁴ È importante ricordare che i costi di agenzia non comprendono soltanto costi di monitoraggio e *bonding cost*, ma anche la perdita residuale derivante dall'attività svolta dall'agente, che con i suddetti strumenti non può essere completamente eliminata. Si veda JENSEN M.C. – MECKLING W.H., *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, op. cit.

¹⁵ JENSEN M.C., *Organization Theory and Methodology*, The Accounting Review, vol. 58, n. 2. 1983, pp. 319-339. Per una rassegna sistematica dei lavori che hanno trattato il tema della teoria dell'agenzia, si veda EISENHARDT K.M., *Agency theory: an assessment and review*, Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, pp. 57-74.

¹⁶ JENSEN M.C. – MECKLING W.H., *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure* op. cit.

Altri strumenti si basano, piuttosto che sul tentativo di far convergere gli interessi delle due parti, sul miglioramento, diretto o indiretto, delle capacità di monitoraggio del principale sull'operato dell'agente.

Sotto questo profilo, un ruolo particolarmente rilevante è svolto dal mercato azionario. I prezzi delle azioni, infatti, rappresentano dei segnali visibili circa gli effetti dell'attività del management in termini di flussi di cassa presenti e futuri e in questo senso esercitano pressione sui manager affinché agiscano negli interessi degli azionisti¹⁷.

Un monitoraggio indiretto avviene anche per effetto delle dinamiche che caratterizzano il mercato del lavoro¹⁸: infatti, esso recepisce i segnali del mercato dei capitali e li incorpora, insieme alle altre informazioni disponibili sul management e sulla *performance* aziendale, nella valutazione effettuata circa il suo operato, da cui dipendono i suoi redditi futuri, all'interno dell'azienda oppure in nuovi incarichi.

Un meccanismo simile è presente per effetto del rischio di *takeover*¹⁹: infatti, nell'eventualità di comportamenti opportunistici da parte del management, l'azienda può essere acquisita oppure l'assemblea può revocare la fiducia al management e sostituirlo²⁰.

Un'altra via suggerita dalla letteratura consiste nell'affidare la gestione dell'azienda a un consiglio di amministrazione, il quale si occuperà delle decisioni strategiche e monitorerà la gestione operativa, delegata ad altri manager²¹. Oltre al controllo esercitato dal consiglio, la letteratura sottolinea l'importanza dell'inserimento di professionisti come componenti indipendenti, al fine di sorvegliare l'attività dei consiglieri e di stimolare e mantenere tra di loro un certo grado di competizione, tale da evitare il formarsi di accordi collusivi tra gli amministratori e migliorare le loro capacità gestionali²².

¹⁷ FAMA E.F. – JENSEN M.C., *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, vol. 26, 1983, pp. 301-325.

¹⁸ FAMA E.F., *Agency problem and the theory of the firm*, op. cit.

¹⁹ MANNE H.G., *Mergers and the Market for Corporate Control*, The Journal of Political Economy, vol. 73, n. 2., 1965, pp. 110-120.

²⁰ FAMA E.F. – JENSEN M.C., *Separation of ownership and control*, op. cit.

²¹ FAMA E.F. – JENSEN M.C., *Separation of ownership and control*, op. cit.

²² FAMA E.F., *Agency problem and the theory of the firm*, op. cit.; FAMA E.F. – JENSEN M.C., *Separation of ownership and control*, op. cit.

I problemi derivanti dal rapporto di agenzia possono essere inoltre mitigati intervenendo direttamente sulla capacità di monitoraggio degli azionisti, ossia attraverso processi di comunicazione volti ad aumentare le informazioni a loro disposizione per valutare l'attività del management. A tal fine, sia la regolamentazione sia numerosi accordi contrattuali (per esempio le clausole che legano il compenso del top management ai risultati) pongono in capo agli agenti l'obbligo di informare i principali circa l'andamento aziendale.

Infine gli intermediari informativi, attraverso la produzione e diffusione di informativa derivata, forniscono al principale ulteriori elementi per monitorare l'uso delle risorse aziendali da parte del management.

Come evidenziato a proposito del problema dei limoni, anche rispetto alle criticità connesse ai rapporti di agenzia l'efficacia delle soluzioni proposte dalla letteratura è influenzata da numerosi fattori di natura economica e istituzionale, quali la possibilità di stipulare e far applicare contratti ottimali, le caratteristiche del mercato, la presenza di problemi di incentivi per il consiglio di amministrazione e gli intermediari.

Per quanto riguarda il mercato azionario, appare evidente che il suo contributo al monitoraggio dell'operato del management è influenzato dall'efficienza del mercato stesso²³: quanto meno un mercato è efficiente, tanto più il ruolo svolto dagli altri strumenti (per esempio, dalla regolamentazione della comunicazione finanziaria) è rilevante con riferimento alle criticità generate da rapporti di agenzia.

Anche l'efficacia con cui mercato del lavoro è in grado di disciplinare l'attività del management è condizionata dai suoi meccanismi di funzionamento: affinché tale efficacia sia elevata, infatti, devono essere soddisfatte tre condizioni²⁴. La prima si basa sull'assunzione che sia il talento sia l'impegno del management nel lavoro rappresentino dati incerti e potenzialmente variabili nel tempo e prevede che per stimarli il mercato faccia principalmente riferimento alle informazioni sulla *performance* presente e passata dei manager. La seconda riguarda l'efficienza e la razionalità nell'elaborazione di tali informazioni da parte del mercato del lavoro, mentre la terza

²³ Per una sintesi dei risultati degli studi relativi all'efficienza del mercato, si rinvia a MILGROM P. – ROBERTS J., *Economics, organization and management* (International Edition), Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey, 1992. Si vedano inoltre: FAMA E.F., *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, Journal of Finance, vol. 25, n. 2, 1970, pp. 383-417; GROSSMAN S.J. – STIGLITZ J.E., *Information and competitive price systems*, The American Economic Review, vol. 66, n. 2, 1976, pp. 246-253; GROSSMAN S.J. – STIGLITZ J.E., *On the impossibility of informationally efficient markets*, The American Economic Review, vol. 70, n. 3, 1980, pp. 393-408.

²⁴ FAMA E.F., *Agency problem and the theory of the firm*, op. cit.

prevede che le possibilità di revisione dei compensi del management in termini quantitativi e di tempistica siano tali da poter risolvere i problemi legati agli incentivi (per esempio, le possibilità di riduzione della remunerazione dovrebbero compensare un periodo di scarso impegno o di risultati non soddisfacenti da parte del management).

Se da un lato la prima condizione trova parziale riscontro nella realtà, dall'altro le ipotesi relative all'efficienza del mercato del lavoro e alla capacità di revisione dei compensi non sempre trovano piena corrispondenza nei sistemi economici.

Queste prime considerazioni evidenziano l'estrema rilevanza della comunicazione finanziaria rispetto alle criticità derivanti dalle asimmetrie informative esistenti tra l'azienda e gli investitori attuali (problemi di agenzia) e potenziali ("problema dei limoni"): tali asimmetrie, infatti, possono essere ridotte attraverso comunicazioni implicite (*signalling*) o esplicite, provenienti direttamente dall'azienda (informativa primaria) o rielaborate da intermediari informativi (informativa secondaria o derivata).

1.2 Le motivazioni della comunicazione finanziaria

Il presente lavoro si focalizza sulla comunicazione finanziaria esplicita (d'ora in poi semplicemente comunicazione finanziaria), che può essere divulgata dall'azienda sia per la necessità di rispettare obblighi normativi e regolamentari sia - per i dati che non sono oggetto di informativa obbligatoria - per volontà dell'azienda stessa.

1.2.1 La comunicazione obbligatoria

L'informativa primaria emanata dall'azienda circa il proprio andamento economico-finanziario deriva innanzitutto dagli obblighi di *disclosure* posti dal regolatore al fine di ridurre le asimmetrie informative esistenti nel rapporto con gli investitori e, di conseguenza, consentire a questi ultimi di avere gli elementi necessari per poter prendere le proprie decisioni di investimento.

La presenza di tali obblighi è stata spiegata dalla letteratura internazionale essenzialmente attraverso due interpretazioni²⁵.

²⁵ LEFTWICH R., *Market failure fallacies and accounting information*, Journal of Accounting and Economics, vol. 2, n. 3, 1980, pp.193-211; WATTS R.L. - ZIMMERMAN J.L., *Positive accounting theory*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1986; BEAVER W.H., *Financial reporting: an accounting*

La prima fa riferimento alla presenza di imperfezioni nel funzionamento del mercato, per cui le aziende non producono e trasmettono un efficiente livello di informazioni per le scelte di investimento del mercato. Al fine di evitare il fallimento del mercato, il regolatore interviene ponendo degli obblighi di *disclosure*, rendendo così le informazioni finanziarie un bene pubblico, il cui costo di produzione è implicitamente sostenuto dagli azionisti a vantaggio degli investitori, che possono sfruttare fenomeni di *free-ride*.

Una seconda interpretazione indica come il fine ultimo perseguito dalle autorità regolatrici sia rappresentato non tanto dall'aumento dell'efficienza del mercato, quanto piuttosto dalla volontà di ridistribuire la ricchezza, tenendo in considerazione innanzitutto la posizione degli investitori non professionisti. Secondo questa logica, infatti, la riduzione del *gap* informativo tra aziende e investitori potrebbe essere ottenuta con modalità diverse dall'informativa obbligatoria, per esempio attraverso l'investimento in formazione o l'acquisto di servizi di soggetti professionali da parte degli investitori.

Appare opportuno ricordare che a livello di intero sistema economico, a prescindere dall'interpretazione adottata, la produzione di informazioni da parte dell'azienda, che in parte avviene già internamente per finalità gestionali e di controllo, avviene a costi inferiori rispetto a quelli che dovrebbero sostenere soggetti esterni, che solitamente presentano difficoltà di accesso a dati completi sugli andamenti societari. Secondo questa prospettiva, l'informativa obbligatoria porta comunque un beneficio a livello di sistema economico, rappresentato dai minori costi sopportati per la produzione di informazioni rispetto a quelli che sarebbero stati sostenuti per la stessa attività da soggetti esterni all'azienda²⁶.

L'informativa dovuta, inoltre, è associata a diversi meccanismi di controllo e di sanzioni volti a garantire la veridicità delle informazioni divulgate, che hanno come effetto un aumento della credibilità della *disclosure*. Per quanto tali controlli siano disciplinati in maniera articolata e differente in ogni Paese, sostanzialmente comprendono controlli svolti sia da revisori contabili esterni, sia da soggetti pubblici (società di gestione del mercato, commissioni per il controllo della borsa) e un controllo eccezionale da parte dell'autorità giudiziaria che avviene solamente in casi patologici.

revolution, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1998; HEALY PM. – PALEPU K.J., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, op. cit.

²⁶ BERTINETTI G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, op. cit.

Un'ulteriore conseguenza della presenza di un'informativa obbligatoria è poi rappresentata dal fatto che la maggiore disponibilità di informazioni originarie a minori costi favorisce la produzione di informativa derivata da parte di analisti e altri intermediari, con un effetto di moltiplicatore sulla comunicazione all'interno del mercato²⁷.

Nonostante la rilevanza di tali vantaggi, non sembra auspicabile che l'ampiezza degli obblighi informativi, che negli ultimi anni è notevolmente cresciuta in molti Paesi, venga aumentata fino a rendere obbligatorio il maggior numero possibile di informazioni per vari ordini di motivi.

In primo luogo, gli obblighi informativi comportano per l'azienda il sostenimento di numerosi costi²⁸, impliciti ed espliciti, legati alla produzione delle informazioni, alla loro diffusione e alle potenziali conseguenze negative della comunicazione.

Con riferimento alla produzione e alla diffusione delle informazioni, l'azienda sostiene dei costi operativi diretti, collegati alla formazione del personale, all'acquisizione e all'utilizzo dei fattori produttivi aziendali impiegati per l'ottenimento e l'elaborazione dei dati.

Per quanto concerne le potenziali conseguenze negative della comunicazione, l'azienda sostiene i seguenti costi impliciti²⁹:

costi politici: collegati all'incremento della litigiosità (*litigation cost*) e all'aumento delle richieste degli *stakeholder* dovuti alle comunicazioni effettuate;

costi di posizione competitiva: dovuti alla possibilità offerta ai concorrenti di conoscere informazioni riservate circa l'azienda;

costi operativi indiretti: relativi all'adozione di comportamenti sub-ottimali da parte dell'azienda a seguito di obblighi informativi posti a suo carico.

In secondo luogo, la divulgazione troppo frequente di informazioni può comportare effetti negativi sugli scambi, incrementando la volatilità del titolo e, di conseguenza, l'innalzamento della rischiosità per gli investitori.

²⁷ QUAGLIA A., *Comunicare il futuro*, op. cit.

²⁸ BELCREDI M., *Economia dell'informazione societaria*, op. cit.

²⁹ Per approfondimenti si rinvia a DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Giuffrè, Milano, 1990.

Inoltre, la comunicazione di un numero molto elevato di informazioni potrebbe non agevolare gli investitori nelle proprie decisioni, quanto piuttosto sovraccargarli di informazioni (*overload* informativo), rendendo più complessa la loro attività per la difficoltà nel distinguere le informazioni più rilevanti dai dettagli meno significativi³⁰.

A tal proposito, è quindi opportuno sottolineare come l'aumento dell'informativa obbligatoria non rappresenti tanto un obiettivo a cui tendere in ogni situazione, quanto uno strumento per il cui utilizzo è necessaria un'attenta valutazione di costi e benefici³¹, al fine di migliorare il funzionamento del mercato senza penalizzare l'azienda chiamata a rispettare le regole. Tale valutazione deve inoltre tener conto del fatto che l'informativa obbligatoria assai di rado è di per sé sufficiente agli investitori per effettuare le loro decisioni, fornendo piuttosto dati da integrare attraverso comparazioni e con la considerazione del mercato nel suo complesso³². In tale prospettiva, l'informativa dovuta dovrebbe riguardare un minimo comune conoscitivo da porre a disposizione del mercato, graduato in termini di quantità, tipo e frequenza in base alle specifiche circostanze aziendali (la forma giuridica, le dimensioni, il ricorso ai mercati finanziari, il settore di attività, i prodotti)³³.

1.2.2 La comunicazione volontaria

Come già evidenziato, la comunicazione finanziaria non consiste solo in una serie di adempimenti a obblighi informativi, dal momento che le aziende scelgono intenzionalmente di comunicare agli investitori anche informazioni non richieste dalla

³⁰ Alcuni autori hanno indicato che un aumento nella soglia di informativa obbligatoria (per quantità e frequenza) può migliorare l'efficienza informativa del mercato solo se sono soddisfatte condizioni quali una discreta presenza di operatori con buone capacità interpretative in grado di incorporare nei prezzi le nuove informazioni e un seguito anche degli operatori meno informati ai movimenti iniziali di tali prezzi. Bianchi evidenzia come alcune delle forme di comunicazione obbligatoria italiana siano così complesse da poter rendere decisamente scarso il beneficio informativo per l'utente non professionale. Per approfondimenti si rinvia a BERTINETTI G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, op. cit.; BIANCHI L., "Il parere dei giuristi", in Di Martino S., *Investor relations, corporate governance e valore di impresa*, Egea, Milano, 2002.

³¹ ADMATI A.R. – PFLEIDERER P., *Forcing firms to talk: financial disclosure regulation and externalities*, The Review of Financial Studies, vol. 13, n. 3, 2000, pp. 479-519.

³² BELCREDI M., *Economia dell'informazione societaria*, op. cit.

³³ DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op. cit.

regolamentazione, volte ad approfondire la conoscenza che gli investitori hanno del *business* e a offrire loro maggiori elementi per la valutazione dell'andamento aziendale.

Le ricerche condotte sulla *voluntary disclosure*, affiancandosi alla letteratura di *positive accounting theory*³⁴, hanno studiato il ruolo informativo della comunicazione finanziaria per il mercato dei capitali, focalizzandosi essenzialmente sulle motivazioni connesse al mercato azionario per le decisioni contabili e di comunicazione.

Tali studi partono dal presupposto che i manager abbiano maggiori conoscenze degli investitori esterni circa i risultati futuri attesi e indicano che, in condizioni di regolamentazione e revisione non perfetti, i manager cercano un equilibrio in termini di scelte contabili e *disclosure* tra l'opzione di divulgare le proprie maggiori informazioni al mercato e quella di gestire la comunicazione per motivazioni di tipo contrattuale, politico o di *corporate governance*.

Nell'analisi delle motivazioni sottostanti le scelte di comunicazione volontaria e degli elementi in grado di influenzarle, la maggioranza degli studi ha fatto riferimento essenzialmente alle seguenti ipotesi³⁵:

1. ipotesi relative a transazioni sul mercato dei capitali;
2. ipotesi connesse alla competizione per il controllo dell'azienda;
3. ipotesi collegate alla remunerazioni su base azionaria;
4. ipotesi concernenti i costi per cause giudiziarie;
5. ipotesi riguardanti la volontà del management di segnalare il proprio talento;
6. ipotesi relative ai costi proprietari.

La prima categoria (*capital markets transactions hypothesis*) ipotizza che i manager che hanno in previsione di effettuare transazioni sul mercato dei capitali (per esempio, un aumento di capitale o l'acquisizione di un'azienda concorrente) abbiano un

³⁴ Tale letteratura si concentra sulle motivazioni delle scelte contabili in condizioni di mercato efficiente in forma semi-forte, in cui sono presenti costi per stipulare e far applicare i contratti e costi politici derivanti dal processo di regolamentazione. Il centro della riflessione concerne il ruolo dei profili contrattuali e politici nello spiegare le scelte contabili del management in presenza di costi di agenzia e asimmetrie informative, con particolare riferimento ai contratti tra l'azienda e i suoi creditori (*debt contracts*) e ai contratti tra il management e gli azionisti (*compensation contracts*). Alcuni studi, inoltre, non considerano solamente l'opportunismo in relazione alle scelte effettuate in seguito alla stipula dei contratti, ritenendo le scelte contabili e di *disclosure* come parte integrante dello stesso processo contrattuale. Per approfondimenti si vedano WATTS R.L. - ZIMMERMAN J.L., *Towards a positive theory of the determination of accounting standards*, The Accounting Review, vol. 53, n. 1, 1978, pp. 112-134; WATTS R.L. - ZIMMERMAN J.L., *Positive accounting theory*, op. cit.

³⁵ HEALY PM. – PALEPU K.J., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, op. cit.

incentivo a fornire informativa volontaria al fine di ridurre le asimmetrie informative, così da diminuire il rischio informativo per il mercato, e di conseguenza il costo del finanziamento esterno per l'azienda³⁶.

Pur tenendo in considerazione la difficoltà di isolare le transazioni in oggetto dagli altri fattori che possono influenzare la *disclosure*, tale ipotesi ha finora trovato conferma in numerosi studi. Con riferimento alla comunicazione di bilancio, è stato osservato che in prossimità dell'ingresso nel mercato dei capitali europeo (Eurobond) le aziende hanno migliorato significativamente la loro informativa, misurata attraverso un indice di *disclosure*³⁷. Evidenze coerenti con questa ipotesi sono emerse anche in uno studio sulla gestione della comunicazione finanziaria condotto per interviste³⁸, in cui la frequenza nel ricorso al mercato dei capitali è risultata un elemento rilevante nell'influencare la scelte di *disclosure*: i manager intervistati, infatti, hanno dichiarato di aumentare il flusso informativo in corrispondenza di tali operazioni al fine di facilitare l'accesso al mercato.

Lang e Lundholm³⁹, nell'ambito di un più ampio lavoro sulle determinanti della comunicazione finanziaria, hanno evidenziato che il giudizio degli analisti sulla *disclosure* aziendale (utilizzato come misura in grado di catturare il complesso della comunicazione dell'azienda con gli investitori) è migliore per le aziende che hanno aumentato il capitale nel periodo o nell'esercizio seguente. In uno studio successivo⁴⁰, focalizzato su aziende interessate da aumenti di capitale, gli stessi Autori hanno osservato un significativo aumento nella *disclosure* nei sei mesi precedenti l'operazione.

Risultati a supporto dell'ipotesi sono poi stati ottenuti in una ricerca focalizzata sugli effetti della *disclosure*, dove è emerso che il miglioramento del giudizio degli

³⁶ HEALY P.M. – PALEPU K.J., *The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices*, Accounting Horizons, vol. 7, n. 1, 1993, pp. 1-11; HEALY P.M. – PALEPU K.J., *The challenges of investor communications: the case of CUC International, Inc.*, Journal of Financial Economics, vol. 38, n. 1, 1995, pp. 111-141; MYERS S.C. – MAJLUF N.S., *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, Journal of Financial Economics, vol. 13, n. 2, 1984, pp. 187-222.

³⁷ CHOI F.D.S., *Financial disclosure and entry to the European capital market*, Journal of Accounting Research, vol. 11, n. 2, 1973, pp. 159-175.

³⁸ GIBBINS M. – RICHARDSON A. – WATERHOUSE J., *The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes*, op. cit.

³⁹ LANG M. – LUNDHOLM R., *Cross sectional determinants of analyst rating of corporate disclosure*, Journal of Accounting Research, vol. 31, n. 2, 1993, pp. 246-271.

⁴⁰ LANG M. – LUNDHOLM R., *Voluntary disclosure and equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock?*, Contemporary Accounting Research, vol. 17, n. 4, 2000, pp. 623-662.

analisti sulla comunicazione finanziaria è associato a un aumento nella frequenza con cui le aziende si rivolgono al mercato dei capitali⁴¹.

L'associazione tra informativa volontaria e accesso al mercato dei capitali è stata inoltre documentata con riferimento alla comunicazione di dati prospettici: infatti, è stato osservato che le aziende caratterizzate da una maggiore tendenza al finanziamento esterno sono associate a maggiori emissioni di previsioni degli utili⁴².

La seconda ipotesi riguarda la competizione per il controllo dell'azienda (*corporate control contest hypothesis*) e deriva dal fatto che il consiglio di amministrazione e gli investitori ritengono i manager responsabili per l'andamento del titolo⁴³. Tenendo conto del rischio che i manager perdano il proprio posto di lavoro in conseguenza di scarsi risultati in termini di prezzo azionario e di utili, si ipotizza che i manager utilizzino la comunicazione finanziaria per diminuire le probabilità di essere sottovalutati e per giustificare eventuali *performance* deludenti.

Le verifiche empiriche di tale ipotesi riguardano ancora un numero limitato di ricerche, focalizzate principalmente sul mercato britannico⁴⁴: esse confermano l'emissione di un maggior numero di *profit forecast* durante OPA ostili, volti a migliorare le aspettative del mercato diffondendo nella maggioranza dei casi informazioni positive.

L'ipotesi connessa alla remunerazione su base azionaria (*stock compensation hypothesis*) prevede che i manager che percepiscono compensi collegati all'andamento del titolo (per esempio, *stock grant* e *stock option*) abbiano più motivi per ricorrere alla

⁴¹ HEALY P.M. – HUTTON A.P. – PALEPU K.J., *Stock performance and intermediation changes surrounding increases in disclosure*, Contemporary Accounting Research, vol. 16, n. 3, 1999, pp. 485-520.

⁴² FRANKEL R. – MC NICHOLS M. – WILSON P.G., *Discretionary disclosure and external financing*, The Accounting Review, vol. 70, n. 1, 1995, pp. 135-150.

⁴³ Tale considerazione è stata confermata da più ricerche, che hanno osservato che la sostituzione del CEO è associata a un andamento deludente dell'azione (WARNER J.B. - WATTS R.L. - WRUCK K.H., *Stock prices and top management changes*, Journal of Financial Economics, vol. 20, 1988, pp. 461-493; WEISBACH M.S., *Outside directors and CEO turnover*, Journal of Financial Economics, vol. 20, 1988, pp. 431-460). La *performance* non soddisfacente del titolo è inoltre associata alla probabilità di scalate ostili, che a loro volta portano alla sostituzione del CEO (PALEPU K.J., *Predicting takeover targets: a methodological and empirical analysis*, Journal of Accounting and Economics, vol. 8, n. 1, 1986, pp. 3-36; MORCK R. – SHLEIFER A. – VISHNY R.W., *Do managerial objectives drive bad acquisitions?*, Journal of Finance, vol. 45, n. 1, 1990, pp. 31-50).

⁴⁴ GRAY S.J. – ROBERTS C.B. – GORDON P.D., *Making corporate reports valuable: A survey of corporate reporting practices by major UK companies*, ICAS, Edimburgo, 1991; SUDARSANAM P.S., *Defense strategies of target firms in UK contested bids: A survey*, working paper n. 94/1, City University, 1994; BRENNAN N., *Voluntary disclosures of profit forecasts by target companies in takeover bids*, Journal of Business Finance and Accounting, vol. 26, n. 7-8, 1999, pp. 883-918.

comunicazione volontaria. In primo luogo, in previsione della vendita delle proprie azioni, i manager sono incentivati a divulgare informazioni private per aumentare la liquidità del titolo, per migliorare la valutazione del mercato e per soddisfare i requisiti imposti dalla normativa dell'*insider trading*. In secondo luogo, i manager, agendo nell'interesse degli azionisti, hanno motivo di ricorrere all'informativa volontaria per ridurre i costi contrattuali connessi alle nuove assunzioni: infatti, le remunerazioni su base azionaria sono efficaci se la valutazione del mercato è ragionevolmente precisa, in caso contrario, i manager domanderanno compensi aggiuntivi per il rischio di errata valutazione sopportato.

L'influenza delle condizioni e dei tempi connessi alle remunerazioni basate su azioni sulla *disclosure* è stata supportata da diverse ricerche empiriche. Alcune ricerche hanno infatti osservato l'associazione tra l'emissione di informativa previsionale e l'attività di *trading* effettuata da *insider*⁴⁵ e hanno evidenziato che la probabilità con cui i manager di aziende in situazioni di forte cambiamento divulgano *earnings forecast* è maggiore se i manager hanno un elevato livello di remunerazione su base azionaria a rischio⁴⁶. È stato inoltre osservato⁴⁷ che la frequenza degli *earnings forecast* e la valutazione della comunicazione aziendale effettuata dagli analisti finanziari sono positivamente associati sia alla porzione di retribuzione del management influenzata dal prezzo dell'azione sia al valore delle azioni detenute dal *chief executive officer*.

Altri risultati a sostegno di questa ipotesi sono stati ottenuti con riferimento alla relazione tra la tempistica della comunicazione e le condizioni temporali dei piani di *stock option*. E' stato infatti osservato che i manager, in vista dell'assegnazione delle opzioni, rinviando la comunicazione di notizie positive e anticipano quella delle notizie negative, al fine di veder fissato un prezzo di esercizio (generalmente collegato con il prezzo dell'azione alla data di assegnazione) inferiore e quindi incrementare la remunerazione associata alle *stock option*⁴⁸. Se da un lato tale risultato conferma l'ipotesi che la presenza di piani di incentivazione azionaria possano influenzare la

⁴⁵ NOE C.F., *Voluntary disclosures and insider transactions*, Journal of Accounting and Economics, vol. 27, n. 3, 1999, pp. 305-327.

⁴⁶ MILLER G.S. – PIOTROSKI J.D., *The role of disclosure for high book to market firms*, working paper, Harvard University, 2000.

⁴⁷ NAGAR V. – NANDA D. – WISOCKI P., *Discretionary disclosure and stock-based incentives*, Journal of Accounting and Economics, vol. 34, n. 1-3, 2003, pp. 283-309.

⁴⁸ ABOODY D. – KASZNIK R., *CEO stock options awards and the timing of corporate voluntary disclosures*, Journal of Accounting and Economics, vol. 29, n. 1, 2000, pp. 73-100.

comunicazione finanziaria, dall'altro induce a pensare che non sempre tale influenza porti solo a un aumento del livello di *disclosure* e a temere che tali forme di remunerazione possano in qualche misura portare i manager a manovrare la comunicazione secondo i tempi dettati dalle loro remunerazioni (assegnazione, maturazione, esercizio) in modo da gestire le aspettative del mercato⁴⁹.

L'ipotesi relativa ai costi per contenzioso (*litigation cost hypothesis*) riguarda l'influenza sulla comunicazione finanziaria del rischio di cause giudiziarie, che possono essere intentate da azionisti e investitori che abbiano subito perdite a seguito di decisioni di investimento basate su dati (generalmente prospettici) divulgati dall'azienda e rivelatisi in seguito infondati.

La possibilità di incorrere in tali oneri può avere due diversi effetti sulle decisioni relative all'informativa volontaria. Da un lato, i manager possono ampliare e migliorare la comunicazione finanziaria al fine di ridurre il rischio che gli investitori possano avviare procedimenti per *disclosure* inadeguata o intempestiva, soprattutto con riferimento alla tempestiva divulgazione delle notizie negative (*bad news*) per evitare sopravvalutazioni da parte del mercato⁵⁰. Dall'altro lato, il timore di contenziosi può portare i manager a ridurre l'informativa volontaria, e in particolar modo la comunicazione di dati relativi alle prospettive future dell'azienda.

In questa prospettiva, l'influenza dei *litigation cost* ha assunto una certa rilevanza in particolar modo negli Stati Uniti, dove nel 1995 per incentivare la divulgazione di informativa prospettica la Securities Exchange Commission (SEC) ha rafforzato il valore della clausola di salvaguardia (*safe harbor rule*), riducendo le possibilità di citare in giudizio la società per l'informativa prospettica comunicata ai soli casi di mala fede o di gravi negligenze, a condizione che la società segnali il carattere previsionale delle informazioni con opportune indicazioni. In seguito a tale intervento, con riferimento a un campione di aziende operanti nei settori dell'hardware, software e farmaceutico (ad elevato rischio di contenzioso) è stato osservato un incremento nella frequenza di emissione di informativa previsionale e nel numero medio di comunicazioni, senza variazioni significative nella qualità delle informazioni fornite,

⁴⁹ Per un approfondimento sulle problematiche connesse agli incentivi forniti dalle *stock option* e sulla *rent extraction hypothesis*, si veda HANLON M. – RAJGOPAL S. – SHEVLIN T., *Are executive stock options associated with future earnings?*, Journal of Accounting and Economics, vol. 36, n. 1-3, 2003, pp. 3-43.

⁵⁰ SKINNER D.J., *Why firms voluntarily disclose bad news*, Journal of Accounting Research, vol. 32, n. 1, 1994, pp. 38-61.

misurata con riguardo agli errori nelle stime⁵¹. Tali evidenze confermano i risultati ottenuti dall'intervento della SEC, osservando che l'aumento nell'informativa previsionale divulgata è positivamente associato al rischio di *litigation* precedente la riforma e che le aziende a maggior rischio sono quelle che hanno aumentato in misura maggiore sia le previsioni con specifiche informazioni quantitative sia quelle contenenti informazioni di tipo qualitativo.

In relazione al ruolo svolto dalla divulgazione anticipata di notizie negative nel limitare i costi per contenzioso, gli studi empirici hanno invece condotto a risultati contrastanti. Alcune ricerche⁵² hanno evidenziato che le aziende con *performance* negative comunicano *bad news* circa i propri risultati con una probabilità più che doppia rispetto alle aziende con risultati positivi e che le aziende con comunicazioni negative sono tendenzialmente più soggette a cause. Ciò porta ad escludere l'ipotesi che la comunicazione volontaria di notizie negative possa scongiurare il rischio di azioni legali da parte degli investitori, tuttavia, alcune evidenze portano a ritenere che i costi connessi alla risoluzione dei contenziosi siano inferiori per le aziende che anticipano la comunicazione dei risultati rispetto alle aziende che non divulgano informazioni prospettiche in merito. I risultati di altri studi⁵³, invece, hanno osservato che proprio le comunicazioni di informazioni prospettiche negative (e non l'annuncio dei risultati negativi) provocano le azioni legali da parte degli investitori, senza trovare significative conferme del ruolo di tali comunicazioni nel ridurre i contenziosi.

Un altro elemento in grado di condizionare le scelte di comunicare volontariamente informazioni al mercato è rappresentato dalla volontà dei manager di segnalare al mercato le loro capacità (*management talent signaling hypothesis*). Tale ipotesi si fonda sull'idea che il valore di mercato di un'azienda dipenda dalla percezione degli investitori circa l'abilità del management nell'anticipare e rispondere ai futuri cambiamenti nell'ambiente in cui l'azienda opera. I manager, quindi, per migliorare la percezione degli investitori circa le loro capacità, e di conseguenza la valutazione

⁵¹ JOHNSON M.F. – KASZNIK R. – NELSON K.K., *The impact of securities litigation reform on the disclosure of forward looking information of high technology firms*, Journal of Accounting Research, vol. 39, n. 2, 2001, pp. 297-327.

⁵² SKINNER D.J., *Earnings, disclosures and shareholder lawsuit*, Journal of Accounting and Economics, vol. 23, n. 3, 1997, pp. 249-283.

⁵³ FRANCIS J. – PHILBRICK D.R. – SCHIPPER K., *Shareholder litigation and corporate disclosure*, Journal of Accounting Research, vol. 32, n. 2, 1994, pp. 137-165.

dell'azienda, divulgano informazioni circa il suo andamento economico-finanziario futuro.

Tale ipotesi è stata esplicitamente avanzata in uno studio focalizzato sulla comunicazione volontaria degli utili attesi⁵⁴, e in particolare sulle motivazioni alla base dell'emissione di *earnings forecast* di poco precedenti l'annuncio dei risultati, ma non è stata sinora oggetto di verifiche empiriche dirette a causa delle complessità collegate alla misura di tali variabili.

La sesta ipotesi concernente le motivazioni alla base delle scelte di *disclosure* volontaria riguarda il tema dei costi proprietari (*proprietary cost hypothesis*). La letteratura che ha seguito questa impostazione⁵⁵ non considera i conflitti di interessi esistenti tra manager e azionisti, concentrandosi piuttosto sugli elementi che possono portare l'azienda a limitare la propria comunicazione al mercato finanziario⁵⁶. Secondo tale ipotesi, le decisioni aziendali circa la comunicazione di dati non obbligatori è influenzata dal timore che la diffusione di tali informazioni possa danneggiare la posizione competitiva dell'azienda; in altri termini, il rischio di peggiorare la propria posizione competitiva può indurre l'azienda a comunicare meno informazioni anche se ciò comporta un aumento del costo dei finanziamenti. Tale rischio può riguardare tanto la comunicazione di informazioni positive quanto la divulgazione di informazioni negative e deriva dalla conoscenza di tali dati non soltanto da parte dei concorrenti, ma anche da parte di altri soggetti, per esempio degli istituti bancari che hanno concesso finanziamenti all'azienda. Da un lato, infatti, l'azienda incorre in costi proprietari se rivela informazioni positive sui suoi risultati, dal momento che tali dati possono attrarre

⁵⁴ TRUEMAN B., *Why do managers voluntarily release earnings forecast?*, Journal of Accounting and Economics, vol. 8, n. 1, 1986, pp. 53-72.

⁵⁵ VERRECCHIA R.E., *Discretionary disclosure*, Journal of Accounting and Economics, vol. 5, 1983, pp. 179-194; WAGENHOFER A., *Voluntary disclosure with a strategic opponent*, Journal of Accounting and Economics, vol. 12, n. 4, 1990, pp. 341-364; FELTHAM G.A. – XIE J.Z., *Voluntary financial disclosure in an entry game with continua of type*, Contemporary Accounting Research, vol. 9, n. 1, 1992, pp. 46-80; NEWMAN P. – SANSING R., *Disclosure policies with multiple users*, Journal of Accounting Research, vol. 31, n. 1, 1993, pp. 92-113; DARROUGH M.N., *Disclosure policy and competition: Cournot vs. Bertrand*, The Accounting Review, vol. 68, n. 3, 1993, pp. 534-562. In un'ulteriore analisi è sottolineata l'influenza dei costi proprietari non solo in rapporto alle scelte di comunicazione dei manager, ma anche alla credibilità dell'informativa: infatti, la presenza di costi competitivi connessi alla comunicazione rende più credibile la disclosure, che viene fornita prendendo in considerazione che le sue conseguenze non comprendono solo benefici per l'azienda, ma anche ripercussioni. Per approfondimenti su questo specifico aspetto, si rinvia a GIGLER F., *Self-enforcing voluntary disclosures*, Journal of Accounting Research, vol. 32, n. 2, 1994, pp. 224-241.

⁵⁶ Per un'ampia rassegna della letteratura si rinvia a VERRECCHIA R.E., *Essays on disclosure*, Journal of Accounting and Economics, vol. 32, n. 1-3, 2001, pp. 97-180; DYE R.A., *Commentary on Essays on disclosure*, Journal of Accounting and Economics, vol. 32, n. 1-3, 2001, pp. 181-235.

nuovi entranti nel *business*, dall'altro, la divulgazione di informazioni non soddisfacenti può comportare un peggioramento della situazione aziendale se alcuni soggetti finanziatori, preoccupati da tali comunicazioni, peggiorano le condizioni a cui negoziare nuovi finanziamenti.

L'influenza dei costi proprietari sulle scelte aziendali è indubbiamente legata alle caratteristiche della concorrenza con cui l'azienda è chiamata a confrontarsi, è quindi più rilevante in presenza di un ambiente fortemente competitivo⁵⁷, di fronte al rischio di nuovi entranti e nei casi in cui le aziende competono principalmente sul prezzo o sulla capacità del lungo periodo. Con riferimento ai costi competitivi, inoltre, alcune categorie di informazioni sono più appetite dai concorrenti e di conseguenza più sensibili, per esempio, la comunicazione delle informazioni relative agli specifici segmenti di mercato in cui l'azienda opera⁵⁸.

Un'interessante evidenza empirica⁵⁹ a supporto dell'ipotesi dei costi proprietari riguarda proprio l'informativa di segmento, indicando una maggiore propensione alla comunicazione di dati disaggregati nelle aziende con redditività in calo e che operano in segmenti con margini simili. Altri risultati relativi all'informativa di segmento sono stati ottenuti in una ricerca⁶⁰ effettuata sugli effetti del cambiamento del principio contabile sul *segment reporting*⁶¹ negli Stati Uniti, da cui è emerso che con l'applicazione del

⁵⁷ Darrough e Stoughton, utilizzando un altro modello di concorrenza e prendendo in considerazione i soli costi relativi all'ingresso di nuovi entranti, giungono a conclusioni opposte rispetto a Verrecchia, suggerendo che l'aumento della concorrenza favorirebbe la *disclosure* volontaria. Si vedano DARROUGH M.N. – STOUGHTON N.M., *Financial disclosure policy in an entry game*, Journal of Accounting and Economics, vol. 12, n. 1-3, 1990, pp. 219-243; VERRECCHIA R.E., *Discretionary disclosure*, op. cit..

⁵⁸ FELTHAM G.A. – GIGLER F.B. – HUGHES J.S., *The effects of line-of-business reporting on competition in oligopoly settings*, Contemporary Accounting Research, vol. 9, n. 1, 1992, pp. 1-23. In linea con l'ipotesi dei costi proprietari, Hayes e Lundholm propongono un modello che prende in considerazione aziende che operano in più segmenti e affermano che queste scelgono di divulgare informativa di segmento solo quando i diversi segmenti hanno risultati simili, altrimenti preferiscono non evidenziare le differenze tra i segmenti comunicando soltanto i dati in forma aggregata. La comunicazione di risultati simili tra i diversi segmenti, infatti, evita fenomeni di *adverse selection* da parte degli investitori, che vengono informati, ma contemporaneamente fornisce ai concorrenti informazioni da cui essi possono apprendere poco circa l'attività dell'azienda. HAYES R.M. – LUNDHOLM R., *Segment reporting to the capital market in the presence of a competitor*, Journal of Accounting Research, vol. 34, n. 2, 1996, pp. 261-280.

⁵⁹ PIOTROSKI J.D., *The impact of newly reported segment information on market expectations and stock prices*, working paper, University of Chicago, 1999.

⁶⁰ BOTOSAN C.A. – STANFORD M., *Managers' motives to withhold segment disclosures and the effect of SFAS No.131 on analysts' information environment*, The Accounting Review, vol. 80, n. 3, 2005, pp. 751-771.

⁶¹ Nel 2007, infatti, è avvenuto il passaggio dallo SFAS 14 (*Financial Reporting for Segments of a Business Enterprise*) allo SFAS 131 (*Disclosures about Segments of an Enterprise and Related Information*), che prevede regole più stringenti per la definizione dei segmenti per cui deve essere offerta informativa al mercato.

precedente principio contabile alcuni spazi di manovra erano stati sfruttati non tanto per nascondere *performance* deludenti, quanto piuttosto per nascondere la redditività di alcuni segmenti poco competitivi.

Un'altra categoria di dati estremamente sensibili è rappresentata dalle informazioni riguardanti i prodotti, per cui è stato osservato, con riferimento al settore altamente competitivo delle biotecnologie, che l'informativa precedente l'IPO è positivamente associata sia alla protezione legale (per esempio offerta dai brevetti) sia allo stadio di sviluppo dei prodotti stessi⁶².

Ulteriori evidenze empiriche relative ai costi proprietari riguardano i rapporti con le autorità regolatrici, oltre a quelli con i concorrenti. Una ricerca condotta sull'informativa fornita in occasione della liberalizzazione del settore elettrico negli Stati Uniti⁶³ ha infatti rilevato che le aziende con maggiori costi da recuperare (*stranded cost*), su cui le autorità dovevano ancora pronunciarsi, hanno fornito una disclosure meno ricca, in linea con la finalità di apparire al regolatore più vulnerabili nel nuovo contesto, per poi incrementare i flussi informativi in seguito alle decisioni delle autorità.

Sintetizzando, l'azienda ha incentivi a comunicare dati ulteriori rispetto a quelli contenuti nell'informativa obbligatoria sia in vista di operazioni sul mercato dei capitali, sia per motivazioni legate all'interesse personale dei manager a salvaguardare il proprio posto di lavoro e a segnalare il proprio talento. La remunerazione su base azionaria dei manager e il rischio di contenziosi connessi alla comunicazione finanziaria possono avere effetti diversi sulle scelte di *disclosure* del management. Tenzialmente, la presenza di *stock option* o altri compensi basati su azioni nel pacchetto retributivo del management dovrebbero indurre alla comunicazione di maggiori informazioni al fine di migliorare il prezzo e la liquidità del titolo in vista dell'esercizio delle opzioni e della successiva vendita delle azioni; tuttavia, in alcune circostanze (per esempio al momento dell'assegnazione degli strumenti) questa forma di remunerazione può fornire un incentivo ai manager a posticipare la diffusione di informazioni positive per ottenere un vantaggio personale, quale la riduzione del prezzo di esercizio. Il rischio di procedimenti giudiziari derivanti dalla diffusione di informazioni, a sua volta, potrebbe indurre a divulgare più informazioni per allineare le attese del mercato ai risultati

⁶² GUO R.J. – LEV B. – ZHOU N., *Competitive costs of disclosure by Biotech IPOs*, Journal of Accounting Research, vol. 42, n. 2, 2004, pp. 319-355.

⁶³ BHOJRAJ S. – BLACCONIERE W.G. – D'SOUZA J.D., *Voluntary disclosure in a multi-audience setting: an empirical investigation*, The Accounting Review, vol. 79, n. 4, 2004, pp. 921-947.

previsti dal management, ma può anche dissuadere il management dal comunicare dati prospettici per ridurre il rischio di ricorsi da parte degli investitori. Diversamente, la presenza di costi proprietari, ossia il temuto peggioramento della posizione competitiva aziendale a seguito della divulgazione delle informazioni, ha l'effetto univoco di ridurre la propensione del management alla *disclosure* volontaria.

In altri termini, il management è incentivato a comunicare per ridurre le asimmetrie informative ed evitare il fenomeno della *adverse selection*, in linea con gli interessi degli azionisti e per interessi personali connessi alla remunerazione e al profilo della carriera. Tali incentivi, tuttavia, non conducono a una situazione di *full disclosure* per l'effetto di tre frizioni⁶⁴.

La prima riguarda le situazioni in cui il manager non è sufficientemente interessato all'andamento del titolo, essenzialmente per motivazioni connesse alla sua remunerazione: questo può verificarsi se non sono previsti compensi su base azionaria, se stanno per essere assegnate le opzioni o se il loro esercizio è molto distante nel tempo.

Altre frizioni per cui l'azienda non può - o non ha convenienza a - comunicare sono connesse alla presenza dei costi competitivi o legali dell'informativa volontaria.

Infine, con particolare riferimento alla comunicazione volontaria di tipo prospettico, il management può non divulgare talune informazioni perché non è sufficientemente sicuro della loro realizzazione da comunicarle al mercato⁶⁵. Nonostante alcune evidenze empiriche indirette che possono supportare tale riflessione, questo profilo non è stato finora oggetto di verifiche empiriche da parte della letteratura, principalmente per le evidenti difficoltà di indagine.

⁶⁴ LUNDHOLM R. – VAN WINKLE M., *Motives for disclosure and non-disclosure: a framework and review of the evidence*, Accounting and Business Research, Special Issue: International Accounting Policy Forum, 2006, pp. 43-48.

⁶⁵ Lundholm e Van Winkle hanno interpretato come coerenti con questa logica i risultati ottenuti nello studio di Heflin, Subramanyam e Zhang, che evidenziano l'assenza di miglioramenti nell'accuratezza delle stime degli analisti e nella dispersione dei loro giudizi in seguito alla *Regulation Fair Disclosure* e al relativo aumento di informativa previsionale pubblica. Tali osservazioni sono state infatti spiegate come derivanti dal limitato numero di informazioni previsionali conosciute dal management con un grado di certezza tale da influenzare e migliorare le valutazioni del mercato. Si vedano LUNDHOLM R. – VAN WINKLE M., *Motives for disclosure and non-disclosure: a framework and review of the evidence*, op. cit.; HEFLIN F. – SUBRAMANYAM K.R. – ZHANG Y., *Regulation FD and the financial information environment: early evidence*, The Accounting Review, vol. 78, n. 1, 2003, pp. 1-37

1.2.3 Il rapporto tra la comunicazione volontaria e gli obblighi normativi

Avendo tratteggiato le motivazioni per cui le aziende avviano il processo di comunicazione con gli investitori, appare opportuno sottolineare che la distinzione tra informativa obbligatoria e volontaria, per quanto immediatamente comprensibile sotto il profilo teorico, non è così netta e definita se si considerano alcune circostanze concrete⁶⁶.

Innanzitutto, in alcune occasioni la decisione di comunicare informazioni che formalmente non sono oggetto di obblighi normativi deriva non da un libero intendimento del management, ma dal diffondersi di altre notizie sul mercato o da richieste specifiche (comunicazione reattiva). In caso di *rumour* tali da provocare sensibili variazioni nel prezzo del titolo, per esempio, le società italiane hanno l'obbligo ai sensi del Regolamento Emittenti⁶⁷ di emanare immediatamente un comunicato stampa per informare il mercato circa la veridicità di tali notizie. In base allo stesso Regolamento Emittenti⁶⁸, inoltre, le aziende che hanno fornito dati previsionali sono tenute a informare il pubblico di ogni rilevante scostamento rispetto agli obiettivi precedentemente diffusi. Tali obblighi informativi non riguardano la diffusione di informativa periodica, ma scattano nel momento in cui alcune informazioni particolarmente rilevanti per il prezzo dell'azione si diffondono per effetto di *rumour* o vengono volontariamente divulgate dall'azienda.

Esistono poi altre circostanze che, pur non portando ad obblighi informativi, inducono l'azienda a comunicazioni di tipo reattivo: alcune informazioni, infatti, possono essere chieste all'azienda direttamente da grandi investitori e operatori professionali per chiarire la natura di operazioni straordinarie o aspetti della comunicazione finanziaria precedentemente divulgata. L'azienda può poi decidere di fornire informazioni formalmente non obbligatorie se la prassi del settore in cui opera lo prevede e tali informazioni sono comunicate al mercato dai suoi concorrenti. In entrambe le situazioni, la scelta di non diffondere i dati sarebbe teoricamente possibile, ma concretamente penalizzerebbe in maniera sensibile l'azienda, tanto da poter essere percepita dal management come informativa non completamente volontaria.

⁶⁶ QUAGLIA A., *Comunicare il futuro*, op. cit.

⁶⁷ Art. 66/7 Regolamento Emittenti.

⁶⁸ Art. 68 Regolamento Emittenti.

Oltre alle fattispecie di comunicazione reattiva, una categoria intermedia tra informativa obbligatoria e volontaria è rappresentata dalle comunicazioni che sono volute nel contenuto, ma obbligate nella forma. Con riferimento alla realtà italiana, in base al Regolamento Emittenti⁶⁹ la diffusione dei dati previsionali (che avviene per autonoma scelta dell'azienda) deve essere obbligatoriamente effettuata rispettando le forme di pubblicità previste per la comunicazione dei fatti rilevanti⁷⁰, ossia mediante l'invio di un comunicato alla società di gestione del mercato (che lo mette immediatamente a disposizione del pubblico), ad almeno due agenzie di stampa e alla Consob e attraverso la pubblicazione sul sito internet aziendale, ove disponibile, del comunicato (dove deve rimanere disponibile per almeno due anni).

La distinzione tra informativa obbligatoria e volontaria è inoltre relativa allo specifico contesto normativo di riferimento, per cui le aziende quotate in più mercati possono essere tenute a fornire informazioni aggiuntive e prospetti di riconciliazione, che costituiscono comunicazione obbligatoria rispetto a un mercato e volontaria rispetto all'altro. Questo fenomeno è stato fortemente ridimensionato per effetto del processo di armonizzazione contabile in atto negli ultimi anni: infatti, tutte le società quotate sui mercati dell'Unione Europea sono tenute a redigere il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali (IFRS) e la Securities and Exchange Commission (SEC) ha recentemente approvato all'unanimità la decisione di permettere alle società straniere quotate negli Stati Uniti di redigere i propri bilanci in base agli IFRS, senza ulteriori necessità di riconciliazione, a partire dai bilanci chiusi dopo il 15 novembre 2007⁷¹. Fino a tale data, le società italiane quotate sia in Italia sia negli Stati Uniti sono state tenute a redigere il prospetto 20-F, contenente alcune informazioni non obbligatorie secondo la regolamentazione italiana; tuttavia, per rispettare il principio dell'equivalenza informativa fissato dal Regolamento Emittenti⁷², tali aziende erano obbligate a mettere a disposizione del pubblico le ulteriori informazioni fornite negli

⁶⁹ Art. 68 Regolamento Emittenti.

⁷⁰ Art. 66 Regolamento Emittenti. Si ricorda che i comunicati price sensitive sono disciplinati anche nel contenuto dalle Istruzioni al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. (Sezione IA.2.9.1).

⁷¹ Release nos. 33-8879; 34-57026; International series release no. 1306; file no. S7-13-07, "Acceptance from foreign private issuers of financial statements prepared in accordance with international financial reporting standards without reconciliation to GAAP".

⁷² Art. 88 Regolamento Emittenti.

Stati Uniti qualora queste avessero importanza per la valutazione degli strumenti finanziari sul mercato italiano.

Infine, la distinzione tra informativa obbligatoria e volontaria può essere incerta laddove gli obblighi informativi siano formulati in maniera minimale e poco specifica, per cui le aziende possono dare interpretazioni differenti circa il contenuto delle informazioni dovute, comunicando solo ciò che è espressamente richiesto oppure fornendo informazioni aggiuntive per migliorare la comprensione da parte degli investitori. Questa situazione si verifica frequentemente con riferimento agli obblighi relativi alle parti narrative del bilancio: per esempio, la descrizione dell'evoluzione prevedibile della gestione può limitarsi a poche righe sulle previsioni generali effettuate dal management circa il risultato economico oppure approfondire alcuni aspetti relativi alla strategia e alla sua implementazione per offrire una comunicazione più completa. In casi analoghi, una distinzione tra informativa voluta e dovuta è possibile solamente comparando il comportamento delle diverse società, considerando quindi in qualche misura volontarie tutte le informazioni fornite rispetto al contenuto minimale imposto dalle norme.

Le categorie intermedie rispetto alla distinzione tra informativa obbligatoria e volontaria sono sintetizzate all'interno di una tassonomia più ampia⁷³, che comprende:

- l'informativa obbligatoria puntuale, che deriva dal rispetto di norme specifiche;
- l'informativa volontaria di completamento, che comprende la comunicazione di dati dovuta all'integrazione del dettato normativo, ossia all'interpretazione estensiva degli obblighi informativi a carico dell'azienda;
- l'informativa volontaria condizionata, divulgata dall'azienda per l'adesione a codici, per emulazione delle *best practice* o come comunicazione reattiva;
- l'informativa volontaria pura, che viene diffusa dall'azienda in assenza di vincoli esterni diretti e costituisce informativa volontaria in senso stretto.

⁷³ AVALLONE F., *Financial disclosure: Determinants and stock prices*, paper presentato al I workshop del Gruppo di Attenzione Aidea sulla Comunicazione ai Mercati Finanziari, Brescia, 17 febbraio 2005.

1.3 Gli effetti della comunicazione finanziaria

Numerosi studi⁷⁴ hanno affrontato il tema degli effetti derivanti dalla comunicazione finanziaria (in particolare volontaria) sul mercato dei capitali, osservando che le principali conseguenze di tale informativa sono essenzialmente riconducibili all'incremento della liquidità del titolo, alla riduzione del costo del capitale e all'aumento, sotto varie forme, dell'informativa secondaria⁷⁵.

1.3.1 Gli effetti sulla liquidità del titolo

L'ipotesi adottata dagli studi che si sono focalizzati sull'aumento della liquidità del titolo in conseguenza della *disclosure* volontaria si fonda sulla riduzione delle asimmetrie informative tra investitori informati e non informati ottenuta per effetto della comunicazione finanziaria, per cui gli investitori diventano più fiduciosi circa il fatto che le azioni siano negoziate a un prezzo equo. La conseguenza di tale percezione è che aziende con elevati livelli di *disclosure* possano beneficiare di una maggiore liquidità del titolo⁷⁶.

⁷⁴ HEALY PM. – PALEPU K.J., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, op. cit. Tali autori evidenziano insieme ai risultati anche i limiti delle ricerche condotte sugli effetti della *disclosure* volontaria, essenzialmente riconducibili alla potenziale endogeneità delle variabili prese in esame. Infatti, l'associazione tra la comunicazione e risultati positivi potrebbe non tanto dipendere dal fatto che la *disclosure* ha comportato delle conseguenze per l'azienda, quanto piuttosto indicare che le aziende tendono a informare di più in periodi caratterizzati da *performance* positive. Inoltre, con riferimento agli studi focalizzati sugli effetti del cambiamento nelle politiche di comunicazione, è segnalata la criticità connessa alla determinazione del momento in cui tale modifica avviene, che appare assai problematico utilizzando sia le valutazioni degli analisti sia gli indici di *disclosure*.

⁷⁵ Le evidenze empiriche e le conclusioni raggiunte da alcuni degli studi citati sono stati ripresi in un lavoro che, corredandole con nuovi dati empirici, ha evidenziato i collegamenti teorici esistenti tra i diversi effetti della comunicazione. Secondo questa analisi, il primo passaggio è rappresentato dall'attenzione e dall'impegno dell'azienda in relazione alle problematiche di *investor relation* e comunicazione finanziaria, che, attraverso una *disclosure* ricca e presentazioni agli analisti, comporta una crescita nel numero degli analisti che seguono l'azienda e pubblicano relazioni sul suo andamento. I risultati dello studio mostrano quindi come l'aumento del *following* degli analisti, tramite la diffusione di informativa secondaria, provochi un incremento nella liquidità del titolo, sia in maniera diretta, sia attraverso l'aumento dei volumi di *trading*, coerentemente con l'idea che l'informativa derivata possa ridurre le asimmetrie informative. A sua volta, la maggiore liquidità conduce a una riduzione dei costi di transazione per gli investitori, così da aumentare il prezzo del titolo e di conseguenza diminuire il costo del capitale per l'azienda. Per approfondimenti, si rinvia a BRENNAN M.J. – TAMAROWSKI C., *Investor relations, liquidity, and stock prices*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 12, n. 4, 2000, pp. 26-37.

⁷⁶ DIAMOND D.W. – VERRECCHIA R.E., *Disclosure, liquidity and cost of capital*, Journal of Finance, vol. 46, n. 4, 1991, pp. 1325-1355; KIM O. – VERRECCHIA R.E., *Market liquidity and volume around earnings announcements*, Journal of Accounting and Economics, vol. 17, n. 1-2, 1994, pp. 41-67.

Tale ipotesi ha trovato supporto in numerosi studi, che hanno indagato direttamente o indirettamente la relazione tra *disclosure* e l'andamento del titolo aziendale sul mercato dei capitali. In primo luogo, alcune evidenze empiriche hanno mostrato che le scelte di comunicazione effettuate dall'azienda influenzano la velocità con cui le informazioni vengono incorporate nei prezzi di borsa. L'aumento della *disclosure*, infatti, è associato a un contemporaneo miglioramento nell'andamento del titolo, dopo aver controllato per i risultati, la dimensione e il rischio⁷⁷. Inoltre, nelle aziende con migliori valutazioni degli analisti circa la comunicazione finanziaria (*disclosure rating*) è stato osservato un maggiore contenuto informativo dei prezzi di borsa, inteso come l'associazione tra il prezzo dell'azione e gli utili futuri, rispetto alle aziende con livelli di informativa inferiori⁷⁸.

Altri studi hanno misurato la liquidità del titolo e indagato la sua relazione con la comunicazione finanziaria, utilizzando il *bid-ask spread*, ossia la differenza tra il prezzo più alto a cui un acquirente è disposto a comprare un titolo e il prezzo più basso a cui un venditore è disposto a scambiarlo, come indicatore del grado di liquidità delle azioni⁷⁹.

In altri termini, tale indicatore misura la protezione del prezzo richiesta dagli investitori non informati come compenso per il rischio informativo connesso agli investimenti sul mercato azionario, e quantifica l'impatto della *adverse selection* sul costo del capitale. Secondo questa logica, la divulgazione di informativa volontaria, riducendo le asimmetrie informative, limita il fenomeno della *adverse selection*, che porta a sua volta a un *bid-ask spread* inferiore.

In linea con questa ipotesi, i risultati hanno evidenziato un'associazione negativa tra il giudizio degli analisti sulla *disclosure* aziendale (inteso come la stima effettuata da specialisti della probabilità che l'azienda fornisca informazioni in occasione di eventi

⁷⁷ HEALY P.M. – HUTTON A.P. – PALEPU K.J., *Stock performance and intermediation changes surrounding increases in disclosure*, op. cit.

⁷⁸ GELB D.S. – ZAROWIN P., *Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices*, *Review of Accounting Studies*, vol. 7, n. 1, 2002, pp. 33-52.

⁷⁹ La liquidità è definita come la volontà di alcune parti di passare dall'altra parte dello scambio, che è stato iniziato da un altro soggetto, a un costo inferiore. Alla liquidità sono generalmente associate quattro dimensioni: l'ampiezza, la profondità, l'immediatezza e la resilienza. Il *bid-ask spread* è un indicatore dell'ampiezza della liquidità. HARRIS L.E., *Liquidity, trading rules, and electronic trading systems*, New York University Monograph Series in Finance and Economics, Monograph n. 1990-4, 1990.

rilevanti) e il *bid-ask spread*⁸⁰, anche in seguito ai controlli per gli effetti della volatilità, dei volumi di scambio e del prezzo delle azioni.

Prendendo in considerazione più periodi, conclusioni analoghe sono state raggiunte in uno studio⁸¹ riguardante gli effetti derivanti dall'ampliamento significativo della comunicazione finanziaria: infatti, le aziende che hanno ottenuto un miglioramento nel *disclosure rating*⁸² hanno ridotto il proprio *bid-ask spread* in seguito all'arricchimento dell'informativa. In particolare, prima del cambiamento tali aziende erano caratterizzate da uno *spread* superiore alla media, e solo in seguito al miglioramento della comunicazione il *bid-ask spread* si è attestato su livelli in linea con la media.

Ricerche a supporto di questa ipotesi sono state condotte anche con riferimento ad aziende europee, in particolare uno studio⁸³ ha analizzato la relazione tra *disclosure* e *bid-ask spread* nelle società quotate sul mercato tedesco, distinguendo le aziende che redigono i propri bilanci secondo i principi contabili tedeschi e quelle che hanno adottato i principi contabili internazionali o statunitensi, più ricchi sotto il profilo informativo. La *ratio* alla base della scelta di un contesto di indagine diverso da quello statunitense deriva, infatti, dalla volontà di studiare aziende che non operano in un ambiente caratterizzato da principi contabili con elevate richieste in termini di informativa, ma che decidono di offrire un'ampia *disclosure* in un contesto dove i principi contabili nazionali richiedono un'informativa più scarna. Coerentemente con le ipotesi, i risultati evidenziano un *bid-ask spread* inferiore per le aziende che redigono i bilanci consolidati secondo i principi contabili internazionali o statunitensi rispetto a quelle che adottano esclusivamente i principi contabili nazionali tedeschi.

⁸⁰ WELKER M., *Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets*, Contemporary Acc Research, vol. 11, n. 2, 1995, pp. 801-827.

⁸¹ HEALY P.M. – HUTTON A.P. – PALEPU K.J., *Stock performance and intermediation changes surrounding increases in disclosure*, op. cit.

⁸² La ricerca ha analizzato anche le motivazioni alla base del miglioramento nel giudizio degli analisti, riconducibili essenzialmente alle seguenti: aumento dell'informativa di segmento, discussione più dettagliata delle operazioni e della *performance* finanziaria, spiegazioni più dirette circa le prospettive aziendali in bilancio e nella relazione trimestrale, pubblicazione di informazioni aggiuntive all'interno di *fact book*, aumento dell'attività di *investor relation* (accesso degli analisti al top management, incontri e presentazioni agli analisti).

⁸³ LEUZ C., VERRECCHIA R.E., *The economic consequences of increased disclosure*, Journal of Accounting Research, vol. 38, Supplement, 2000, pp. 91-124.

1.3.2 Gli effetti sul costo del capitale

Gli effetti dell'informativa volontaria sul costo del capitale rappresentano un tema di estremo interesse per tutti gli attori coinvolti nel processo di comunicazione finanziaria e contemporaneamente un argomento molto complesso e dibattuto negli studi sulla *disclosure*. L'organismo di statuizione dei principi contabili statunitense (FASB)⁸⁴ e le maggiori associazioni professionali⁸⁵ sono concordi nell'affermare che la riduzione del costo del capitale rappresenta uno dei principali benefici che possono essere ottenuti attraverso un incremento dell'informativa divulgata al mercato, tuttavia altri soggetti sostengono che una maggiore *disclosure* possa condurre a un incremento della volatilità del titolo, con conseguente aumento del costo del capitale.

Gli studi di carattere teorico sul costo del capitale sostengono l'esistenza di un legame tra l'informativa volontaria e il costo del capitale sulla base di due differenti considerazioni: un primo filone di ricerca afferma che la *disclosure* riduce il costo del capitale per effetto del minor rischio di stima (*estimation risk*) sopportato dagli investitori, mentre un secondo gruppo di studiosi teorizza che tale risultato derivi dalla riduzione dei costi di transazione e delle asimmetrie informative.

Le ricerche del primo filone si concentrano sul rischio di stima, inteso come un elemento ulteriore di rischio, dovuto all'incertezza degli investitori circa il rendimento delle azioni e la distribuzione di pagamenti, che a sua volta dipende dalla disponibilità di informazioni sull'azienda: così, se gli investitori hanno accesso a un'informativa più ampia, ciò porta a una riduzione della loro incertezza, del rischio di stima e, come conseguenza, del costo del capitale.

I risultati più rilevanti ottenuti da questo filone di letteratura per lo studio della *disclosure* riguardano le caratteristiche di tale rischio⁸⁶, che sotto determinate condizioni

⁸⁴ FOSTER J.M., *The Fasn and the capital markets*, Fasn, Stanford, 2003.

⁸⁵ AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (AICPA), *Improving business reporting - A customer focus: A comprehensive report of the special committee on financial reporting*, AICPA, New York, 1994.

⁸⁶ KLEIN R.W. – BAWA V.S., *The effect of estimation risk on optimal portfolio choice*, Journal of Financial Economics, vol. 3, n. 3, 1976, pp. 215-231; BARRY C. – BROWN S.J., *Differential information and security market equilibrium*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 20, n. 4, 1985, pp. 407-422; COLES J.L. – LOEWENSTEIN U., *Equilibrium pricing and portfolio composition in the presence of uncertain parameters*, Journal of Financial Economics, vol. 22, n. 2, 1988, pp. 279-303; HANDA P. – LINN S.C., *Arbitrage pricing with estimation risk*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 28, n. 1, 1993, pp. 81-100; COLES J.L. – LOEWENSTEIN U. – SUAY J., *On equilibrium pricing under parameter uncertainty*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 30, n. 3, 1995, pp. 347-364; CLARKSON

presenta una componente non diversificabile e, essendo trascurato dalle analisi tradizionali circa le scelte ottimali di portafoglio, non è compreso nel beta.

Il secondo indirizzo di studi teorici focalizza l'attenzione sul profilo dei costi di transazione, sostenendo che gli investitori sono disposti a investire meno nelle azioni che presentano costi di transazione più alti, il che si traduce in un costo del capitale più elevato per le aziende. Molti studi collegano poi i costi di transazione alle asimmetrie informative presenti tra l'azienda e i potenziali investitori, già esaminate con riferimento al problema dei limoni⁸⁷, e alla scarsa liquidità del mercato, per cui una scarsa informativa al mercato e una ridotta liquidità delle azioni comportano costi di transazione più elevati, e di conseguenza un maggior costo del capitale⁸⁸.

In questa prospettiva, le aziende comunicano più informazioni circa la loro situazione economico-finanziaria per ridurre i costi di transazione per gli investitori e di conseguenza possono ottenere un costo del capitale inferiore rispetto alle aziende che offrono un'informativa più scarsa.

Questi studi, spesso implicitamente, si fondano sull'assunzione che la divulgazione di informazioni al mercato abbia come conseguenza una riduzione delle asimmetrie informative, effetto per molti versi intuitivo, ma in alcune condizioni messo in dubbio dalla teoria e non sempre supportato dall'evidenza⁸⁹.

In estrema sintesi, entrambi gli indirizzi indicano la riduzione del costo del capitale come un effetto dell'informativa volontaria, derivante dalla preferenza degli investitori per l'investimento in azioni che presentano un rischio di stima ridotto, costi di transazione limitati e un basso livello di asimmetrie informative. Questi tre fattori,

P. – GUEDES J. – THOMPSON R., *On the diversification, observability, and measurement of estimation risk*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 31, n. 1, 1996, pp. 69-84.

⁸⁷ Si veda il paragrafo 1.1.

⁸⁸ AMIHU D. Y. – MENDELSON H., *Asset pricing and the bid-ask spread*, Journal of Financial Economics, vol. 17, n. 2, 1986, pp. 223-249; AMIHU D. Y. – MENDELSON H., *Liquidity and asset prices: financial management implications*, Financial Management, vol. 17, n. 1, 1988, pp. 5-15; KING R. – POWNALL G. – WAYMIRE G., *Expectations adjustment via timely management forecasts: review, synthesis, and suggestions for future research*, Journal of Accounting Literature, vol. 9, 1990, pp. 113-144; DIAMOND D.W. – VERRECCHIA R.E., *Disclosure, liquidity and cost of capital*, op. cit.; EASLEY D. – O'HARA M., *Information and the cost of capital*, Journal of Finance, vol. 59, n. 4, 2004, pp. 553-584.

⁸⁹ VERRECCHIA R.E., *Essays on disclosure*, op. cit. Per l'analisi di tali condizioni si rinvia a LUNDHOLM R., *Price-signal relations in the presence of correlated public and private information*, Journal of Accounting Research, vol. 36, n. 1, 1988, pp. 107-118; KIM O. – VERRECCHIA R.E., *Trading volume and price reactions to public announcements*, Journal of Accounting Research, vol. 29, n. 2, 1991, pp. 302-321; KIM O. – VERRECCHIA R.E., *Market liquidity and volume around earnings announcements*, op. cit.; MCNICHOLS M. – TRUEMAN B., *Public disclosure, private information collection, and short-term trading*, Journal of Accounting and Economics, vol. 17, n.1-2, 1994, pp. 69-94.

infatti, possono essere ridotti attraverso la comunicazione volontaria e la maggiore domanda per azioni con queste caratteristiche comporta un maggior prezzo del titolo, a cui corrisponde un minor costo del capitale.

Nonostante numerose ricerche empiriche abbiano affrontato questo tema⁹⁰, l'ipotesi formulata ha trovato supporto solo in alcuni studi, conducendo nel complesso a risultati ancora parziali e talvolta contrastanti, che allo stato attuale non possono essere considerati risolutivi.

Prima di sintetizzare tali risultati, appare opportuno chiarire il concetto di costo del capitale e illustrare brevemente le modalità con cui è stato determinato dalla letteratura.

Innanzitutto, è necessario precisare che col termine costo del capitale la maggior parte degli studi fa implicito riferimento al costo del capitale di rischio (*cost of equity capital*), senza considerare il costo del capitale di debito (*cost of debt capital*).

Il costo del capitale di rischio (d'ora in poi semplicemente costo del capitale) è il minimo tasso di remunerazione richiesto dagli investitori azionari per fornire capitale all'azienda, e può essere descritto essenzialmente in due modi: sia come la somma del tasso di interesse per investimenti privi di rischio e del premio per il rischio non diversificabile dell'azienda⁹¹, sia come il tasso di sconto aggiustato per il rischio che gli investitori applicano ai futuri flussi di cassa attesi per ottenere il prezzo corrente dell'azione⁹².

Dal momento che il costo del capitale non è direttamente osservabile sul mercato, i ricercatori hanno fatto ricorso a stime ottenute secondo diversi metodi fondati sulle definizioni appena esposte.

⁹⁰ Per una panoramica della letteratura sull'argomento, si veda BOTOSAN C.A., *Disclosure and the cost of capital: what do we know?*, Accounting and Business Research, Special issue: International Accounting and Policy Forum, 2006, pp. 31-40.

⁹¹ In formula:

$$r = r_f + r_{prem}$$

dove:

r: costo del capitale;

r_f: tasso di interesse per investimenti privi di rischio;

r_{prem}: premio per il rischio non diversificabile dell'azienda.

⁹² In formula:

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_{\tau}(Div_{1+\tau})}{(1+r)^{\tau}}$$

dove:

P_τ: prezzo dell'azione al tempo τ;

E_τ(Div_{1+τ}): flussi di cassa futuri attesi al tempo τ;

r: costo del capitale.

Un primo approccio seguito da numerosi studi si basa sull'utilizzo di fattori di rischio di entità predeterminata per ricavare stime esplicite del costo del capitale. Tra le tecniche di questo tipo maggiormente adottate rientra per esempio il modello CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), per cui il costo del capitale è ottenuto come la somma tra il tasso di interesse per investimenti privi di rischio e il prodotto del premio per il rischio atteso dal mercato per il rischio aziendale misurato dal beta⁹³. Tale metodo, nonostante il largo utilizzo, presenta diversi aspetti critici: infatti, da un lato la stima delle variabili (in particolar modo del premio per il rischio e di beta) comportano la necessità di fondarsi su dati storici, che potrebbero non essere in grado di rappresentare anche le dinamiche future, dall'altro alcuni studiosi hanno messo in dubbio la completezza del modello stesso, affermando che il beta non racchiude tutti gli elementi di rischio valutati dal mercato⁹⁴.

In ogni caso, le stime ottenute attraverso modelli di questo genere sono di scarsa utilità nello studio dell'impatto della *disclosure* sul costo del capitale: infatti, dal momento che questi metodi considerano il costo del capitale una funzione di alcuni fattori di rischio specifici, individuare un'associazione negativa tra informativa volontaria e costo del capitale porterebbe piuttosto a osservare tale legame tra l'informativa e gli specifici fattori di rischio presi in considerazione, per cui il supporto teorico è decisamente inferiore.

La seconda classe di metodi si basa invece sulla seconda definizione e stima il costo del capitale attraverso il calcolo del tasso interno di rendimento (TIR) che attualizza le aspettative del mercato in relazione ai futuri flussi di cassa ottenendo il prezzo corrente dell'azione. In questo modo, la stima si fonda sul prezzo dell'azione, osservabile sul mercato, e sulla stima delle aspettative del mercato, su cui incide fortemente la scelta del valore finale.

Le stime ottenute attraverso alcuni di questi metodi sono state di maggiore utilità per gli studi sugli effetti della *disclosure* sul costo del capitale, sia per la validità dei

⁹³ In formula:

$$r = r_f + \beta(E_t[r_m - r_f])$$

dove:

r: costo del capitale;

r_f : tasso di interesse per investimenti privi di rischio;

β : beta;

$E_t[r_m - r_f]$: premio per il rischio atteso dal mercato al tempo t.

⁹⁴ Per un approfondimento circa l'utilizzo del modello CAPM, che esula dagli obiettivi del presente lavoro, si rinvia a FAMA E.F. – FRENCH K.R., *Size and book to market factors in earnings and returns*, Journal of Finance, vol. 50, n. 1, 2004, pp. 131-155.

modelli⁹⁵, sia per il fatto che le stime ottenute non sono funzione di specifici fattori di rischio, per cui non pongono assunzioni e limitazioni di fondo circa il tipo di rischi che vengono trasferiti nel prezzo dell'azione. Ciò nonostante, preme ricordare che anche tali modelli presentano alcune criticità, in particolare con riferimento alla stima delle aspettative del mercato, per cui molti ricercatori hanno fatto ricorso alle previsioni degli analisti, che tuttavia potrebbero non coincidere con le aspettative del mercato e in ogni caso limitano l'analisi alle aziende con maggiore *analyst following*.

Tali complessità hanno indotto gli studiosi all'adozione di numerose *proxy* e a proseguire nella ricerca di metodi alternativi per la stima del costo del capitale, al fine di ottenere dei risultati definitivi negli studi su questo tema, i quali, come già anticipato, presentano in alcune aree evidenze ancora parziali o contrastanti.

Con riguardo agli effetti della *disclosure* sul costo del capitale, le ricerche empiriche hanno seguito diversi approcci: un primo gruppo di studi ha indagato tale associazione utilizzando misure indirette del costo del capitale, quali indicatori del rischio, dei costi di transazione e delle asimmetrie informative, un secondo insieme di ricerche ha focalizzato l'attenzione sulle scelte di *disclosure* effettuate in occasione dell'accesso al mercato dei capitali, mentre altri hanno utilizzato direttamente stime del costo del capitale.

I primi studi hanno analizzato la relazione tra informativa e costo del capitale attraverso l'impatto della comunicazione sul rischio totale e sul rischio non diversificabile, utilizzando come *proxy* la deviazione standard dei rendimenti azionari per la stima del primo e beta per la stima del secondo. Con questo approccio, due ricerche hanno indagato gli effetti dell'informativa di segmento su tali variabili, ma di questi solo uno osserva effetti in termini di rischio non diversificabile⁹⁶, mentre l'altro indica effetti della disclosure solo in relazione al rischio totale⁹⁷. Tali risultati, al di là della convergenza solo parziale, non sono risolutivi per via delle già citate criticità

⁹⁵ Botosan e Plumlee hanno valutato la validità dei cinque modelli maggiormente utilizzati nello studio del costo del capitale (intesa come il grado con cui le stime sono associate al rischio aziendale in maniera stabile e significativa), esprimendo giudizi positivi per due metodi basati su questo secondo approccio; tuttavia, la validità di questi modelli non può essere provata senza possibilità di errore dal momento che il costo del capitale non è una grandezza osservabile. BOTOSAN C.A. – PLUMLEE M.A., *Assessing alternative proxies for the expected risk premium*, The Accounting Review, vol. 80, n. 1, 2005, pp. 21-53.

⁹⁶ PRODHAN B.K. – HARRIS M.C., *Systematic risk and the discretionary disclosure of geographical segments: an empirical investigation of US multinationals*, Journal of Business Finance and Accounting, vol. 16, n. 4, 1989, pp. 467-492.

⁹⁷ DHALIWAL D.S. – SPICER B.H. – VICKREY D., *The quality of disclosure and the cost of capital*, Journal of Business, Finance and Accounting, vol. 6, n. 2, 1979, pp. 245-266.

relative al debole legame tra il rischio beta e il rischio di stima e all'utilizzo del modello CAPM per lo studio degli effetti della *disclosure*.

Studi più recenti hanno poi ottenuto risultati di un certo interesse⁹⁸ adottando diverse misure indirette del costo del capitale, rappresentate da indicatori dei costi di transazione e delle asimmetrie informative quali i *bid-ask spread* relativi⁹⁹, il *turnover* dell'azione¹⁰⁰ e la deviazione standard dei rendimenti. Oltre alle evidenze delle ricerche che hanno indagato gli effetti della disclosure sul *bid-ask spread* (per cui si rinvia a quanto già esposto al paragrafo precedente), un'ulteriore conferma indiretta di tali effetti, seppur limitata alla categoria dell'informativa di segmento, è costituita dall'associazione tra la diffusione di dati aggiuntivi e l'aumento della capitalizzazione di mercato, in linea con l'ipotesi di un minor costo del capitale¹⁰¹.

Un secondo filone di ricerca ha quindi indagato la relazione tra informativa e costo del capitale attraverso l'analisi del comportamento dei manager in occasione del ricorso al mercato, valutando così se essi abbiano comportamenti coerenti con l'idea che una maggiore *disclosure* riduca il costo del finanziamento. Tali studi, già richiamati a proposito delle motivazioni alla base dell'informativa volontaria con riferimento all'ipotesi relativa alle transazioni sul mercato dei capitali¹⁰², effettivamente documentano una maggiore *disclosure* da parte delle aziende che si rivolgono al mercato dei capitali, suggerendo che tale comportamento possa portare all'azienda benefici in termini di costo del capitale.

Tale ipotesi è testata direttamente da un crescente nucleo di studi relativamente recenti condotti adottando stime del costo del capitale senza l'utilizzare altre variabili come *proxy*.

Il primo studio empirico effettuato con questo approccio¹⁰³ ha cercato di individuare un'associazione negativa tra *disclosure* e costo del capitale utilizzando un

⁹⁸ Per i risultati di questi studi, essenzialmente focalizzati sul *bid-ask spread*, si rinvia a quanto già esposto nel sottoparagrafo precedente.

⁹⁹ Calcolati come *bid-ask spread* rapportati ai prezzi medi.

¹⁰⁰ Calcolato come il rapporto tra il volume degli scambi e il flottante.

¹⁰¹ PIOTROSKI J.D., *The impact of newly reported segment information on market expectations and stock prices*, op.cit.

¹⁰² Si rinvia al paragrafo 1.2.2 per l'esame dei risultati delle singole ricerche.

¹⁰³ BOTOSAN C.A., *Disclosure level and the cost of equity capital*, *The Accounting Review*, vol. 72, n. 3, 1997, 323-349.

indice costruito *ad hoc* per la valutazione dell'informativa di bilancio e le stime degli analisti relative ai flussi di cassa e al valore terminale per la stima delle aspettative del mercato. I risultati, relativi al settore manifatturiero e a un unico esercizio, hanno evidenziato un'associazione negativa tra costo del capitale e *disclosure* volontaria solo con riferimento alle aziende con scarsa copertura da parte degli analisti finanziari.

A questa hanno fatto seguito ricerche condotte su aziende canadesi¹⁰⁴ e svizzere¹⁰⁵ che supportano l'ipotesi formulata, tuttavia devono essere interpretate con cautela a causa di alcune criticità emerse in relazione alla validità dei metodi adottati. La prima, riguardante l'effetto dell'informativa finanziaria e sociale sul costo del capitale, ha infatti evidenziato un'associazione negativa tra la quantità e la qualità della *disclosure* di tipo finanziario contenuta nel bilancio e il costo del capitale con riferimento alle aziende con scarsa copertura da parte degli analisti. Lo studio condotto su un campione di aziende svizzere non finanziarie ha poi osservato un'associazione negativa e fortemente significativa tra la qualità della *disclosure*, misurata da un indice costruito con riferimento all'informativa di bilancio, e il costo del capitale. Come anticipato, tuttavia, entrambi gli studi presentano problemi di validità, dal momento che hanno stimato il costo del capitale adottando un modello di *discounted residual income*¹⁰⁶ che conduce a stime del costo del capitale debolmente legate al rischio, come messo in luce da ricerche successive¹⁰⁷.

Per quanto riguarda il settore finanziario, l'effetto dell'informativa volontaria sul costo del capitale è stato documentato in uno studio¹⁰⁸ condotto su 135 aziende bancarie europee, nordamericane e australiane che ha evidenziato un'associazione negativa tra le variabili. I risultati hanno inoltre mostrato che sono le informazioni sulla gestione del rischio quelle che influenzano maggiormente il costo del capitale e che le banche europee sono soggette a una maggiore riduzione del costo del capitale rispetto alle altre aziende del campione.

¹⁰⁴ RICHARDSON A.J. - WELKER M., *Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital*, Accounting, Organizations, and Society, vol. 26, n. 7-8, 2001, pp. 597-616.

¹⁰⁵ HAIL L., *The impact of voluntary corporate disclosure on the ex-ante cost of capital for Swiss firms*, The European Accounting Review, vol. 11, n. 4, 2002, pp. 741-773.

¹⁰⁶ In particolare si veda il modello introdotto in GEBHARDT W.R. - LEE C.M.C. - SWAMINATHAN B., *Toward an implied cost of capital*, Journal of Accounting Research, vol. 39, n. 1, 2001, pp. 135-176.

¹⁰⁷ BOTOSAN C.A. - PLUMLEE M.A., *Assessing alternative proxies for the expected risk premium*, op. cit.

¹⁰⁸ POSHAKWALE S. - COURTIS J.K., *Disclosure level and the cost of equity capital: evidence from the banking industry*, Managerial and Decision Economics, vol. 26, n. 7, 2005, pp. 431-444.

Risultati contrastanti¹⁰⁹ sono stati invece ottenuti con riferimento alla relazione tra il costo del capitale e il *ranking* predisposto dagli analisti circa diverse forme di *disclosure* aziendale (bilanci, relazioni trimestrali, altre relazioni pubbliche, *investor relation*), testata su un campione di aziende appartenenti a settori diversi¹¹⁰. L'evidenza empirica ha indicato infatti che tale relazione è negativa per quanto concerne il *ranking* dell'informativa di bilancio, mentre è positiva (e quindi in contrasto con l'ipotesi formulata) se si prende in considerazione il *ranking* delle relazioni trimestrali e degli altri documenti pubblici, e non significativa con riferimento alla valutazione dell'attività di *investor relation*¹¹¹.

Quest'ultimo risultato, in particolare, fa seguito all'ipotesi avanzata da alcuni¹¹² che le evidenze contrastanti potessero derivare dalla mancata inclusione nell'analisi di alcune forme di *disclosure*, conducendo tuttavia a osservazioni diverse rispetto a quelle attese. Una possibile spiegazione potrebbe essere ricercata in alcuni recenti studi¹¹³, che suggeriscono che alcuni tipi di informativa possono a loro volta generare informativa privata, aumentando il livello di asimmetrie informative e di conseguenza il costo del capitale. Diversamente, il risultato ottenuto con riferimento alle relazioni trimestrali potrebbe derivare dall'elevato interesse che questo tipo di *disclosure* riveste per gli investitori istituzionali che seguono politiche di investimento aggressive e di breve termine¹¹⁴, i quali potrebbero con la loro attività di *trading* incrementare la volatilità del titolo, con effetti negativi sul costo del capitale.

Tali riflessioni evidenziano come, nonostante il crescente numero di indagini teoriche ed empiriche sull'argomento, rimangano ancora numerose zone d'ombra che le future ricerche sono chiamate ad analizzare.

¹⁰⁹ BOTOSAN C.A. – PLUMLEE M.A., *A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital*, Journal of Accounting Research, vol. 40, n. 1, 2002, pp. 21-40.

¹¹⁰ La ricerca è stata effettuata sull'osservazione di 3.618 combinazioni azienda-anno, con un campione composto da aziende manifatturiere, bancarie e di servizi.

¹¹¹ Per approfondimenti relativi alle attività di *investor relation* e ai loro effetti, si rinvia al capitolo successivo.

¹¹² BOTOSAN C.A., *Disclosure level and the cost of equity capital*, ,op. cit.

¹¹³ BARRON O.E. – HARRIS D.G. – STANFORD M., *Evidence on the existence of private event-period information around earnings announcements*, The Accounting Review, vol. 80, n. 2, 2005, pp. 403-421; BOTOSAN C.A. – PLUMLEE M.A. – XIE Y., *The role of private information precision in determining cost of equity capital*, Review of Accounting Studies, vol. 9, 2004, pp. 233-259.

¹¹⁴ BUSHEE B.J. – NOE C.F., *Corporate disclosure practices, institutional investors and stock return volatility*, Journal of Accounting Research, vol. 38, Supplement, 2000, pp. 171-202.

Oltre alle ricerche citate, è interessante ricordare uno studio¹¹⁵ condotto su questo tema con una metodologia del tutto differente e alquanto insolita per la letteratura che si occupa di *disclosure*: la relazione tra informativa volontaria, liquidità e costo del capitale è stata infatti indagata in un contesto sperimentale, osservando che la *disclosure* ha effetti positivi sia sulla liquidità (che aumenta) sia sul costo del capitale (che diminuisce). L'esperimento ha evidenziato che le informazioni hanno un effetto diretto sui prezzi, poiché gli investitori gravati da minori incertezze sui flussi di cassa sono disposti ad acquistare a prezzi più elevati, e un effetto diretto sulla liquidità, dal momento che induce a comprare a prezzi più alti e a vendere a prezzi più bassi. L'informativa ha un impatto indiretto su queste grandezze anche quando gli investitori sono soggetti a shock della domanda: in tale contesto, infatti, gli investitori sono disponibili ad acquistare a un prezzo superiore azioni per cui hanno accesso a un'informativa più ampia, poiché questa comporta una maggiore liquidità del titolo, che riduce la pressione sui prezzi in caso di necessità di vendita.

Infine, appare opportuno richiamare una ricerca condotta sulla relazione tra la *disclosure* e il costo del capitale di debito¹¹⁶, che ha evidenziato un'associazione negativa tra il *rating* attribuito dagli analisti finanziari all'informativa aziendale considerata nel suo complesso (bilancio, relazioni trimestrali, comunicati, altre relazioni e incontri con gli analisti) e il costo del debito, in linea con l'ipotesi che la comunicazione finanziaria riduce il rischio percepito dai soggetti finanziatori, e di conseguenza il costo del capitale di debito.

1.3.3 Gli effetti sugli intermediari informativi

Un terzo filone di studi si è focalizzato sugli effetti della comunicazione finanziaria sull'informativa prodotta dagli intermediari informativi, e in particolare dagli analisti finanziari, prendendo in considerazione la copertura del titolo (*following*), la dispersione nelle stime degli analisti, la volatilità delle loro revisioni e altre variabili relative alla loro attività.

¹¹⁵ BLOOMFIELD R.J. – WILKS T.J., *Disclosure Effects in the Laboratory: Liquidity, Depth, and the Cost of Capital*, *The Accounting Review*, vol. 75, n. 1, 2000, pp. 13-41.

¹¹⁶ SENGUPTA P., *Corporate disclosure quality and the cost of debt*, *The Accounting Review*, vol. 73, n. 4, 1998, pp. 459-474.

L'ipotesi di fondo è che se le informazioni private del management non sono completamente comunicate nell'informativa obbligatoria, la diffusione di informativa volontaria riduce il costo di acquisizione delle informazioni da parte degli analisti, agevolando la loro attività, così da aumentare la loro offerta di informativa derivata¹¹⁷. La *disclosure* volontaria consente inoltre agli analisti di effettuare migliori previsioni e raccomandazioni, incrementando così anche la domanda per i loro servizi. D'altro canto, è necessario prendere in considerazione l'eventualità che la disponibilità di informativa volontaria accessibile anche agli investitori possa avere l'effetto opposto, riducendo la domanda di informativa secondaria.

Nonostante questa possibilità teorica, i risultati di numerose ricerche empiriche confermano l'ipotesi che la *disclosure* volontaria tenda a incrementare i flussi di informativa derivata, con risultati concordi circa l'aumento del *following* degli analisti e indicazioni meno risolutive circa gli effetti sulla dispersione e sull'accuratezza delle stime.

Le prime evidenze sono state osservate in uno studio¹¹⁸ focalizzato sulla relazione esistente tra la *disclosure*, la copertura delle aziende da parte degli analisti finanziari e le proprietà delle loro stime, da cui è emerso che le aziende con le migliori valutazioni della comunicazione finanziaria¹¹⁹ hanno una maggiore copertura del titolo, minore dispersione nelle stime e minore volatilità nelle loro revisioni. Tali risultati confermano il ruolo estremamente rilevante dell'informativa primaria nell'attività degli analisti e supportano l'idea che migliorando l'informativa rilasciata al mercato le aziende possano attirare l'attenzione degli analisti finanziari, migliorare le previsioni del mercato e ridurre le asimmetrie informative, limitando così anche le *market surprise*. Inoltre, gli effetti positivi indotti dalla comunicazione primaria sull'informativa derivata sono in linea con l'idea che le informazioni divulgate dall'azienda non sono sostituiti dei

¹¹⁷ BHUSHAN R., *Collection of information about publicly traded firms: theory and evidence*, Journal of Accounting and Economics, vol. 11, n. 2-3, 1989a, pp. 183-206; BHUSHAN R., *Firm characteristics and analyst following*, Journal of Accounting and Economics, vol. 11, n. 2-3, 1989b, pp. 255-274; LANG M. – LUNDHOLM R., *Corporate disclosure policy and analyst behaviour*, The Accounting Review, vol. 71, n. 4, 1996, pp. 467-492. Tale ipotesi è coerente con il concetto di *neglected stock* espresso da Merton, relativo alle azioni per cui sono disponibili poche informazioni che di conseguenza sono scarsamente seguite dagli analisti finanziari. MERTON R.C., *A simple model of capital market equilibrium with incomplete information*, Journal of Finance, vol. 42, n. 3, 1987, pp.483-510.

¹¹⁸ LANG M. – LUNDHOLM R., *Corporate disclosure policy and analyst behaviour*, op.cit.

¹¹⁹ La ricerca ha utilizzato le valutazioni degli analisti finanziari contenute nel FAF Report, che prendono in considerazione diverse forme di *disclosure*: i bilanci, gli altri documenti pubblici (relazioni trimestrali, comunicati stampa), e l'attività di *investor relation*.

servizi degli analisti, e che le differenze tra le valutazioni dei diversi analisti possano dipendere dalla disponibilità di dati provenienti da fonti non aziendali piuttosto che da differenti interpretazioni dell'informativa primaria. I riflessi della *disclosure* sull'attività degli analisti sono inoltre particolarmente rilevanti se si considera il ruolo svolto dagli intermediari informativi e la loro influenza sulle aspettative del mercato, tale da indurre molti studiosi a ritenere le loro valutazioni come espressione delle attese del mercato.

Risultati analoghi sono stati poi ottenuti nel già citato studio¹²⁰ condotto sugli effetti dei significativi miglioramenti nella comunicazione: le aziende che hanno migliorato il loro *rating*¹²¹, infatti, hanno sperimentato un incremento nel *following* degli analisti. In particolare, prima del cambiamento tali aziende erano caratterizzate da una copertura inferiore alla media, mentre in seguito il *following* è aumentato portandole in linea con i valori medi. Nella stessa ricerca, la relazione tra il potenziamento della *disclosure* e la riduzione della dispersione dei giudizi degli analisti è stata invece verificata solo nell'analisi univariata, mentre i risultati dell'analisi multivariata non sono stati significativi.

L'effetto positivo della comunicazione finanziaria sull'informativa derivata è stato inoltre confermato in relazione all'utilizzo di altri veicoli di comunicazione. È stato, infatti, osservato un aumento del *following* degli analisti per le aziende che offrono informativa volontaria attraverso presentazioni agli analisti¹²². I risultati hanno evidenziato un aumento dell'attività di previsione da parte degli analisti in seguito all'evento, che appare come una conseguenza non temporanea, di cui beneficiano in maggior misura le aziende il cui titolo era sottovalutato prima della presentazione¹²³. Anche in questa ricerca, tuttavia, non ha trovato supporto l'ipotesi di benefici della *disclosure* sulla qualità delle stime degli analisti: infatti, non è stata riscontrata una minor dispersione o maggiore accuratezza per le valutazioni espresse dopo le presentazioni.

¹²⁰ HEALY P.M. – HUTTON A.P. – PALEPU K.J., *Stock performance and intermediation changes surrounding increases in disclosure*, op.cit.

¹²¹ Per dettagli circa i fattori considerati nella valutazione degli analisti e le motivazioni alla base del miglioramento della comunicazione, si rinvia al paragrafo precedente.

¹²² FRANCIS J. – HANNA J.D. – PHILBRICK D.R., *Management communications with securities analysts*, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, n. 3, 1997, pp. 363-394.

¹²³ Mentre non è confermata l'ipotesi che tale beneficio sia maggiore per le aziende di piccole dimensioni.

Uno studio¹²⁴ più focalizzato circa gli effetti della comunicazione sulla qualità di tali stime è stato recentemente condotto con riferimento alla sola comunicazione di dati non finanziari (incoraggiata dal Jenkins Report¹²⁵) nei bilanci annuali su un campione di 120 aziende di Belgio, Germania e Paesi Bassi. I risultati mettono in luce la rilevanza di alcuni fattori e una maggiore complessità nel rapporto tra comunicazione finanziaria e qualità delle stime: la divulgazione di dati storici, infatti, non ha alcun impatto sulle caratteristiche delle previsioni degli analisti, mentre la diffusione di dati prospettici non finanziari ha effetti positivi sia in termini di minor dispersione sia in termini di maggior accuratezza.

L'aumento nel *following* degli analisti è stato poi indirettamente rilevato come effetto della comunicazione finanziaria in una ricerca¹²⁶ condotta su 184 aziende statunitensi (i cui titoli sono negoziati su Nyse, Nasdaq, Amex, OTC Bulletin Board e Pink Sheets) che si sono avvalse di consulenti per lo sviluppo di una strategia di *investor relation*. Tali aziende, infatti, in seguito alla consulenza hanno presentato immediatamente un significativo arricchimento nella *disclosure*, un incremento dell'attenzione della stampa e dell'attività di negoziazione del titolo, e questi effetti, dopo circa due trimestri, sono stati accompagnati da un aumento nelle partecipazioni detenute da investitori istituzionali e nella copertura degli analisti. L'entità di tali conseguenze è inoltre associata al mercato di quotazione delle aziende osservate: infatti, l'impatto sui possessori azionari degli investitori istituzionali e sul *following* degli analisti è risultato maggiore per le società quotate al Nasdaq, mentre l'aumento nell'attività di negoziazione e nella ricchezza dell'informativa fornita è stato più rilevante per le aziende con titoli negoziati su OTC Bulletin Board e Pink Sheets. Tali risultati portano a ritenere che la comunicazione finanziaria e le *investor relation* possano svolgere un ruolo estremamente importante in particolare per le aziende quotate di medie e piccole dimensioni nel superare almeno in parte i problemi di scarsa visibilità.

Un numero limitato di studi ha indagato gli effetti sugli intermediari informativi delle *investor relation*, conducendo ad evidenze empiriche miste. In linea con le ipotesi

¹²⁴ VANSTRAELEN A. – ZARZESKI M.T. – ROBB S.W.G., *Corporate nonfinancial disclosure practices and financial analyst forecast ability across three European countries*, Journal of International Financial Management and Accounting, vol. 14, n. 3, 2003, pp. 249-278.

¹²⁵ AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (AICPA), *Improving business reporting - A customer focus: A comprehensive report of the special committee on financial reporting*, op. cit.

¹²⁶ BUSHEE B.J. – MILLER G.S., *Investor relations, firm visibility and investor following*, working paper, disponibile su www.ssrn.com, gennaio 2005.

relative agli effetti della *disclosure*, una ricerca¹²⁷ condotta sulle conseguenze delle *investor relation* sugli attributi delle relazioni degli analisti finanziari ha rilevato l'esistenza di un'associazione negativa tra la qualità delle attività di *investor relation* (misurata dai *rating* annuali del Financial Analysts Federation Corporate Information Committee) e la dispersione delle previsioni relative agli *earnings per share* (EPS) formulate dagli analisti, per cui le aziende caratterizzate da una migliore qualità delle *investor relation* ricevono stime più uniformi dell'EPS da parte di tali soggetti rispetto a società con *investor relation* di qualità inferiore. La stessa ricerca non ha tuttavia osservato alcuna associazione significativa tra le *investor relation* e l'accuratezza delle stime, suggerendo che le tali attività conducano tendenzialmente a previsioni più uniformi, ma non necessariamente più vicine ai valori effettivi.

Una recente ricerca¹²⁸ condotta su un campione di 122 aziende che hanno vinto lo US Investor Relations Magazine Award¹²⁹ per la qualità delle loro *investor relation* ha poi evidenziato risultati in contrasto con le ipotesi precedentemente esposte, mettendo in luce come gli studi condotti sui loro effetti sul mercato dei capitali possano essere differenti a seconda del contesto di indagine. Infatti, in un periodo di osservazione caratterizzato da un calo di fiducia del mercato nella credibilità dei documenti contabili e nell'integrità dei vertici aziendali, le aziende a cui era già stato assegnato questo premio rispetto a un campione di aziende con caratteristiche simili hanno sperimentato una riduzione significativa nella copertura da parte della stampa e nel *following* degli analisti, oltre a una minor crescita nei volumi di negoziazione.

Tali evidenze empiriche suggeriscono che gli scandali contabili possano aver danneggiato anche la considerazione che gli investitori avevano per le *investor relation* e che le attività ad esse collegate non siano state efficaci nel proteggere le aziende dal calo di fiducia del mercato, comportando così una maggior penalizzazione per le aziende che avevano mostrato un maggior impegno in tali attività. In contrasto con le ipotesi proposte dagli studi precedenti, tali risultati portano quindi a ritenere che i programmi di *investor relation* generalmente possano condurre a effetti positivi per l'azienda, mentre in periodi di scarsa fiducia del mercato non riescano a mantenere

¹²⁷ FARRAGHER E.J. – KLEIMAN R. – BAZAZ M.S., *Do investor relations make a difference?*, The Quarterly Review of Economics and Finance, vol. 34, n. 4, 1994, pp. 405-412.

¹²⁸ PEASNELL K. – TALIB S. – YOUNG S., *The fragile returns to investor relations: evidence from a period of declining market confidence*, working paper, Lancaster University Management School, 2007/035, 2007.

¹²⁹ Tale premio è assegnato sulla base di un'indagine condotta su migliaia di gestori di fondi, analisti finanziari e investitori *retail*.

elevata la credibilità dell'azienda e delle sue comunicazioni, inducendo piuttosto i destinatari della comunicazione a considerare l'approccio aziendale all'informativa pubblica eccessivamente promozionale, riducendo la maggior credibilità acquisita in precedenza e comportando così effetti negativi in termini di attenzione del mercato.

CAPITOLO 2

IL PROCESSO DI COMUNICAZIONE FINANZIARIA

2.1 I modelli teorici per la comunicazione finanziaria

Molti studi appartenenti al filone della *disclosure theory* richiamati nel precedente capitolo indagano le motivazioni e le conseguenze dell'informativa diffusa dall'azienda al mercato, analizzando la comunicazione effettuata attraverso il bilancio o altri strumenti specifici.

Più in generale, considerando il vasto insieme di ricerche condotte sull'informativa volontaria, sulla comunicazione finanziaria e sulle *investor relation* (d'ora in avanti IR), appare possibile identificare la presenza di due differenti approcci. Il primo, più focalizzato, è adottato nello studio della comunicazione di informazioni diffuse attraverso determinati canali (per esempio, il bilancio, o le presentazioni agli analisti), analizzando gli attributi del messaggio con finalità descrittive oppure mettendoli in relazione alle caratteristiche dell'azienda che lo emette o alle reazioni che questo provoca nel mercato. Il secondo approccio è adottato nelle ricerche che, con una prospettiva più ampia, cercano di interpretare il fenomeno della comunicazione finanziaria nel suo complesso o quantomeno di collocare alcuni fattori, su cui la ricerca si concentra, nell'ambito di una visione allargata volta ad abbracciare l'intero fenomeno oggetto di studio.

L'approccio focalizzato, che è decisamente più diffuso nella letteratura, ha condotto negli ultimi decenni a rilevanti risultati circa molteplici aspetti della comunicazione finanziaria, in parte già esposti nel precedente capitolo con riferimento agli studi empirici relativi agli effetti della *disclosure* sul mercato dei capitali.

Il secondo approccio è invece meno frequente negli studi di comunicazione finanziaria e dei temi collegati - e può apparire effettivamente meno attraente dal momento che mal si presta all'utilizzo di tecniche e metodi quantitativi apprezzati dalla maggior parte delle riviste internazionali - tuttavia le ricerche condotte secondo questa impostazione appaiono di estremo interesse in quanto pongono l'attenzione sui numerosi fattori che intervengono nel processo di comunicazione finanziaria e consentono di mettere in luce la sua complessità.

Una visione più ampia della comunicazione, inoltre, è particolarmente adatta per riflessioni connesse alla gestione del processo e all'approccio tenuto dall'azienda nei confronti delle attività relative alla diffusione di informazioni al mercato, che può essere inteso come un approccio strategico oppure come il semplice adempimento degli obblighi informativi posti dal regolatore.

La necessità dell'adozione da parte delle aziende di una logica strategica nella comunicazione finanziaria è infatti di estrema rilevanza ed è stata sottolineata in numerosi studi italiani e stranieri che hanno affrontato il tema della comunicazione finanziaria secondo diverse prospettive¹³⁰.

Tra questi, gli studi di stampo strategico considerano indispensabile la predisposizione di una strategia di comunicazione, intesa come un'importante componente delle strategie realizzative della visione strategica di medio - lungo periodo, con cui deve essere necessariamente coordinata¹³¹. La strategia di *disclosure*¹³² dovrebbe essere riferita al lungo termine e stabilita in seguito a un'analisi dei costi e dei benefici in modo da fornire in maniera efficace informazioni tempestive, rilevanti e credibili, che consentano al mercato di valutare l'azienda sostenendo minori costi, e assume una particolare rilevanza per le società poco seguite dal mercato e per quelle che operano con nuove tecnologie o in settori fortemente regolamentati. Lo sviluppo di una strategia per la comunicazione finanziaria è stato inoltre raccomandato per il miglioramento del processo di *disclosure* aziendale a seguito di indagini empiriche condotte circa le opinioni degli attori operanti nel mercato dei capitali (manager, analisti finanziari e gestori di fondi)¹³³.

Questa esigenza è richiamata anche in numerosi studi di *accounting* focalizzati sulla comunicazione finanziaria¹³⁴ e riflessioni analoghe sono presenti in alcune ricerche sulle *IR*, le quali vengono concepite non come un processo neutrale finalizzato alla

¹³⁰ Appare necessario rilevare che negli ultimi decenni la comunicazione finanziaria e le *investor relation* sono stati oggetto di studi afferenti a diverse discipline, interessando tra gli altri ricercatori di *accounting*, di strategia e di comunicazione. Per tale motivo, sembra opportuno precisare che il presente lavoro intende affrontare il tema secondo la prospettiva dell'Economia Aziendale, senza per questo escludere alcuni rilevanti contributi provenienti da altre discipline.

¹³¹ CODA V., *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, op. cit.

¹³² Lev B., *Information disclosure strategy*, California Management Review, vol. 34, n. 4, 1992, pp. 9-32.

¹³³ ECCLES R.G. – MAVRINAC S.C., *Improving the corporate disclosure process*, Sloan Management Review, vol. 36, n. 4, 1995, pp. 11-25.

¹³⁴ HEALY P.M. – PALEPU K.J., *The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices*, op. cit.; QUAGLI A., *Comunicare il futuro*, op. cit.

divulgazione di informazioni rivolte al mercato, bensì come un insieme di attività che devono essere coordinate per gestire i flussi informativi nell'interesse aziendale¹³⁵.

Tali considerazioni rendono particolarmente interessanti alcuni modelli sviluppati da studi essenzialmente qualitativi che hanno indagato il fenomeno della comunicazione finanziaria secondo una visione più ampia, evidenziando caratteristiche e criticità dell'intero processo o di specifiche fasi.

Alcuni di questi studi hanno adottato l'approccio induttivo della *grounded theory*¹³⁶, costruendo schemi di riferimento per l'interpretazione del fenomeno comunicazione finanziaria e concentrando l'attenzione sui diversi fattori che intervengono in tale processo.

Tra questi, uno dei primi modelli è stato sviluppato in una ricerca¹³⁷ condotta sul processo di comunicazione finanziaria nel contesto canadese, focalizzata in particolar modo sulla produzione dell'informativa e sugli elementi che influiscono sui risultati di tale processo. Gli Autori affermano che le aziende possono adottare due differenti atteggiamenti nella gestione della comunicazione finanziaria: il ritualismo, che consiste in un'accettazione apparentemente acritica delle regole e delle norme per cui la comunicazione è il risultato di procedure in cui il management ha un ruolo sostanzialmente passivo, oppure l'opportunismo, che rappresenta la propensione alla ricerca di vantaggi specifici nella preparazione e nell'interpretazione della *disclosure*. Nel tempo, le aziende sviluppano una stabile preferenza per una di queste posizioni (*disclosure position*), preferenza che viene influenzata da fattori (*antecedents*) di tipo interno ed esterno: infatti, sulla gestione della *disclosure* influiscono sia la storia, la strategia e le politiche aziendali, sia fattori esterni quali la domanda informativa (derivante dalla regolamentazione, dalla normativa di settore ecc.) e la posizione dell'azienda in relazione al mercato dei capitali e dei fattori produttivi, al tipo di settore in cui opera e alla concorrenza con cui si confronta.

Questo studio, pur approfondendo in particolare il concetto di *disclosure position*, sviluppa un modello più ampio, secondo il quale più fattori condizionano la comunicazione finanziaria dell'azienda:

¹³⁵ MARSTON C., *The organization of the investor relations functions by large UK quoted companies*, Omega, vol. 24, n. 4, 1996, pp. 477-488.

¹³⁶ GLASER B.G. – STRAUSS A.L., *The discovery of grounded theory*, Aldine, Chicago, 1967 e GLASER B.G., *Theoretical sensitivity: Advances in the methodology of grounded theory*, Sociology Press, Mill Valley, California, 1978.

¹³⁷ GIBBINS M. – RICHARDSON A. – WATERHOUSE J., *The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes*, op. cit.

- la *disclosure position*;
- la struttura interna ed esterna;
- la percezione delle norme e delle opportunità.

Oltre all'atteggiamento opportunistico o ritualistico, la comunicazione è in primo luogo influenzata dall'esistenza di strutture interne, per cui la responsabilità della gestione della *disclosure* è attribuita a posizioni specifiche all'interno dell'azienda e/o è regolata da politiche e procedure, e dalla presenza di strutture esterne, ossia organizzazioni che rappresentano interessi di terzi (per esempio, regolatori di particolari settori).

In secondo luogo, la comunicazione finanziaria è condizionata dalla percezione di norme e opportunità da parte del management aziendale: le norme possono derivare da obblighi regolamentari (per esempio, con riferimento alla redazione dei documenti obbligatori) o da procedure interne (come può avvenire per la diffusione di informazioni prospettiche), mentre le opportunità dipendono dalla valutazione soggettiva dei manager dei costi e dei benefici associati alla *disclosure*. Tale percezione può presentare un collegamento con la posizione opportunistica o ritualistica dell'azienda: infatti, la prima è più probabile in presenza di argomenti che comportano opportunità sotto il profilo della comunicazione, mentre la propensione per la seconda può essere incrementata al ricorrere di temi soggetti a una rigida normativa.

L'interpretazione e valutazione di norme e opportunità è inoltre influenzata dall'attività di consulenti esterni, che possono contribuire al processo di comunicazione finanziaria secondo diverse modalità. Infatti, la loro attività può favorire l'identificazione delle problematiche rilevanti per la *disclosure* e l'individuazione di specifiche regole formali o informali, il loro supporto può riguardare consulenza tecniche, migliorare la credibilità dell'informativa divulgata e rappresentare una risorsa strategica nelle situazioni di negoziazione.

Infine, lo studio sottolinea come i risultati della disclosure (*disclosure output*), su cui influiscono i suddetti fattori, sono gestiti dall'azienda con riferimento ai diversi attributi della comunicazione, che comprendono la tipologia di informazioni divulgate, lo specifico contenuto di tali informazioni (es. numeri o parole utilizzati), la ridondanza rispetto ai canali e/o ai destinatari, la tempistica della comunicazione e i tentativi di gestire l'interpretazione delle informazioni *ex ante* e *ex post*. Le principali variabili e relazioni del modello sono schematizzate in *Figura 1*.

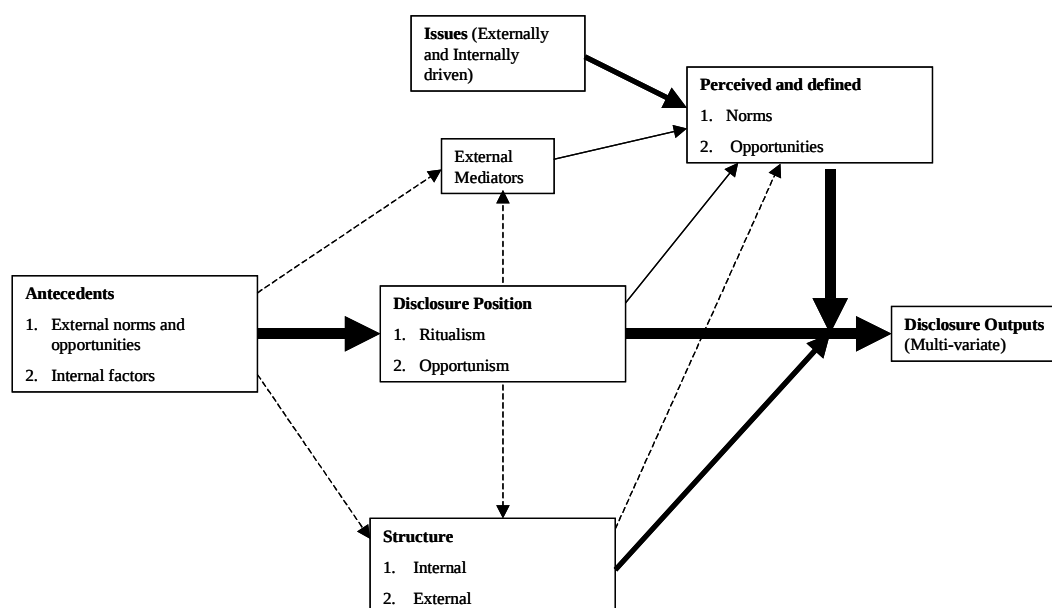


Figura 1 – La gestione della comunicazione finanziaria
(Fonte: Gibbins, Richardson e Waterhouse, 1990)

La presenza di flussi informativi bidirezionali e la rilevanza del *feedback* del mercato sono messe in evidenza da una recente ricerca¹³⁸ volta a indagare le modalità con cui le aziende britanniche di grandi dimensioni diffondono informativa volontaria attraverso canali pubblici e privati e l'influenza dell'apprendimento derivante dalle comunicazioni precedenti sui loro comportamenti. Tale studio, basato sull'analisi documentale e su interviste ad alti dirigenti aziendali di 25 grandi società quotate britanniche, ha condotto alla formulazione di una *grounded theory* circa le scelte relative alla *disclosure* compiute dall'azienda e i principali fattori in grado di condizionarle, con particolare riferimento ai flussi informativi di ritorno diretti dal mercato all'azienda.

Nella comunicazione di informazioni al mercato, in ciascun periodo l'azienda ha di fronte le seguenti quattro opzioni:

- informativa pubblica: l'azienda può divulgare le informazioni attraverso documenti pubblici accessibili da qualsiasi soggetto interessato (es. bilancio, comunicati stampa);
- informativa semiprivata: dati pubblici possono essere richiamati, evidenziati e discussi in incontri privati con analisti finanziari o gestori di fondi;

¹³⁸ HOLLAND J., *A grounded theory of corporate disclosure*, Accounting and Business Research, vol. 35, n. 3, 2005, pp. 249-267; HOLLAND J., *A model of corporate financial communications*, ICAS, Edinburgh, 2006.

- informativa privata: alcune informazioni non pubbliche possono essere comunicate in incontri con analisti e gestori di fondi nell'ambito della discussione circa i dati pubblici;
- segretezza: altri dati a disposizione dell'azienda non vengono comunicati ad alcun interlocutore.

Innanzitutto, secondo il modello sono diffusi attraverso canali pubblici tutti i dati relativi all'informativa obbligatoria, quindi l'azienda decide di divulgare volontariamente altre informazioni per essere in linea con le aspettative del mercato e con la prassi delle società utilizzate come *benchmark*. Inoltre, dati aggiuntivi specifici sono comunicati pubblicamente così da consentire in seguito di approfondire le informazioni e completare il quadro negli incontri diretti con gli analisti.

Nelle comunicazioni semiprivato, l'azienda sottolinea e discute notizie ed elementi già pubblici, quali eventi relativi allo scenario di riferimento e previsioni già pubblicate, ma ritenuti scarsamente visibili in incontri *one-to-one* con analisti finanziari e gestori di fondi.

Nonostante la presenza di regole volte nei diversi Paesi a garantire il rispetto del principio di equivalenza informativa, nel corso degli incontri avviene che a questi interlocutori, che sono chiaramente interessati a ottenere un vantaggio informativo dal rapporto con l'azienda, vengano rivelati dati non pubblici, che emergono nell'esposizione della situazione aziendale o nel collegamento di notizie già divulgate.

Altre informazioni non vengono rivelate affatto per motivazioni generalmente connesse ai costi competitivi e alla cultura aziendale; la segretezza, tuttavia, può essere preferita anche nel caso di risultati poco soddisfacenti ed è in ogni caso adottata dall'azienda per talune informazioni che non vengono divulgate al fine di costituire una sorta di "riserva" a cui poter ricorrere per soddisfare il mercato qualora dovessero diffondersi notizie negative inaspettate.

Nel complesso, il modello relativo a un singolo periodo indica che la segretezza e le comunicazioni private prevalgono sulle altre opzioni e le scelte di *disclosure* operate dalle aziende sono improntate alla valutazione di costi e benefici della comunicazione.

La comunicazione in una delle tre forme appena esposte di informazioni qualitative, specifiche e frammentarie circa il ruolo degli *intangibile* avviene attraverso il racconto della creazione del valore (*value creation story*) in cui sono presentati i

processi gerarchici, orizzontali e di rete volti alla creazione del valore, e attraverso il *benchmarking*.

Considerando più periodi e quindi gli effetti delle scelte aziendali relative alla *disclosure*, tali comunicazioni generano negli analisti e nei principali gestori di fondi determinati stati di comprensione (*understanding states*) della qualità del top management, dei principali *intangible* e del loro contributo alla creazione di valore e determinati stati di fiducia (*confidence states*) nei confronti dell'azienda e dell'informativa primaria. Tali stati non derivano direttamente dalle comunicazioni provenienti dall'azienda, quanto piuttosto dai processi con cui gli analisti e i gestori confrontano e verificano le informazioni, integrandole con altri dati e richiedendo all'azienda dettagli e spiegazioni, e rappresentano un contesto informato in cui questi ultimi valuteranno in seguito le nuove informazioni divulgate dall'azienda.

Lo studio ha inoltre identificato alcune barriere all'efficace utilizzo delle informazioni da parte di analisti e gestori: infatti, errori e conflitti di interesse possono peggiorare l'abilità di tali soggetti di elaborare i dati comunicati dall'azienda, intaccando gli stati di comprensione e fiducia e la qualità dei giudizi espressi. La comprensione e la fiducia di analisti e gestori, peraltro, è considerata estremamente fragile e sensibile sia a nuove circostanze aziendali, sia a nuove condizioni di mercato, in particolare se queste presentano dei collegamenti con le barriere che caratterizzano i loro processi di valutazione.

La percezione da parte dell'azienda delle conseguenze della comunicazione sul mercato dei capitali, integrata con le informazioni scambiate con i gestori durante gli incontri *one-to-one*, conducono attraverso un processo di apprendimento allo sviluppo di preferenze stabili rispetto al contenuto della *disclosure* (e alla sua mutabilità), alle scelte tra le diverse opzioni di comunicazione, alle strutture interne ed esterne e ai processi relativi, tali da influenzare le comunicazioni future. Il modello è schematizzato in *Figura 2*.

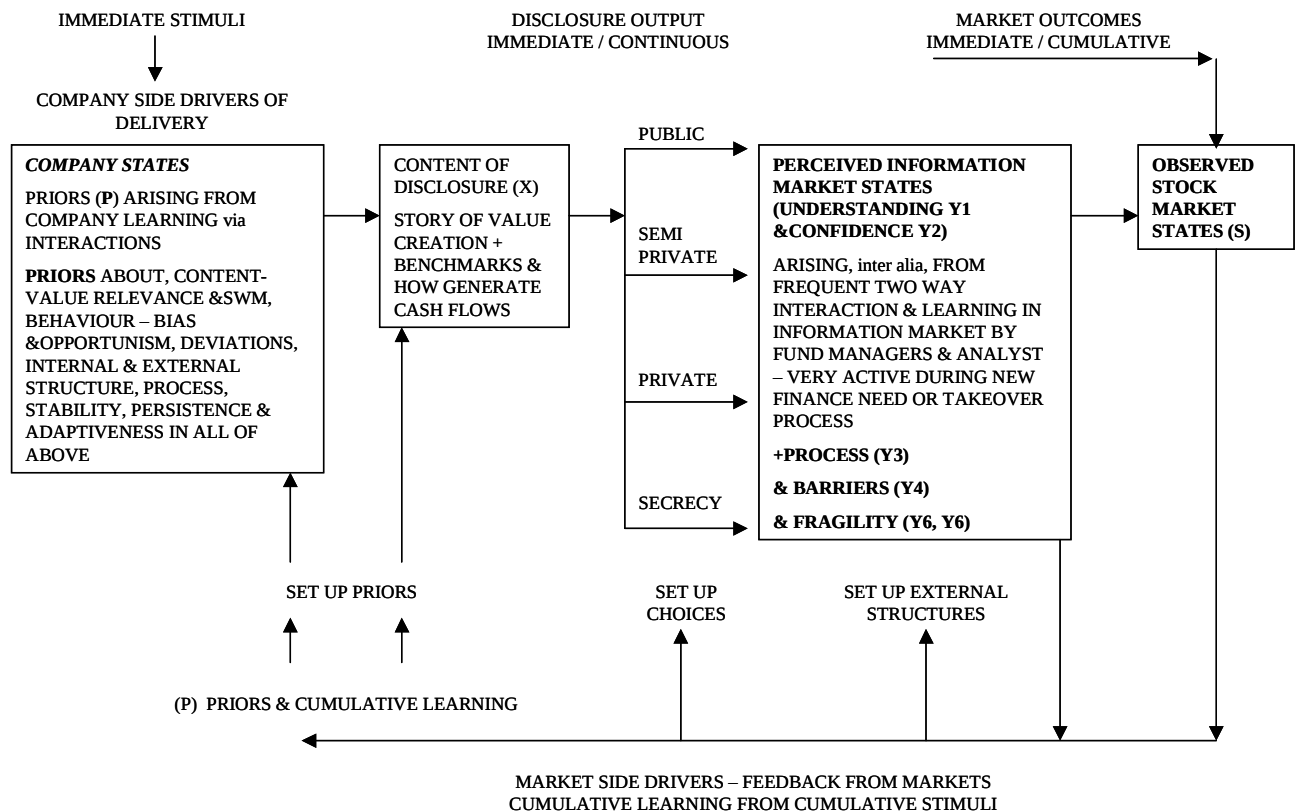


Figura 2 – I processi dinamici e le interazioni nella comunicazione finanziaria
(Fonte: Holland, 2005)

Un approccio di tipo processuale allo studio delle IR è stato adottato anche da un recentissimo studio¹³⁹ condotto sulle attività svolte dalla funzione IR, focalizzato sugli incontri tra l'azienda e la comunità finanziaria. Tali riunioni sono infatti analizzate nel più ampio contesto dell'intero processo relativo al rapporto con gli investitori, attraverso lo sviluppo di un modello bidimensionale fondato sulla letteratura precedente e inteso come quadro teorico di riferimento per l'interpretazione delle attività di IR.

Il modello comprende:

- il profilo aziendale, relativo alla *disclosure position* e ai fattori di cambiamento;
- la funzione di IR;
- le attività e i comportamenti comunicativi sui mercati;
- le conseguenze sul mercato;
- il profilo del mercato, relativo alla domanda informativa e ai fattori di cambiamento;

¹³⁹ MARSTON C., *Investor relations meetings: evidence from the top 500 UK companies*, Accounting and Business Research, forthcoming, 2008.

- il *feedback* del mercato e l'apprendimento aziendale circa la funzione di IR, la prassi e i comportamenti.

Secondo la logica del modello, la definizione di una strategia di comunicazione e altre variabili aziendali, quali opportunismo o ritualismo e antecedenti, possono comportare la creazione e influenzare le caratteristiche di una funzione di IR, dedicata alla comunicazione finanziaria e alla gestione delle relazioni con il mercato dei capitali. Tale funzione svolge numerose attività e adotta diversi strumenti (soggetti a variazioni nel tempo) per comunicare informazioni sull'andamento economico e finanziario dell'azienda, a cui i destinatari riconoscono un determinato grado di credibilità e che comportano conseguenze sul mercato dei capitali, quali cambiamenti nella copertura dell'azienda da parte degli analisti e nella reputazione del management. Tali effetti, tuttavia, non dipendono soltanto dall'attività della funzione di IR, ma anche dalle attese informative del mercato e dai fattori di cambiamento in esso operanti, relativi per esempio a fenomeni di globalizzazione e alla regolamentazione. Tali aspetti, oltre alle specifiche conseguenze di mercato, influenzano anche il *feedback* che l'azienda riceve sulla funzione di IR e sul suo operato, che conduce a un processo di apprendimento in grado di modificare l'attività di tale funzione. I principali elementi del modello e i loro collegamenti sono schematizzati in *Figura 3*.

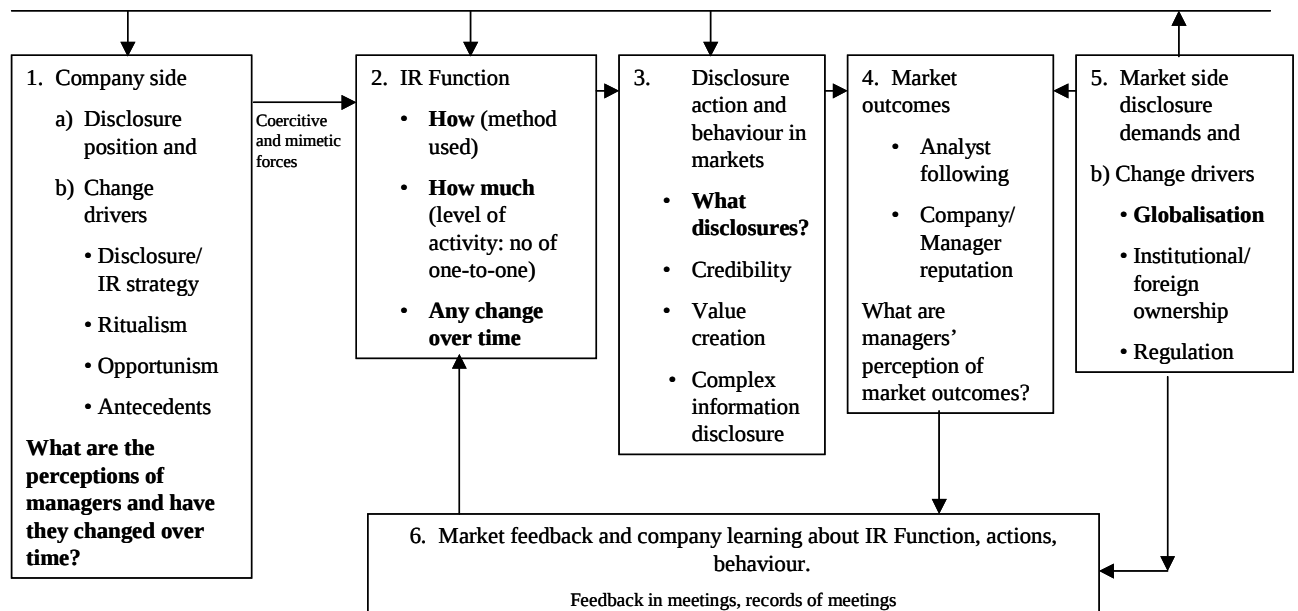


Figura 3 – Il modello dinamico delle IR

(Fonte: Marston, 2008)

2.2 Il processo di comunicazione finanziaria

I modelli illustrati nel precedente paragrafo risultano di particolare interesse per il presente lavoro, finalizzato a indagare la comunicazione finanziaria intesa come un processo con cui l'azienda e gli investitori, attuali e potenziali, offrono, domandano e scambiano dati circa la situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'azienda, passata, attuale e prospettica, e sugli eventi in grado di influenzarne l'evoluzione¹⁴⁰.

La comunicazione finanziaria è concepita come un processo aziendale, ossia come un insieme di attività coordinate che, utilizzando input di varia natura, originano output che abbiano un valore per il cliente, che può essere costituito da un soggetto interno (per esempio un'altra funzione) o esterno (per esempio un analista finanziario)¹⁴¹. In questa prospettiva, l'azienda utilizzando i dati a sua disposizione fornisce agli investitori attuali e potenziali informazioni economico - finanziarie utili per le loro decisioni di investimento, attraverso una serie di attività coordinate, per esempio attraverso la redazione e diffusione del bilancio.

Gli elementi principali del processo sono evidenziati in modelli propri della teoria della comunicazione, che possono rappresentare un interessante schema di riferimento anche per l'analisi del fenomeno della comunicazione finanziaria.

Attingendo ad alcuni rilevanti contributi¹⁴², il presente lavoro adotta come schema di riferimento un modello in cui il mittente (fonte) invia un messaggio,

¹⁴⁰ QUAGLI A., *Comunicare il futuro*, op. cit.

¹⁴¹ Per un'efficace sintesi dei contributi della dottrina sui processi e sull'approccio basato su di essi, si rinvia a CANDIOTTO R., *L'approccio per processi e i sistemi di gestione per la qualità*, Giuffrè, Milano, 2003. Tra le definizioni del concetto di processo si ricordano anche Hammer e Champy, che lo definiscono come «una serie di attività che, fra loro collegate, producono un risultato che abbia valore per il cliente» e Davenport, per cui rappresenta «un insieme di attività strutturate e misurate, progettato per produrre uno specifico output per un mercato o cliente particolari, [...] uno specifico ordine logico dato alle attività lavorative nel tempo e nello spazio, con un inizio, una fine, e con un input e output chiaramente identificati: una struttura per agire». HAMMER M. – CHAMPY J., *Ripensare l'azienda. Un manifesto per la rivoluzione manageriale*, Sperling & Kupfer, Milano, 1994; DAVENPORT T.H., *Innovazione dei processi. Riprogettare il lavoro attraverso l'information technology*, Franco Angeli, Milano, 1994.

¹⁴² SHANNON C.E. - WEAVER W., *La teoria matematica delle comunicazioni*, Etas Kompass, Milano, 1971; WATZLAWICK P. - BEAVIN J.H. - JACKSON D.D., *Pragmatica della comunicazione umana: Studio dei modelli interattivi, delle patologie e dei paradossi*, Astrolabio, Roma, 1971.

Per un'efficace sintesi dei contributi forniti dalla teoria della comunicazione, si rinvia al lavoro di Bertinetti, in cui sono ripresi con riferimento alla comunicazione finanziaria aziendale i profili della sintassi (relativi alle procedure di trasmissione e ricezione delle informazioni), della semantica (connessi al significato dei simboli sintattici), della semiotica (concernenti la descrizione delle condizioni di produzione e di ricezione del senso del messaggio) e della pragmatica (che indaga gli effetti che la comunicazione produce sul comportamento degli attori coinvolti nel processo). BERTINETTI G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, op. cit.

opportunamente codificato, che viene trasmesso attraverso un canale al destinatario, il quale procede poi a decodificarlo per comprenderne il significato e a trasmettere un segnale di ritorno (*feedback*) alla fonte. Sull'efficacia del processo di comunicazione incidono inoltre sia rumori e interferenze, che possono condizionare la ricezione e l'interpretazione del messaggio trasmesso, sia il contesto in cui il processo ha luogo. Il modello è schematizzato in *Figura 4*.

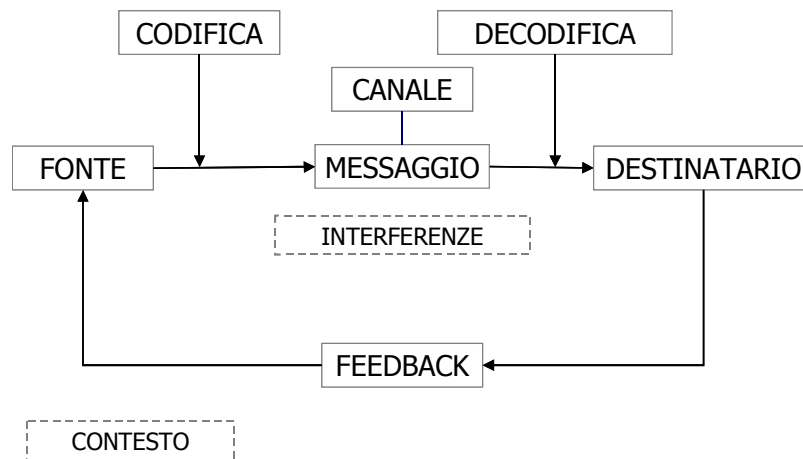


Figura 4 - Il processo di comunicazione

Questo schema mette in luce i principali elementi del processo, che comprendono:

- la fonte: il soggetto che avvia il processo di comunicazione;
- la codifica: il processo attraverso cui l'emittente (ovvero altri soggetti ad esso collegati) esprimono in simboli, immagini, suoni e segni il messaggio che ha intenzione di trasmettere, così da renderlo percepibile e comprensibile per gli individui a cui è destinato;
- il canale: il mezzo attraverso il quale il messaggio viene inviato al destinatario;
- la decodifica: il processo mentale con cui chi riceve il messaggio assegna un significato ai segni e ai simboli trasmessi dalla fonte;
- il destinatario: il soggetto a cui il messaggio è diretto;
- il *feedback*: la risposta del destinatario che l'emittente è in grado di conoscere, determinata dalla ricezione e decodifica del messaggio.

Tali elementi possono essere identificati anche con riferimento al processo di comunicazione finanziaria, in cui l'azienda rappresenta la fonte della comunicazione e codifica i dati economico - finanziari che intende divulgare al mercato in un messaggio,

il quale viene trasmesso attraverso un canale agli investitori attuali e potenziali (destinatari), che lo interpretano per attribuirgli un significato (decodifica) e in seguito presentano delle reazioni alla comunicazione sia con comportamenti e decisioni di investimento sia attivando un flusso informativo di ritorno (*feedback*). Anche in relazione alla comunicazione finanziaria è possibile notare la presenza di interferenze, che possono essere costituite per esempio da *rumour* presenti sul mercato, e l'estrema rilevanza del contesto di riferimento, relativo a molteplici profili (quali il quadro regolamentare, il contesto competitivo e così via).

Considerando più specificatamente i singoli elementi del processo, che verranno approfonditi nel seguito del capitolo, appare utile chiarire sin d'ora alcuni aspetti. Innanzitutto, la fonte della comunicazione è costituita dall'azienda, con particolare riferimento alle funzioni e agli individui direttamente impegnati nella comunicazione finanziaria, ma anche dalle figure esterne (per esempio, consulenti e altri professionisti) a vario titolo coinvolte nel processo: tutti questi soggetti, pur con differenti contributi¹⁴³, partecipano alle attività di codifica che riguardano la preparazione del messaggio da comunicare e possono consistere per esempio nella redazione del bilancio aziendale o nella predisposizione delle presentazioni rese alla comunità finanziaria in occasione dell'emissione di un nuovo piano strategico.

La comunicazione del messaggio può avvenire attraverso diversi canali, intesi come *media* per la trasmissione delle informazioni (per esempio internet, il telefono o in condizioni di compresenza fisica), tuttavia con specifico riferimento alla comunicazione finanziaria appare interessante considerare anche un concetto collegato, ma non corrispondente a quello di canale, rappresentato dal veicolo della comunicazione¹⁴⁴. I messaggi con contenuti economico - finanziari, infatti, vengono comunicati in molte circostanze attraverso veicoli costituiti da documenti di tipo obbligatorio o volontario, quali bilanci annuali e infrannuali o comunicati stampa, che rappresentano elementi estremamente rilevanti per l'analisi della comunicazione, ma non sono assimilabili al concetto di canale in senso stretto dal momento che possono essi stessi essere trasmessi attraverso canali differenti: per esempio un bilancio d'esercizio (veicolo) può essere pubblicato in forma cartacea e spedito per posta oppure pubblicato in formato

¹⁴³ Prendendo a riferimento la preparazione del bilancio aziendale, per esempio, alcuni dipendenti sono impegnati nella stesura dei testi del documento, altri sono incaricati della verifica dei valori da pubblicare, mentre consulenti esterni possono essere incaricati di curare la veste grafica del bilancio.

¹⁴⁴ Per approfondimenti sul concetto di veicolo della comunicazione si veda BERTINETTI G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, op. cit.

elettronico sul sito web aziendale (canale), con diversi effetti sulla fruibilità e sull'accessibilità delle informazioni da parte dei destinatari.

Il messaggio inviato viene poi decodificato dagli investitori, che assegnano un significato ai simboli ed elaborano le informazioni ricevute in base alle loro competenze (che possono essere di tipo professionale o meno), al contesto di riferimento e alle loro esigenze conoscitive. Il processo di decodifica rappresenta un passaggio molto delicato e particolarmente importante ai fini dell'efficacia della comunicazione: per questo motivo, è necessario che l'azienda tenga conto delle capacità di decodifica dei propri interlocutori già in sede di codifica¹⁴⁵, provvedendo a spiegare e chiarire i dati presentati con informazioni di supporto e a fornire ai propri interlocutori strumenti per migliorare la comprensione del messaggio, quali glossari tecnici allegati al bilancio o pubblicati sul sito web per gli investitori meno esperti. Alcuni dubbi sull'interpretazione delle informazioni possono essere poi oggetto di richiesta di chiarimenti e delucidazioni, generando un flusso informativo diretto all'azienda da parte dei destinatari della comunicazione: questo *feedback* può consistere in domande circa la strategia o la *performance* aziendale poste dagli analisti finanziari al responsabile delle IR con e-mail e telefonate, mentre è più evidente nelle presentazioni alla comunità finanziaria, in cui alla presentazione del top management segue generalmente una quindicina di minuti dedicata alle prime domande degli operatori a cui viene data risposta nel corso dell'incontro (*questions and answers*, abbreviato in Q&A).

Il *feedback* mette in luce il carattere bidirezionale della comunicazione finanziaria, intesa non solo come offerta di dati da parte dell'azienda, ma anche come domanda espressa dagli investitori e relativo scambio: infatti, in seguito alla ricezione di un messaggio gli interlocutori aziendali richiedono spiegazioni, dettagli e nuove informazioni per migliorare la comprensione dei dati conosciuti, innescando così un nuovo processo di comunicazione¹⁴⁶. Il ruolo dei destinatari, in altri termini, non si limita alla ricezione e all'interpretazione dei dati comunicati, comprendendo la

¹⁴⁵ Si ricorda che le attività volte a migliorare la comprensibilità del messaggio per gli investitori sono considerate nel modello di Gibbins, Richardson e Waterhouse come una componente dell'output della comunicazione aziendale (*ex ante attempts to manage interpretation*). GIBBINS M. – RICHARDSON A. – WATERHOUSE J., *The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes*, op. cit.

¹⁴⁶ In questa prospettiva, le risposte dell'azienda a tali richieste di chiarimenti, che nel modello di Gibbins, Richardson e Waterhouse erano intese come una componente dell'output della comunicazione aziendale (*ex post attempts to manage interpretation*), si riferiscono all'invio di un nuovo messaggio derivante dal *feedback* del primo atto comunicativo. GIBBINS M. – RICHARDSON A. – WATERHOUSE J., *The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes*, op. cit.

possibilità di attivare il processo attraverso l'espressione di esigenze informative e anche di fornire all'azienda nuove informazioni provenienti da altre comunicazioni¹⁴⁷.

Appare opportuno precisare che il richiamo agli elementi propri della teoria della comunicazione nel presente lavoro non intende indicare l'adozione di un modello teorico in grado di spiegare completamente il processo di comunicazione finanziaria e le sue complessità, quanto piuttosto il riferimento a un importante contributo che può rappresentare un utile schema concettuale per l'analisi dell'oggetto di studio. I suddetti elementi, infatti, presentano caratteristiche specifiche e profili di criticità di estremo interesse per l'analisi del fenomeno (che sono stati oggetto di numerose ricerche e verranno illustrati nei paragrafi successivi) e tale approccio permette di evidenziare il ruolo di ciascuno nel processo, mettendo in luce il fatto che la comunicazione tra l'azienda e gli investitori avviene attraverso molteplici canali e veicoli¹⁴⁸ e che i flussi informativi tra le due parti sono di carattere bidirezionale.

Il primo profilo, in particolare, merita di essere sottolineato dal momento che per motivi metodologici numerosi studi empirici tendono a focalizzarsi sullo studio di singole tipologie di documenti o di contatti tra l'azienda e il mercato finanziario: se da un lato ciò è necessario per approfondire adeguatamente alcune forme di comunicazione e i loro effetti, dall'altro è opportuno ricordare che la comunicazione finanziaria è un unico processo, con cui azienda e investitori si scambiano numerosi messaggi attraverso differenti canali e veicoli. Tale considerazione appare ancor più evidente prendendo in considerazione la prospettiva dei destinatari: infatti, gli investitori che intendono informarsi circa la situazione e le prospettive aziendali non si limitano generalmente a cercare un solo tipo di documento, ma cercano dati (oltre che da soggetti terzi, per esempio dalla stampa specializzata) sul suo sito *web*, all'interno del bilancio, nelle presentazioni alla comunità finanziaria e così via, ricavando così una visione dell'intera offerta informativa dell'azienda.

La considerazione congiunta dei differenti canali e veicoli di comunicazione, tuttavia, non riguarda solo il punto di vista degli investitori, ma è di fondamentale importanza anche in una prospettiva aziendale al fine di predisporre una strategia di

¹⁴⁷ Oltre a domandare nuove informazioni circa la situazione aziendale, infatti, alcuni operatori professionali che sono specializzati in un numero limitato di settori possono essere per l'azienda stessa una interessante fonte di informazioni per la comprensione di tendenze in atto nel *business*.

¹⁴⁸ MCINNES B. – BEATTIE V. – FEARNLEY S., *An investigation of the channels of communication used by a listed company's stakeholders and information intermediaries: An exploratory case study*, Discussion paper n. 01/2004, Department of Accounting Finance and Law, University of Stirling, 2004.

comunicazione finanziaria, coordinare al meglio le attività che compongono il processo ed effettuare una valutazione della sua efficacia.

Gli elementi del processo di comunicazione finanziaria possono essere analizzati con interesse sia singolarmente, dal momento che ciascuno presenta caratteristiche e criticità specifiche, sia nelle loro interrelazioni, poiché tra essi esistono evidentemente forti legami: la struttura organizzativa aziendale (fonte) per esempio è strettamente collegata alle modalità con cui avviene la codifica e di conseguenza con gli attributi e le proprietà del messaggio.

In questa prospettiva, gli elementi della comunicazione finanziaria possono essere considerati come un sistema, inteso come combinazione di elementi riuniti in un tutto e in relazione tra loro, caratterizzata da un equilibrio dinamico¹⁴⁹. Il processo di comunicazione finanziaria può così essere studiato come un sistema aperto, per via dell'influenza dei fattori esterni che costituiscono il contesto di riferimento (per esempio, lo scenario competitivo, l'andamento delle grandezze macroeconomiche e così via), e complesso, dal momento che è possibile immaginarlo come composto da differenti subsistemi tra loro collegati.

In particolare, ai fini dell'analisi della comunicazione finanziaria, è possibile considerare i seguenti subsistemi (schematizzati in *Figura 5*):

- il subsistema aziendale: relativo alla fonte della comunicazione e alle attività di codifica del messaggio da essa svolte;
- il subsistema del messaggio: comprende sia il messaggio sia il veicolo e il canale attraverso cui è trasmesso;
- il subsistema dei destinatari: riguarda i destinatari, le attività di decodifica e il *feedback*.

¹⁴⁹ Per approfondimenti sul concetto di sistema e sulla teoria generale dei sistemi, si rinvia a VON BERTALANFFY L., *General system theory: a new approach to unity of science*, Human biology, December 1951.

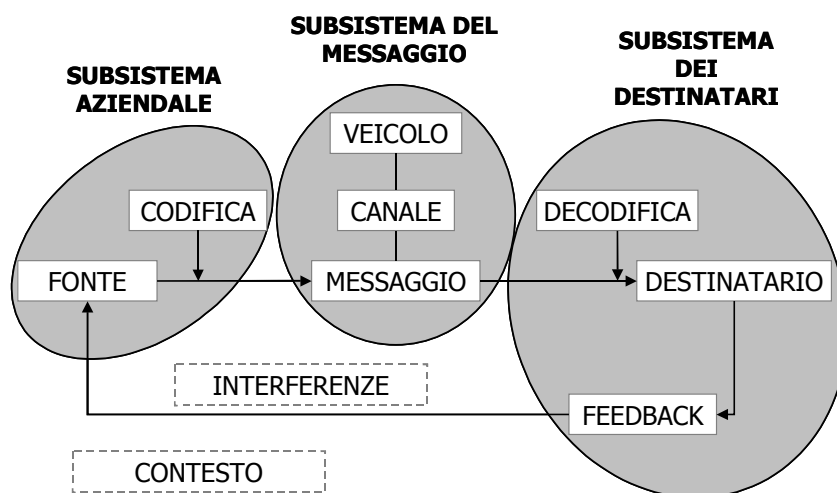


Figura 5 - I sottosistemi della comunicazione finanziaria

L'approccio sistemico, largamente adottato dalla letteratura italiana di Economia Aziendale¹⁵⁰, appare quindi particolarmente interessante sia poiché sottolinea le interazioni tra i fattori e sia perché permette di analizzare il processo di comunicazione finanziaria nei suoi sottosistemi, che presentano indubbiamente dei collegamenti, ma sono anche caratterizzati da attributi e dinamiche proprie, che possono essere oggetto di studi specifici. Nella letteratura di *accounting* che ha affrontato temi di *disclosure* tali profili sono stati diversamente approfonditi: sono infatti assai numerose le ricerche che si sono focalizzate sulle caratteristiche dei messaggi trasmessi al mercato dall'azienda (occupandosi per esempio di informativa previsionale, sui rischi ecc.) e sui veicoli (es. bilancio d'esercizio, relazioni infrannuali) e canali (es. internet) utilizzati, mentre - anche per difficoltà concrete di indagine relative all'accessibilità dei dati - meno studi hanno concentrato la loro attenzione sulla preparazione del messaggio da parte dell'azienda e sulle problematiche connesse ai destinatari della comunicazione.

Il presente lavoro, dopo aver riepilogato i principali contributi della letteratura sui diversi elementi del sistema di comunicazione finanziaria, intende studiare il fenomeno con particolare riguardo al sottosistema del messaggio, ma soprattutto al sottosistema aziendale nella convinzione che per la formulazione di una strategia di comunicazione finanziaria e per la valutazione dell'efficacia del processo non sia sufficiente analizzare il messaggio che l'azienda trasmette al mercato, ma sia altresì

¹⁵⁰ A tal proposito, si vedano ZAPPA G., *Il reddito d'impresa* (II edizione), Giuffrè, Milano, 1937; GIANNESI E., *Le aziende di produzione originaria. Vol. I: Le aziende agricole*, Cursi, Pisa, 1960; AMADUZZI A., *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni* (II ediz. ampl.), Utet, Torino, 1963; BERTINI U., *Il sistema d'azienda*, Giappichelli Editore, Torino, 1990.

necessario conoscere gli altri elementi del sistema, e in particolare i fattori, le attività e le decisioni che hanno condotto alla produzione e alla codifica delle informazioni comunicate.

2.3 La fonte

Almeno in prima approssimazione, è possibile affermare che nell'ambito dell'informativa primaria l'azienda rappresenti la fonte della comunicazione finanziaria, dal momento che invia un messaggio relativo alla sua situazione economica, finanziaria e patrimoniale agli investitori e agli altri operatori del mercato¹⁵¹.

Concentrandosi dunque sull'azienda come fonte, è opportuno ricordare innanzitutto che le sue caratteristiche e altri fattori ad essa relativi (quali la storia, la strategia e le politiche adottate)¹⁵² hanno un'influenza sugli attributi dell'informativa divulgata agli investitori: numerosi studi hanno infatti indicato che variabili aziendali come la dimensione¹⁵³, la *performance* del titolo¹⁵⁴ e la quotazione su più mercati¹⁵⁵

¹⁵¹ L'informativa secondaria può essere considerata come una seconda e successiva comunicazione, in cui un intermediario informativo, destinatario del primo messaggio inviato dall'azienda, diventa il mittente di un nuovo messaggio da trasmettere agli investitori, ottenuto rielaborando i dati conosciuti dall'azienda e da altre fonti. Seguendo questa impostazione, il tema degli intermediari informativi verrà affrontato nel paragrafo 2.8, dedicato ai destinatari.

¹⁵² Tali fattori sono presi in considerazione dal modello di Gibbins, Richardson e Waterhouse (1990) GIBBINS M. – RICHARDSON A. – WATERHOUSE J., *The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes*, op. cit. come *internal antecedent*.

¹⁵³ Le aziende di maggiore dimensione offrono una *disclosure* più ricca in relazione a differenti veicoli di comunicazione (bilancio, relazione sulla gestione, presentazioni ecc.), a tal proposito si vedano LANG M. – LUNDHOLM R., *Cross sectional determinants of analyst rating of corporate disclosure*, Journal of Accounting Research, vol. 31, n. 2, 1993, pp. 246-271; MARSTON C., *Company communications with analysts and fund managers. A study of the investor relations activities of large UK quoted companies*, Unpublished PhD thesis, University of Glasgow, 1993; TASKER S.C., *Bridging the information gap: quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure*, Review of Accounting Studies, vol. 3, n.1-2, 1998, pp. 137-167; FRANKEL R. – JOHNSON M. – SKINNER D., *An empirical examination of conference call as a voluntary disclosure medium*, Journal of Accounting Research, vol. 37, n. 1, 1999, pp. 133-150; RAO H. – SIVAKUMAR K., *Institutional sources of boundary spanning structures: the establishment of investor relations departments in the Fortune 500 industrials*, Organization Science, vol. 10, n. 1, 1999; GELB D.S., *Managerial ownership and accounting disclosures: An empirical study*, Review of Quantitative Finance and Accounting, vol. 15, n. 2, 2000, pp. 169-185; WATSON A. - SHRIVES P. - MARSTON C., *Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK*, British Accounting Review, vol. 34, n. 4, 2002, pp. 289-313; BAGNOLI C., *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, 2005, pp. 84-126. Con riferimento ad altre caratteristiche del processo di comunicazione finanziaria, la dimensione è risultata inoltre associata alla velocità nella pubblicazione del bilancio nel lavoro di OWUSU-ANSAH S. – LEVENTIS S., *Timeliness of Corporate Annual Financial Reporting in Greece*, European Accounting Review, vol. 15, n. 2, 2006, pp. 273-287.

sono positivamente associati all'intensità e alla qualità della comunicazione finanziaria e delle IR, mentre per altre caratteristiche aziendali (per esempio, relative ai risultati¹⁵⁶ e al settore di attività¹⁵⁷) sono state ottenute evidenze non sempre concordi¹⁵⁸.

Nel processo di comunicazione finanziaria, l'azienda può adottare atteggiamenti diversi sia in relazione alle regole concernenti l'informativa da divulgare, sia nei confronti dei portatori di interessi. Per quanto riguarda il primo profilo, l'azienda sviluppa infatti delle preferenze per una determinata *disclosure position*¹⁵⁹, che può avvicinarsi maggiormente al ritualismo, inteso come accettazione acritica delle norme, da cui deriva una comunicazione come risultato di procedure in cui il management ha un ruolo sostanzialmente passivo, oppure all'opportunismo, in cui l'azienda ricerca vantaggi specifici nella preparazione e nell'interpretazione della *disclosure*.

Rispetto agli *stakeholder*, l'azienda può adottare un atteggiamento persuasivo, manipolativo, autoritario, o antagonista¹⁶⁰. Il primo è rivolto a una chiara rappresentazione della situazione economica, patrimoniale e finanziaria e comporta un'apertura al dialogo da parte dell'azienda, che cerca di comprendere e soddisfare le esigenze informative del mercato per sollecitarne il consenso e la collaborazione al progetto aziendale, mentre con l'atteggiamento manipolativo attraverso la comunicazione di alcune informazioni e distogliendo l'attenzione da altre si tenta di indurre gli interlocutori ad assumere comportamenti in linea con i desideri del

¹⁵⁴ LANG M. – LUNDHOLM R., *Cross sectional determinants of analyst rating of corporate disclosure*, op. cit.; GELB D.S., *Managerial ownership and accounting disclosures: An empirical study*, op. cit.

¹⁵⁵ MARSTON C., *Company communications with analysts and fund managers. A study of the investor relations activities of large UK quoted companies*, op. cit.

¹⁵⁶ MARSTON C., *Company communications with analysts and fund managers. A study of the investor relations activities of large UK quoted companies*, op. cit.; LANG M. – LUNDHOLM R., *Cross sectional determinants of analyst rating of corporate disclosure*, op. cit.; TASKER S.C., *Bridging the information gap: quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure*, op. cit.; FRANKEL R. – JOHNSON M. – SKINNER D., *An empirical examination of conference call as a voluntary disclosure medium*, op. cit.; RAO H. – SIVAKUMAR K., *Institutional sources of boundary spanning structures: the establishment of investor relations departments in the Fortune 500 industrials*, op. cit.

¹⁵⁷ MARSTON C., *Company communications with analysts and fund managers. A study of the investor relations activities of large UK quoted companies*, op. cit.; BUSHEE B.J. – MATSUMOTO D.A. – MILLER G.S., *Open versus closed conference calls: the determinants and effects of broadening access to disclosure*, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 34, n. 1-3, 2003, pp. 149-180.

¹⁵⁸ MARSTON C., *The organization of the investor relations functions by large UK quoted companies*, op. cit.; MARSTON C., *Investor relations meetings: evidence from the top 500 UK companies*, op. cit.

¹⁵⁹ GIBBINS M. – RICHARDSON A. – WATERHOUSE J., *The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes*, op. cit.

¹⁶⁰ CODA V., *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, op. cit.

management, postergando le loro esigenze rispetto al raggiungimento dei fini aziendali. Anche nel caso di atteggiamenti autoritari e antagonisti la comunicazione è distante da logiche di trasparenza: con il primo l'azienda pone il destinatario su un piano subordinato senza apertura per le sue richieste e domande di informazioni, ottenendo spesso come risultato una comunicazione frammentaria, mentre l'atteggiamento antagonista si fonda sulla convinzione che gli interlocutori abbiano interessi opposti all'azienda, che mostra con essi una forte contrapposizione e mira a indebolire l'avversario. Come appare evidente da questi brevi cenni, la gestione della comunicazione finanziaria dovrebbe essere improntata a un atteggiamento trasparente e persuasivo, senza cadere in atteggiamenti autoritari, manipolativi o antagonisti, che al più possono condurre l'azienda al raggiungimento di un consenso assai fragile.

Un altro profilo di interesse, che in molti modelli è considerato una variabile chiave del processo¹⁶¹, è costituito dalla struttura dell'azienda: a tal proposito è importante sottolineare come una pluralità di soggetti e funzioni al suo interno siano coinvolti nel processo di comunicazione finanziaria, occupandosi di fasi diverse nella produzione dei documenti (per esempio, la redazione della prima bozza della relazione sulla gestione e la sua approvazione) oppure della preparazione di diverse informazioni da trasmettere alla comunità finanziaria (es. comunicato stampa, presentazione agli analisti). Pur con le differenze relative alle particolari strutture organizzative di ciascuna azienda, svolgono attività relative alla comunicazione finanziaria:

- il CEO (*chief executive officer*): stabilisce le linee guida della comunicazione, controlla e approva i contenuti dei documenti più sensibili per il mercato e partecipa direttamente ad alcuni incontri con la comunità finanziaria, sia in occasione di presentazioni e *conference call* tenute periodicamente e nel corso di *roadshow*, sia in incontri privati con analisti e investitori istituzionali;
- il Consiglio di Amministrazione: può essere coinvolto nel processo per l'approvazione di comunicazioni particolarmente rilevanti (per esempio, la presentazione del piano strategico);
- il CFO (*chief financial officer*): coordina e partecipa alle attività finalizzate alla redazione del bilancio e, pur con diverse configurazioni a seconda della

¹⁶¹ GIBBINS M. – RICHARDSON A. – WATERHOUSE J., *The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes*, op. cit.; HOLLAND J., *A grounded theory of corporate disclosure*, op. cit.; MARSTON C., *Investor relations meetings: evidence from the top 500 UK companies*, op. cit.

realità aziendale, agisce in coordinamento con le IR per la comunicazione con gli investitori;

- funzioni di amministrazione e controllo: sono impegnate direttamente nella redazione dei documenti oggetto di informativa obbligatoria e partecipano, attraverso la fornitura e la verifica dei dati, anche alla preparazione di comunicazioni curate da altre funzioni;
- IR: si occupano della gestione della relazione con il mercato mobiliare, attraverso la preparazione di comunicazioni specifiche, quali le presentazioni agli analisti, gli incontri con operatori professionisti e investitori, la partecipazione alle attività di comunicazione svolte da altre funzioni e possono svolgere attività strumentali alla comunicazione finanziaria (per esempio, attività di market intelligence, indagini sulla composizione dell'azionariato, *investor targeting*);
- funzioni di comunicazione e pubbliche relazioni: si occupano prevalentemente di comunicazioni con contenuti diversi da quelli economico - finanziari, ma possono essere coinvolte nella preparazione e trasmissione di documenti ugualmente rilevanti per gli investitori (es. comunicati stampa) o in altre attività connesse alla comunicazione finanziaria (es. gestione del sito web aziendale);
- altre funzioni e comitati: partecipano al processo attraverso operazioni specifiche, quali la fornitura di dati relativi alla propria area di attività, la partecipazione a incontri (es. direttori di *brand*) e la verifica e approvazione di determinati documenti.

Semplificando, nel processo di comunicazione finanziaria intervengono con ruoli e attività diverse il top management (CEO, Consiglio di Amministrazione, CFO), alcune funzioni specializzate in determinate attività di comunicazione (amministrazione, controllo, IR, comunicazione e pubbliche relazioni) e altri soggetti coinvolti in attività specifiche collegate alla comunicazione.

Il coinvolgimento dell'alta direzione nel processo, in particolare, assume una notevole importanza alla luce della necessità di un approccio strategico alla comunicazione finanziaria e di un suo collegamento alla strategia aziendale complessiva; inoltre, la partecipazione diretta del top management a incontri con gli investitori sia privati sia in occasione di roadshow rappresenta un'occasione privilegiata per i soggetti chiamati a prendere decisioni rilevanti per l'azienda di ricevere senza

mediazioni il *feedback* della comunità finanziaria, estremamente utili per percepire le maggiori *disclosure issue*¹⁶².

Un ruolo chiave è svolto dalla figura del CFO, che può assumere nelle realtà aziendali italiane diverse denominazioni e occuparsi di attività di varia natura¹⁶³, ma rappresenta generalmente un punto di riferimento per le funzioni impegnate nella comunicazione finanziaria e un collegamento tra queste e il *top management*. Ciò è particolarmente vero se si tiene anche in considerazione che a livello internazionale la posizione del CFO ha subito negli ultimi anni profonde trasformazioni: la tendenza iniziata negli anni Novanta, infatti, ha visto il CFO passare da un ruolo di “tecnico” a uno di consigliere strategico e specializzato del CEO, che siede con maggiore frequenza nel Consiglio di Amministrazione dell’azienda e deve saper dialogare con gli investitori non solo su tematiche strettamente finanziarie, ma anche sulle dinamiche del *business*, sugli scenari e sul contesto competitivo¹⁶⁴.

Anche la gestione della relazione con gli investitori ha conosciuto una notevole evoluzione negli ultimi decenni¹⁶⁵: infatti, inizialmente era considerata come un’attività che poteva essere curata *part time* dall’ufficio comunicazione con la collaborazione del direttore finanziario e dell’amministratore delegato, mentre negli ultimi anni un numero crescente di aziende ha riconosciuto che si tratta di un’area di fondamentale importanza per ottenere consenso e collaborazione dagli investitori e ha deciso di creare degli uffici

¹⁶² GIBBINS M. – RICHARDSON A. – WATERHOUSE J., *The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes*, op. cit..

¹⁶³ La qualifica formale di CFO è legata alla tradizione anglosassone e nel nostro Paese risulta più diffusa nelle società quotate, nelle aziende extra-europee o aventi un azionariato diffuso sul modello delle public company; nelle altre aziende la qualifica più frequente è quella di “Direttore Amministrazione, Finanza e Controllo”, sostanzialmente assimilabile al CFO, e in diversi casi è stata riscontrata una separazione tra la figura del “Direttore Amministrazione e Finanza” e quella del “Controller”. Per approfondimenti sulle attività effettivamente svolte da tali soggetti e sul loro inquadramento all’interno dell’organizzazione si rinvia a ALLEGRI M., *Il CFO italiano. Funzioni assegnate e posizionamento organizzativo. Un’indagine empirica*, Atti del XXX Convegno Nazionale ANDAF, Tenerife, 13-18 novembre 2005.

Con riferimento al contesto italiano, la legge 262/2005, integrata e modificata dal D.lgs. 303/2006, ha istituito l’obbligo per le aziende italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell’Unione Europea di nominare un dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, a cui è assegnata una funzione di controllo interno e la responsabilità di contribuire a garantire l’affidabilità dell’informazione finanziaria. La natura di tale incarico fa sì che esso sia affidato tendenzialmente al CFO. A tal proposito, si veda ANDAF (ASSOCIAZIONE NAZIONALE DIRETTORI AMMINISTRATIVI E FINANZIARI) – COMITATO TECNICO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari*, position paper, disponibile sul sito www.andaf.it, maggio 2007.

¹⁶⁴ HEFFES E.M. – MILLMAN G.J., *Two generations of CFOs: How different are they?*, Financial Executive, 2005, pp. 40-46. Tale tendenza è stata osservata anche con riferimento al contesto italiano da Allegrini, (2005).

¹⁶⁵ MARSTON C., *A survey of European investor relations*, ICAS, Edinburgh, 2004.

e reparti specialistici interamente dedicati a queste attività¹⁶⁶. Come altre tendenze, anche la focalizzazione sulle IR è partita al principio negli Stati Uniti, per poi diffondersi nel Regno Unito e quindi agli altri Paesi europei, con tempi talvolta lunghi dal momento che la necessità di un ufficio di IR è strettamente dipendente dall'esistenza di mercati azionari attivi, tradizionalmente meno sviluppati nell'Europa continentale. Tale fenomeno ha infatti conosciuto una certa accelerazione con la globalizzazione che ha caratterizzato molte aziende europee in relazione alle operazioni e alle prospettive di sviluppo, dal momento che queste società si rivolgono sempre più al mercato internazionale per reperire i capitali necessari alla propria attività¹⁶⁷.

Una ricerca¹⁶⁸ condotta tra il 1984 e il 1995 sulle aziende industriali appartenenti al Fortune 500 ha evidenziato come la creazione di un ufficio dedicato alle IR, presente alla fine del 1994 nel 56% delle aziende osservate, sia associata a pressioni provenienti dall'ambiente esterno, quali l'approvazione di risoluzioni in contrasto con il management da parte di attivisti per la difesa degli investitori, il monitoraggio da parte di analisti finanziari e *board interlock* con aziende che hanno già istituito reparti di IR.

Una delle più recenti ricerche condotte sulle aziende del Fortune 500¹⁶⁹ ha indicato che nel 2004 il 65% delle aziende avevano al proprio interno un ufficio dedicato alle IR, mentre nel 27% dei casi la gestione della relazione con gli investitori era ancora affidata alla finanza e nel 7% agli uffici incaricati di comunicazione e pubbliche relazioni.

Per quanto riguarda il contesto europeo, un ampio studio¹⁷⁰ sulle modalità di svolgimento delle IR nelle maggiori 500 società quotate europee¹⁷¹ ha rilevato che nel

¹⁶⁶ L'esistenza di un ufficio di *investor relation* è addirittura obbligatoria per le società greche dal 2000 (MARSTON C., *A survey of European investor relations*, op. cit.) e il codice di *corporate governance* della Borsa portoghese richiede che le società quotate abbiano al loro interno una persona incaricata della gestione della relazione con il mercato (PR NEWswire, *PR Newswire's guide to European disclosure*, PR Newswire, United Business Media, UK, 2002).

¹⁶⁷ Una ricerca (MARSTON C. – STRAKER M., *Investor relations: a European survey*, op. cit.) condotta sulle maggiori 80 società quotate dell'Europa continentale ha rilevato che nel 1998 il 96% di queste aziende aveva un reparto di *investor relation*, presente in azienda da un periodo variabile tra 1 e 16 anni (media 7,3 anni).

¹⁶⁸ RAO H. – SIVAKUMAR K., *Institutional sources of boundary spanning structures: the establishment of investor relations departments in the Fortune 500 industrials*, op. cit.

¹⁶⁹ LASKIN A.V., *Investor relations practices at Fortune 500 companies: an exploratory study*, Public Relations Review, vol. 32, n. 1, 2006, pp. 69-70.

¹⁷⁰ MARSTON C., *A survey of European investor relations*, op. cit.

¹⁷¹ Il campione è stato selezionato sulla base dei dati ottenuti dal Financial Times 500.

2002 la quasi totalità delle aziende interpellate ha designato al suo interno un responsabile delle IR (90%) e ha creato un ufficio dedicato a tale attività (93%)¹⁷², in cui le persone impiegate a tempo pieno sono mediamente 3,4¹⁷³, senza tenere conto del responsabile (*investor relation officer*, IRO) e dei soggetti appartenenti ad altre funzioni che collaborano in relazione ad attività specifiche.

Nella maggior parte dei casi i reparti dedicati sono di recente costituzione con un'età media pari a 6,9 anni; nonostante tale dato sia indubbiamente influenzato dal periodo di tempo in cui l'azienda è stata quotata, la ricerca ha rilevato che esiste generalmente uno scarto tra il momento della quotazione e il momento, successivo, in cui viene istituito un ufficio di IR¹⁷⁴.

Il budget è estremamente variabile (da 250.000 a oltre 2.750.000 euro, con una media di 986.000 euro), il che può essere facilmente spiegato dalla composizione che può essere differente da un'azienda all'altra; pur tenendo conto di tali diversità, le principali voci di spesa riguardano salari e stipendi, il bilancio e l'organizzazione degli incontri con la comunità finanziaria.

Le attività di comunicazione svolte dagli uffici di IR comprendono sia rapporti diretti con i singoli analisti finanziari e investitori istituzionali (in incontri *one-to-one*, comunicazioni telefoniche e attraverso la posta elettronica), sia comunicazioni rivolte a più operatori, che possono consistere in presentazioni (in compresenza fisica, trasmesse in *conference call* o in *webcast*) o nella divulgazione di messaggi attraverso la sezione IR del sito *web* aziendale o l'invio di *newsletter* e *alert* a una *mailing list* di soggetti che hanno fatto richiesta di essere aggiornati sulla situazione aziendale. Tra queste, più ricerche¹⁷⁵ concordano nell'affermare l'importanza per l'azienda delle comunicazioni private, in particolare gli incontri *one-to-one* e i colloqui telefonici in cui analisti e

¹⁷² Questi risultati mostrano una forte crescita rispetto alle evidenze ottenute da Marston, che nel 1991 aveva osservato con riferimento alle 500 maggiori società quotate del Regno Unito che solo il 9% aveva creato un ufficio dedicato alle *investor relation*. MARSTON C., *Company communications with analysts and fund managers. A study of the investor relations activities of large UK quoted companies*, op. cit.

¹⁷³ La mediana è risultata pari a 3,0.

¹⁷⁴ Il periodo di quotazione medio delle aziende rispondenti era infatti pari a 16 anni e 7 mesi.

¹⁷⁵ MARSTON C., *Company communications with analysts and fund managers. A study of the investor relations activities of large UK quoted companies*, op. cit.; HOLLAND J., *Corporate communications with institutional shareholders: private disclosures and financial reporting*, ICAS, Edinburgh, 1997; HOLLAND J., *Private disclosure and financial reporting*, Accounting and Business Research, vol. 28, n. 4, 1998, pp. 255-269; MARSTON C. – STRAKER M., *Investor relations: a European survey*, op. cit.; MARSTON C., *A survey of European investor relations*, op. cit.

investitori chiedono chiarimenti sulle informazioni ricevute e domandano un *feedback* circa le loro relazioni.

Per alcune attività, l'ufficio di IR e più in generale l'azienda si avvalgono anche del contributo di soggetti terzi, quali consulenti di varia natura e revisori contabili, che partecipano al processo di comunicazione finanziaria svolgendo un ruolo spesso legato alla codifica dei messaggi da trasmettere al mercato e in questo senso possono essere considerati come un'ulteriore componente, oltre ai soggetti interni all'azienda, della fonte della comunicazione.

A questo riguardo, le ricerche già menzionate¹⁷⁶ hanno osservato che molti uffici di IR si rivolgono a consulenti, che possono intervenire nel processo di comunicazione finanziaria sia su un piano strategico, supportando l'azienda nella predisposizione di una strategia di comunicazione, sia su un piano operativo, prestando le proprie competenze specialistiche per lo svolgimento di attività specifiche (per esempio, la progettazione del sito *web*) o di altre operazioni strumentali (quali indagini circa la composizione dell'azionariato societario).

Nella maggior parte dei casi¹⁷⁷, le figure professionali offrono un contributo sotto il profilo operativo per attività specifiche, che possono riguardare per esempio la scelta della veste grafica del bilancio d'esercizio, la fornitura di strumenti tecnici per la gestione della sezione IR del sito *web* (es. grafico interattivo dei prezzi di borsa, *webcast*) e così via. La fornitura di servizi per la comunicazione attraverso il canale internet, in particolare, è assai diffusa tra le aziende europee: un'indagine¹⁷⁸ condotta sulle maggiori società quotate italiane, britanniche, francesi e tedesche ha infatti evidenziato che quasi la totalità delle aziende interpellate affida all'esterno almeno un'attività specifica relativa alla sezione di IR del sito *web*, con servizi relativi alle funzionalità tecniche del sito, ma anche alla distribuzione di informazioni attraverso portali finanziari e *newsletter*.

Nella comunicazione finanziaria aziendale intervengono, infine, i revisori, che certificano se il bilancio, che rappresenta uno dei principali veicoli di comunicazione per gli investitori, è stato redatto con chiarezza e se rappresenta in modo veritiero e

¹⁷⁶ MARSTON C. – STRAKER M., *Investor relations: a European survey*, op. cit.; MARSTON C., *A survey of European investor relations*, op. cit.

¹⁷⁷ MARSTON C., *A survey of European investor relations*, op. cit.

¹⁷⁸ QUAGLI A., RAMASSA P., *The production process of corporate web reporting and the role of online service providers*, paper presentato al 28th EAA Annual Congress, Goteborg, 18-20 maggio 2005.

corretto la situazione patrimoniale e finanziaria e il risultato economico dell'azienda. Il fatto che i prezzi delle azioni siano influenzati dalla comunicazione dei risultati¹⁷⁹ induce a ritenere che i dati di bilancio delle società quotate, obbligatoriamente sottoposti a revisione, siano considerati attendibili dal mercato e il ruolo dei revisori nell'incrementare la credibilità dell'informativa appare confermato dalle richieste di fornitori di capitali di presentare dati sottoposti a revisione anche nei casi in cui questa non costituisca un obbligo secondo il quadro normativo¹⁸⁰.

Contrariamente a tali aspettative, tuttavia, non esistono evidenze conclusive circa il ruolo dei revisori nell'incremento della credibilità della comunicazione, mentre esistono risultati di ricerche empiriche che suggeriscono che le certificazioni dei revisori non siano in grado di fornire al mercato informazioni tempestive¹⁸¹. Le motivazioni offerte dalla letteratura sono diverse: mentre alcuni autori¹⁸² sostengono che le società di revisione agiscano in considerazione dell'interesse più dei manager che hanno conferito loro l'incarico che degli investitori, altre possibili spiegazioni si riferiscono al fatto che una certificazione formale è diffusa solo per il bilancio e non per altre informazioni rilevanti e alla possibilità che le grandi società di revisione siano preoccupate più di ridurre la loro responsabilità che di aumentare la credibilità della comunicazione finanziaria, esercitando così pressioni affinché i principi contabili riducano il loro rischio anche a scapito del contenuto informativo del bilancio.

2.4 La codifica

Prima di inviare un messaggio agli investitori attuali e potenziali, l'azienda, eventualmente con la collaborazione dei suddetti soggetti terzi, procede alla sua codifica esprimendo in simboli, segni, suoni e immagini le informazioni che intende comunicare in modo da renderle intellegibili e comprensibili per i destinatari a cui si rivolge.

¹⁷⁹ KOTHARI S.P., *Capital markets research in accounting*, Journal of Accounting and Economics, vol. 31, n. 1, 2001, pp. 105-231.

¹⁸⁰ LEFTWICH R., *Accounting information in private markets: evidence from private lending agreements*, The Accounting Review, vol. 58, n. 1, 1983, pp. 23-43.

¹⁸¹ HEALY P.M. – PALEPU K.J., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, op. cit.

¹⁸² WATTS R.L. - ZIMMERMAN J.L., *The markets for independence and independence auditors*, working paper, University of Rochester, Rochester, 1981; WATTS R.L. - ZIMMERMAN J.L., *Auditors and the determination of accounting standards*, working paper, University of Rochester, Rochester, 1981.

Il processo di codifica comprende vari momenti, che riguardano sia la codifica in senso stretto, sia le attività e le decisioni che vengono prese a monte della preparazione operativa del messaggio: l'azienda sceglie innanzitutto il momento della comunicazione¹⁸³ e il tema che sarà oggetto del messaggio, in seguito viene stabilito quali contenuti specifici devono essere divulgati nell'ambito dell'argomento trattato e in quale forma debbano essere comunicati, infine alcuni soggetti vengono incaricati della preparazione materiale del messaggio. Per esempio, in vista dell'apertura di nuovi punti vendita, l'azienda può decidere di comunicare al mercato questa notizia in un determinato momento, decidendo quali dati specifici comunicare (es. la localizzazione geografica, la superficie di vendita ecc.) e se comunicarli solo con un messaggio testuale o con l'ausilio di grafici, utilizzando dati qualitativi (es. superficie medio - grande) o quantitativi (es. espressi in metri quadri), per poi preparare concretamente il comunicato stampa che verrà diffuso al mercato.

Già da questo esempio, appare evidente che le attività connesse alla codifica del messaggio sono fortemente condizionate dall'oggetto della comunicazione, e ancor più dal veicolo utilizzato: infatti, le operazioni per la preparazione di un messaggio sono molto diverse se l'azienda deve redigere il bilancio d'esercizio, un comunicato stampa o predisporre una presentazione destinata a un *roadshow* su piazze finanziarie estere.

In linea generale, una delle principali differenze riguarda i vincoli che devono essere rispettati nel processo di codifica, dal momento che la redazione di documenti oggetto di obblighi informativi è disciplinata da norme e regole specifiche, per cui le scelte aziendali circa il momento della comunicazione, i temi e la forma vengono in una certa misura ridotte: per la preparazione del bilancio l'azienda deve rispettare infatti dei limiti temporali, fornire obbligatoriamente informazioni circa alcuni temi e presentare le informazioni in conformità a quanto dettato dai principi contabili.

Ciò non significa, tuttavia, che le comunicazioni oggetto di informativa obbligatoria non lascino alcuno spazio per autonome scelte di codifica da parte dell'azienda : anche la codifica del bilancio, infatti, pone l'azienda di fronte a numerose scelte, relative, oltre che all'inserimento di informazioni volontarie, alle opzioni

¹⁸³ Lundholm e Van Winkle sostengono che la scelta del momento rappresenti la decisione principale che l'azienda ha la possibilità di prendere con riferimento alla comunicazione volontaria; in altri termini, all'azienda non è tanto dato di poter scegliere se comunicare, quanto piuttosto di decidere quando comunicare, dal momento che prima o poi le informazioni rilevanti che la riguardano verranno comunque conosciute dal mercato. LUNDHOLM R. – VAN WINKLE M., *Motives for disclosure and non-disclosure: a framework and review of the evidence*, op. cit.

concesse dai principi contabili, alla redazione dei contenuti espressi in forma narrativa e alla veste grafica.

La formulazione delle informazioni che l'azienda intende divulgare nelle parti narrative e grafiche del bilancio e di altri veicoli di comunicazione assume particolare rilevanza in relazione al profilo della leggibilità (*readability*), indagato da analisi sintattiche che hanno studiato la facilità di lettura dei testi sulla base di caratteristiche sintattiche quali la lunghezza delle frasi e il numero di sillabe contenute in ciascuna di esse.

Secondo una delle definizioni¹⁸⁴ più utilizzate dalla letteratura, la leggibilità riguarda la somma degli elementi (comprese le loro interazioni) di un testo stampato che condizionano l'efficacia con cui i lettori ne comprendono il significato, lo leggono a una velocità ottimale e lo reputano interessante. Se da un punto di vista teorico tale concetto comprende interesse, leggibilità e comprensibilità, la sua valutazione viene generalmente effettuata in relazione alle difficoltà testuali¹⁸⁵, sulla base di formule (per esempio l'indice di Flesch) che conteggiano le variabili del linguaggio presenti in un testo scritto al fine di costruire un indice che sintetizzi le probabilità di difficoltà dei lettori.

Tali studi si sono focalizzati essenzialmente sulla leggibilità delle sezioni narrative del bilancio (quali la relazione sulla gestione e la lettera agli azionisti), che stanno negli anni assumendo un'importanza crescente dal momento che rappresentano un'opportunità per il management di commentare e discutere dati finanziari e sono particolarmente interessanti per gli investitori meno esperti in quanto spiegano *la performance* aziendale in termini meno tecnici.

Le evidenze empiriche indicano che le parti discorsive del bilancio sono difficili o molto difficili da leggere per effetto sia della complessità sintattica sia del lessico specialistico che li caratterizza e che negli ultimi decenni la leggibilità del bilancio si è ulteriormente ridotta¹⁸⁶. Con riferimento alle variabili associate alla facilità di lettura del

¹⁸⁴ CHALL J.S., *Readability. An appraisal of research and application*, Bureau of Educational Research, Ohio State University Press, Ohio, 1958.

¹⁸⁵ JONES M.J. – SHOEMAKER P.A., *Accounting narratives: A review of empirical studies of content and readability*, *Journal of Accounting Literature*, vol. 13, 1994, pp. 142-184.

¹⁸⁶ PASHALIAN S. – CRISSY W.J.E., *Corporate reports are difficult, dull reading, human interest value low, survey shows*, *Journal of Accountancy*, vol. 94, 1952, pp. 215-219; SOPER F.J. - DOLPHIN R. JR., *Readability and corporate annual reports*, *The Accounting Review*, vol. 39, n. 2, 1964, pp. 358-362; DOLPHIN R. – WAGLEY R.A., *Reading the annual report*, *Financial Executive*, giugno 1977, pp. 20-22; BARNETT A. – LEOFFLER K., *Readability of accounting and auditing messages*, *Journal of Business Communication*, vol. 16, n. 3, 1979, pp. 49-59; JONES M.J., *A longitudinal study of the readability of the*

bilancio, alcune ricerche hanno trovato conferme empiriche¹⁸⁷ all'ipotesi che le aziende più profittevoli¹⁸⁸ pubblicano bilanci più leggibili rispetto alle società con *performance* non soddisfacenti.

Tali risultati suggeriscono che il management potrebbe non essere neutrale nella presentazione dei dati nelle sezioni narrative del bilancio, come confermano le evidenze di una ricerca¹⁸⁹ condotta circa la comprensibilità delle note al bilancio, da cui è emersa una maggior difficoltà di comprensione associata alle note che contengono informazioni sfavorevoli per l'azienda. Ciò porta a ipotizzare che la presentazione più leggibile e comprensibile delle informazioni positive rientri in una più ampia tendenza del management a sfruttare le valutazioni, l'informativa divulgata e la codifica dei dati in modo da presentare i risultati ottenuti nella maniera più favorevole per l'azienda, in linea con le evidenze che hanno osservato attività di manipolazione anche in relazione al contenuto del bilancio¹⁹⁰.

Di questo profilo si sono occupati alcuni studi condotti circa l'*impression management*, inteso come il processo con cui gli individui tentano di controllare le impressioni che gli altri si formano al loro riguardo¹⁹¹. I loro risultati hanno

chairman's narratives in the corporate reports of a UK company, Accounting and Business Research, vol. 18, 1988, pp. 297-305.

¹⁸⁷ ADELBERG A.H., *Narrative disclosures contained in financial reports: mean of communication or manipulation?*, Accounting and Business Research, estate 1979, pp. 179-189; BARKER E.H. – KARE D.D., *Relationship between annual report readability and corporate financial performance*, Management Research News, vol. 15, 1992, pp. 1-4; SMITH M. - TAFFLER R., *Readability and understandability: different measures of the textual complexity of accounting narrative*, Accounting, Auditing and Accountability Journal, vol. 5, n. 4, 1992, pp. 84-98; SUBRAMANIAN R. - INSLEY R.G. - BLACKWELL R. D., *Performance and readability: a comparison of annual reports of profitable and unprofitable corporations*, Journal of Business Communication, vol. 30, n. 1, 1993, pp. 49-61.

¹⁸⁸ Dal punto di vista operativo, le variabili testate comprendono le variazioni dell'earning per share (ADELBERG A.H., *Narrative disclosures contained in financial reports: mean of communication or manipulation?*, op. cit.), il ROE (BARKER E.H. – KARE D.D., *Relationship between annual report readability and corporate financial performance*, op. cit.), il fallimento (SMITH M. - TAFFLER R., *Readability and understandability: different measures of the textual complexity of accounting narrative*, op. cit.) e il risultato netto (SUBRAMANIAN R. - INSLEY R.G. - BLACKWELL R. D., *Performance and readability: a comparison of annual reports of profitable and unprofitable corporations*, op. cit.).

¹⁸⁹ MORTON J.R., *Qualitative objectives of financial accounting: a comment on relevance and understandability*, Journal of Accounting Research, vol. 12, n. 2, 1974, pp. 288-298.

¹⁹⁰ JONES M.J., *A comment to contextualize "Performance and readability: A comparison of annual reports of profitable and unprofitable corporations"*, Journal of Business Communication, vol. 31, n. 3, 1994, pp. 225-230.

¹⁹¹ LEARY M.R. – KOWALSKI R.M., *Impression management: a literature review and two component model*, Psychological Bulletin, vol. 107, n. 1, 1990, pp. 34-47; SYDSERFF R. - WEETMAN P., *Developments in content analysis: a transivity index and DICTION scores*, Accounting, Auditing and Accountability Journal, vol. 15, n. 4, 2002, pp. 523-545.

effettivamente evidenziato l'esistenza di questo fenomeno in relazione alla preparazione del bilancio, sia per quanto riguarda la scelta dei termini con cui esprimere le informazioni da comunicare, sia per ciò che concerne l'utilizzo di grafici esplicativi dei dati presentati.

Per il primo aspetto, un'indagine¹⁹² sulla sezione dell'Operating and Financial Review (OFR) di bilanci britannici (corrispondente a grandi linee alla relazione sulla gestione dei bilanci italiani) ha confermato anche in questi documenti l'esistenza, già verificata con riferimento alla lettera agli azionisti, di un effetto Pollyanna, che consiste in una maggior frequenza nell'impiego di termini positivi rispetto ai termini negativi¹⁹³, e che si presenta più intensamente per le aziende con *performance* peggiori.

Per quanto riguarda l'utilizzo di grafici nei bilanci annuali, una ricerca¹⁹⁴ comparativa condotta su un campione di grandi aziende statunitensi e britanniche ha osservato un ampio impiego di tali strumenti visivi di comunicazione (utilizzati rispettivamente dal 92% e dall'80% delle aziende), con cui vengono presentati prevalentemente dati relativi alle vendite, ai risultati, all'*earning per share* e al dividendo per azione.

L'utilizzo di grafici in alternativa alle tabelle presenta numerosi vantaggi: i grafici sono infatti di lettura e comprensione più immediata, facilitano la comparazione e l'identificazione delle tendenze e riescono, soprattutto quando sono colorati, ad attirare l'attenzione del lettore, che memorizza più facilmente i dati in esso contenuti. L'inserimento di grafici in bilancio, tuttavia, si presta a tentativi di manipolazione delle informazioni, riscontrati sia negli Stati Uniti sia in Gran Bretagna sotto forma di selettività nell'utilizzo dei grafici e nella scelta delle variabili da rappresentare, di distorsione delle misurazioni (per esempio, costruendo assi in cui non è indicata l'origine e i valori di riferimento variano a seconda dei risultati aziendali) e di modalità di presentazione che migliorano la percezione dei dati comunicati (per esempio, scegliendo la scala dei valori riportati sulle assi in modo da mostrare spezzate molto ripide).

¹⁹² RUTHERFORD B.A., *Genre analysis of corporate annual report narratives: a corpus linguistic-based approach*, Journal of Business Communication, vol. 42, n. 4, 2005, pp. 349-378.

¹⁹³ HILDEBRANDT H.W. – SNYDER R.D., *The pollyanna hypothesis in business writing: initial results, suggestions for research*, The Journal of Business Communication, vol. 18, n. 1, 1981, pp. 5-15.

¹⁹⁴ BEATTIE V. – JONES M.J., *A comparative study of the use of financial graphs in the corporate annual reports of major US and UK companies*, Journal of International Financial Management and Accounting, vol. 8, n. 1, 1997, pp. 33-68.

Le difficoltà di lettura del bilancio, così come di altri veicoli utilizzati dall'azienda per comunicare con la comunità finanziaria, risiedono - come già evidenziato - non soltanto nella complessità sintattica del documento e negli eventuali tentativi di presentare favorevolmente o manipolare le informazioni, ma anche nell'utilizzo di un linguaggio tecnico di difficile comprensione per soggetti, quali gli investitori *retail*, che non sempre dispongono di un'adeguata formazione finanziaria. Per far fronte a tali difficoltà di decodifica, l'azienda può unire alla comunicazione finanziaria in senso stretto una sorta di metacomunicazione, ossia divulgare anche informazioni che non riguardano i suoi risultati, ma le dinamiche del *business* in cui opera¹⁹⁵ e il significato di termini tecnici o finanziari (per esempio all'interno di un glossario inserito nel bilancio e sul sito web) al fine di migliorare negli investitori *retail* le competenze finanziarie, la comprensione del *business model* e dell'*earning model* aziendale e di conseguenza dell'impatto che possono avere eventi e scenari sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'azienda.

Appare infine opportuno ricordare che le attività connesse alla codifica devono tenere conto anche delle difficoltà che i destinatari possono incontrare nella decodifica per effetto dell'utilizzo di uno specifico canale: per esempio, per le comunicazioni effettuate attraverso internet è fondamentale che l'azienda si preoccupi dei profili relativi alla *web usability*¹⁹⁶, ossia della fruibilità dei dati pubblicati su internet, che comprende la visibilità del sito, la facilità con cui gli utenti possono rintracciare le informazioni ricercate, la leggibilità grafica del sito e altri accorgimenti volti a semplificare la navigazione per gli utenti, con particolare considerazione per i lettori portatori di handicap visivi e uditivi.

¹⁹⁵ Tale intervento appare essenziale soprattutto per le aziende che operano in business a elevata complessità tecnica o sottoposte a una forte regolamentazione.

¹⁹⁶ Tale tematica è oggetto di un'iniziativa del World Wide Web Consortium, denominata *web usability initiative* (WAI), volta allo sviluppo di linee guida che rappresentino uno standard per la *web usability* e alla produzione di materiali di supporto per favorire la comprensione e l'implementazione degli strumenti a essa collegati. Per approfondimenti, si rinvia alle risorse pubblicate sul sito <http://www.w3.org/WAI/>.

2.5 Il messaggio

Il messaggio che l'azienda trasmette alla comunità finanziaria può essere analizzato in relazione ai differenti attributi che lo caratterizzano, che possono essere sintetizzati in:

- tipologia di informazione;
- orientamento temporale;
- contenuto specifico;
- segno dei dati divulgati.

La tipologia di informazione (*information set*)¹⁹⁷ riguarda l'oggetto della comunicazione, ossia l'argomento trattato dal messaggio, che può essere rappresentato per esempio da dati sulle vendite, sulla quota di mercato, sui flussi di cassa, sui progetti di ricerca e sviluppo e così via.

La scelta dei temi della comunicazione è sottoposta a diversi vincoli: infatti, da un lato per i documenti oggetto di informativa obbligatoria la regolamentazione prevede un contenuto minimo che l'azienda non può esimersi dal pubblicare, dall'altro le comunicazioni volontarie, pur non essendo soggette a obblighi normativi e regolamentari, sono comunque condizionate dal comportamento informativo tenuto dai principali *competitor* dell'azienda¹⁹⁸; se per esempio nel settore esiste una prassi consolidata relativa alla diffusione di dati specifici nella presentazione del piano strategico, l'azienda sarà in una certa misura costretta a seguire tale prassi per non deludere le attese della comunità finanziaria.

A tal proposito è tuttavia opportuno sottolineare che, pur rappresentando talvolta un vincolo, il comportamento delle altre aziende, non necessariamente appartenenti allo stesso settore¹⁹⁹, offre l'opportunità di effettuare un *benchmarking* finalizzato alla conoscenza delle *best practice* diffuse sul mercato che consente all'azienda di

¹⁹⁷ GIBBINS M. – RICHARDSON A. – WATERHOUSE J., *The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes*, op. cit

¹⁹⁸ Tale osservazione riguarda evidentemente non solo le comunicazioni di carattere completamente volontario, ma anche l'inserimento di informazioni volontarie all'interno di documenti di redazione obbligatoria.

¹⁹⁹ Per esempio, aziende appartenenti ad altri settori che hanno vinto premi collegati alla comunicazione finanziaria e alle *investor relation*.

migliorare le proprie comunicazioni e di ricercare strumenti e modalità per differenziarsi dal panorama delle società concorrenti²⁰⁰.

La scelta delle informazioni da comunicare, anche nelle situazioni in cui è rimessa completamente all'azienda, può essere poi vincolata da schemi di comunicazione (*format*) che l'azienda ha stabilito di adottare per il bilancio o le presentazioni alla comunità finanziaria, al fine di facilitare la decodifica degli investitori fornendo dei riferimenti costanti - almeno per un certo lasso di tempo - per semplificare la ricerca delle informazioni. In questi casi, l'evoluzione e l'arricchimento dell'informativa nel tempo, salvo radicali cambiamenti nella strategia di comunicazione, seguono generalmente due strade: lo schema può rimanere invariato per periodi di tempo definiti, per esempio per il bilancio annuale e le relazioni infrannuali di ciascun esercizio, oppure può essere sostanzialmente stabile e arricchirsi gradualmente e in maniera incrementale²⁰¹ di informazioni aggiuntive.

Le informazioni comunicate possono essere distinte a seconda dell'argomento in finanziarie e non finanziarie²⁰²: i dati oggetto della comunicazione finanziaria riguardano infatti la situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'azienda, e gli eventi in grado di influenzarne l'evoluzione, perciò possono riferirsi sia a grandezze economico - finanziarie sia allo scenario, ad aspetti strategici e operativi e ad altri temi collegati alla *performance* aziendale.

Un secondo attributo del messaggio attualmente oggetto di una crescente attenzione da parte degli studiosi concerne l'orientamento temporale delle informazioni comunicate, che possono essere relative al passato, al presente o al futuro. In relazione a tale classificazione, appare evidente che la maggior parte dei dati oggetto della *disclosure* aziendale, in particolare di quella obbligatoria, sono consuntivi: si pensi al bilancio, alle relazioni infrannuali, alle presentazioni in cui l'azienda comunica i

²⁰⁰ Distinguersi dalle altre aziende è un aspetto particolarmente importante per attirare l'attenzione della comunità finanziaria, soprattutto per alcuni veicoli, quali il sito *web*, per cui dopo un iniziale sviluppo si profila il rischio di un appiattimento, in parte dovuto al limitato numero di società di consulenza che supportano le aziende nella progettazione del proprio sito.

²⁰¹ Questo aspetto merita di essere evidenziato, dal momento che la comunicazione di una determinata tipologia di dati genera nel mercato l'aspettativa che tale informativa sia fornita in maniera continuativa e non soltanto in occasioni specifiche. Per questo motivo, l'azienda dovrebbe decidere di ampliare le informazioni da diffondere volontariamente solo qualora sia disposta a non interromperne la comunicazione nel tempo, a prescindere dai risultati ottenuti.

²⁰² BEATTIE V. – MCINNES B. – FEARNLEY S., *A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes*, Accounting Forum, vol. 28, n. 3, 2004, pp. 205-236.

risultati ecc. Le informazioni riferite al presente possono comprendere la diffusione di dati circa l'immediato passato o il prossimo futuro e per loro stessa natura possono essere comunicate prevalentemente attraverso veicoli e canali caratterizzati da una notevole tempestività, quali i comunicati stampa, le newsletter, la sezione IR del sito *web*, gli incontri *one-to-one* e le comunicazioni dirette attraverso telefonate e posta elettronica.

I dati prospettici²⁰³ (*forward-looking information*) sono prevalentemente²⁰⁴ oggetto di informativa volontaria e rappresentano una categoria di informazioni particolarmente interessante per gli investitori attuali e potenziali, che partecipano al processo di comunicazione finanziaria per acquisire dati utili per valutare il rendimento futuro dei loro investimenti.

Le informazioni riferite al futuro possono essere riferite a orizzonti temporali differenti, in particolare in relazione al documento in cui sono contenute: le previsioni pubblicate in bilancio riguardano principalmente la fine dell'esercizio²⁰⁵, mentre gli obiettivi comunicati nella presentazione agli analisti del piano strategico sono stabiliti in relazione alla durata del piano, che varia tra i tre e i cinque anni²⁰⁶.

All'orizzonte temporale di riferimento è evidentemente collegato il grado di probabilità associato all'effettiva verifica dei dati previsti, che rappresenta un elemento estremamente rilevante per gli investitori e viene comunicato dall'azienda solo raramente e in termini qualitativi, indicando per esempio che il raggiungimento di un obiettivo è altamente probabile.

Per consentire agli investitori di formarsi un'opinione circa tale probabilità, le società quotate italiane sono tenute²⁰⁷ a indicare se le informazioni prospettiche diffuse rappresentano previsioni, caratterizzate da una maggiore probabilità di verifica, oppure obiettivi strategici stabiliti nell'ambito della programmazione aziendale, associati a un

²⁰³ Per approfondimenti circa l'informativa prospettica, si rinvia a QUAGLI A., *Comunicare il futuro*, op. cit.

²⁰⁴ Per quanto riguarda il contesto italiano, la normativa civilistica prevede che alcune informazioni prospettiche debbano essere infatti rese nella relazione sulla gestione del bilancio annuale, nella relazione semestrale e trimestrale.

²⁰⁵ Diversamente dal contesto italiano, negli Stati Uniti è prassi consolidata la diffusione di informazioni prospettiche con un orizzonte temporale trimestrale.

²⁰⁶ MAZZOLA P. – DI MARTINO S., "Le investor relations", in Fabris G., *La comunicazione d'impresa*, op. cit.

²⁰⁷ In base alle Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., Titolo IA.2, articolo IA.2.9.6, n.2.

maggior grado di incertezza. Inoltre, la valutazione delle informazioni prospettiche presuppone che i destinatari del messaggio siano a conoscenza delle ipotesi ad esse collegate, così da poter considerare l'attendibilità delle stime; per questo motivo le Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana S.p.A.²⁰⁸ prevedono che le ipotesi di crescita, sui tassi di cambio e sulla situazione del mercato di riferimento siano indicate nei comunicati stampa contenenti dati previsionali od obiettivi quantitativi e la Guida al Piano Industriale richiede di specificare nel piano industriale tutte le ipotesi relative ai *key value driver* e ai principali dati previsionali²⁰⁹.

Con riferimento alla letteratura internazionale, l'informativa previsionale è stata oggetto di numerosi studi che hanno evidenziato come i dati comunicati circa le prospettive aziendali siano in grado di ridurre le asimmetrie informative²¹⁰, siano generalmente accurati²¹¹ (in media più precisi delle previsioni degli analisti²¹²) e siano comunicati prevalentemente nell'ultimo trimestre dell'esercizio²¹³. I risultati di tali

²⁰⁸ Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., Titolo IA.2, articolo IA.2.9.6, n.2.

²⁰⁹ In sintesi, la Guida al Piano Industriale prevede l'indicazione di:
ipotesi di fondo relative alle grandezze macroeconomiche;
ipotesi alla base dello sviluppo dei ricavi per *strategic business unit* e per le variabili gestionali rilevanti;
ipotesi alla base dei costi diretti per *strategic business unit* e per le variabili gestionali rilevanti;
ipotesi alla base dei costi indiretti, degli oneri finanziari e fiscali;
ipotesi alla base dell'evoluzione del capitale investito, fisso e circolante, per *strategic business unit* e per le variabili gestionali rilevanti;
ipotesi alla base dell'evoluzione della struttura finanziaria e della copertura dell'eventuale fabbisogno finanziario generato dalla realizzazione dell'*action plan*.
BORSA ITALIANA, *Guida al Piano Industriale*, disponibile sul sito www.borsaitaliana.it, 2003.

²¹⁰ COLLIER M., YOHN T.L., *Management forecasts and information asymmetry: an examination of bid-ask spreads*, Journal of Accounting Research, vol. 35, n. 2, 1997, pp. 181-191; BROWN S. – HILLEGEIST S.A. – LO K., *Conference calls and information asymmetry*, Journal of Accounting and Economics, vol. 37, n. 3, 2002, pp. 343-366.

²¹¹ WAYMIRE G., *Earnings volatility and voluntary management forecast disclosure*, Journal of Accounting Research, vol. 23, n. 1, 1985, pp. 268-295. Gli errori compiuti dal management nelle stime comunicate al mercato mostrano un comportamento tendenzialmente pessimista, per cui sono più frequenti gli errori per difetto rispetto a quelli per eccesso (MCNICHOLS M., *Evidence of informational asymmetries from management earnings forecasts*, Accounting Review, vol. 64, n. 1, 1989, pp. 1-27), in linea con la logica secondo cui le aziende dovrebbero "battere il mercato" con sorprese positive di entità non troppo elevata.

²¹² HOW J.C.Y. – YEO J.J.L., *The impact of forecast disclosure and its accuracy on equity pricing: an IPO perspective*, Journal of Accounting, Auditing and Finance, vol. 16, 2001, pp. 401-425.

²¹³ PATELL J.M., *Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: empirical tests*, Journal of Accounting Research, vol. 14, n. 2, 1976, pp. 246-276; LEV B. – PENMAN S.H., *Voluntarily forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices*, Journal of Accounting Research, vol. 28, n. 1, 1990, pp. 49-76; WAYMIRE G., *Additional evidence on the information content of management earnings forecasts*, Journal of Accounting Research, vol. 22, n. 2, 1984, pp. 703-718; MCNICHOLS M., *Evidence of informational asymmetries from management earnings forecasts*, Accounting Review, vol. 64, n. 1, 1989, pp. 1-27, op. cit.; BAGINSKI S. – HASSELL J. – WAYMIRE G., *Some evidence on the news content of*

ricerche hanno inoltre osservato che la comunicazione di informazioni prospettiche è associata alla dimensione aziendale²¹⁴, alla copertura da parte degli analisti²¹⁵, alla comunicazione passata di dati previsionali²¹⁶, alla presenza di buone *performance* passate²¹⁷ e di notevoli cambiamenti attesi tra le *performance* di esercizi diversi²¹⁸.

Per quanto riguarda il contesto italiano, un'ampia ricerca²¹⁹ condotta sull'informativa prospettica diffusa dalle prime trenta società quotate italiane nel periodo 2000-2003 attraverso avvisi di borsa, bilanci e relazioni infrannuali ha evidenziato che l'intensità di tale comunicazione, per quanto in crescita e più elevata per le aziende di maggiori dimensioni, è ancora limitata²²⁰ in Italia, soprattutto su temi quali scenari e comparazioni competitive e con riferimento all'indicazione di stime espresse in termini quantitativi che sarebbero invece assai interessanti per migliorare la comprensibilità del messaggio. Analogamente, sotto il profilo dell'attendibilità e della comparabilità sono state individuate notevoli possibilità di miglioramento: infatti, il

preliminary earnings estimates, The Accounting Review, vol. 69, n. 1, 1994, pp. 265-273; SKINNER D.J., *Why firms voluntarily disclose bad news*, op.cit.

²¹⁴ LEV B. – PENMAN S.H., *Voluntarily forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices*, op. cit.; COX C.T., *Further evidence on the representativeness of management earnings forecasts*, The Accounting Review, vol. 60, n. 4, 1985, pp. 692-701; KASZNIK R. – LEV B., *To warn or not to warn: management disclosures in the face of an earnings surprise*, The Accounting Review, vol. 70, n. 1, 1995, pp. 113-134; SOFFER L.C. - THIAGARAJAN R.S. - WALTHER B.R., *Earnings preannouncement strategies*, Review of Accounting Studies, vol. 5, n. 1, 2000, pp. 5-26; MILLER G.S. – PIOTROSKI J.D., *Forward-looking earnings statements: determinants and market response*, working paper, disponibile su <http://papers.ssrn.com>, 2000.

²¹⁵ SOFFER L.C. - THIAGARAJAN R.S. - WALTHER B.R., *Earnings preannouncement strategies*, op. cit.; MILLER G.S. – PIOTROSKI J.D., *Forward-looking earnings statements: determinants and market response*, op. cit.

²¹⁶ KASZNIK R. – LEV B., *To warn or not to warn: management disclosures in the face of an earnings surprise*, op. cit.; MILLER G.S. – PIOTROSKI J.D., *Forward-looking earnings statements: determinants and market response*, op. cit.

²¹⁷ LEV B. – PENMAN S.H., *Voluntarily forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices*, op. cit.; MILLER G.S. – PIOTROSKI J.D., *Forward-looking earnings statements: determinants and market response*, op. cit.

²¹⁸ LEV B. – PENMAN S.H., *Voluntarily forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices*, op. cit.; KASZNIK R. – LEV B., *To warn or not to warn: management disclosures in the face of an earnings surprise*, op. cit..

²¹⁹ QUAGLI A., *Comunicare il futuro*, op. cit.

²²⁰ Uno studio condotto su un campione di società non finanziarie italiane, francesi, tedesche quotate al New York Stock Exchange ha comparato l'informativa previsionale contenuta nei prospetti 20 F e nei bilanci annuali, evidenziando che la comunicazione di dati prospettici è maggiore nei 20 F ed è positivamente associata, in ciascuno dei veicoli analizzati, all'accuratezza delle stime degli analisti finanziari. BERETTA S. – BOZZOLAN S., *Forward looking disclosure and financial analysts' forecast: an international study*, paper presentato al 28th EAA Annual Congress, Goteborg, 18-20 maggio 2005.

flusso dell'informativa previsionale è risultato discontinuo nel periodo di osservazione, i documenti contengono solo raramente riferimenti alle stime precedentemente comunicate e le figure oggetto dell'informativa vengono modificate senza fornire spiegazioni in merito, rendendo così assai complesso ogni tentativo di confronto.

Un terzo attributo che caratterizza il messaggio trasmesso dall'azienda agli investitori è rappresentato dal suo contenuto specifico (*content*)²²¹, inteso come gli specifici valori e le parole effettivamente utilizzate per comunicare un'informazione. In altri termini, la tipologia di informazione comunicata riguarda l'argomento della comunicazione (per esempio, i ricavi), l'orientamento temporale specifica il periodo di riferimento (es. l'esercizio appena concluso) e il contenuto specifico rappresenta il cuore del messaggio, ossia il dato comunicato dall'azienda (es. 10 miliardi di euro) con riferimento a una tipologia di informazione e a un arco temporale.

A seconda della forma in cui è espresso, il contenuto può essere di carattere quantitativo o qualitativo²²²: nel primo caso il dato è presentato in forma numerica, attraverso la comunicazione di una misura diretta (es. i ricavi sono pari a 10 miliardi di euro) o di una variazione (es. i ricavi sono aumentati del 10%), mentre nel secondo caso può riguardare la descrizione di fatti (es. i ricavi sono notevolmente incrementati) oppure l'espressione di opinioni (es. i ricavi hanno conosciuto un aumento per effetto del successo della campagna promozionale) in forma narrativa.

I contenuti quantitativi, relativi a una misura specifica o a una variazione, possono inoltre essere espressi come dati puntuali oppure come intervalli, che possono a loro volta essere chiusi, con indicazione di entrambi i valori estremi, oppure aperti, con indicazione del valore estremo iniziale (intervallo aperto verso l'alto) o finale (intervallo aperto verso il basso). La comunicazione di intervalli, e in particolare di intervalli aperti, è assai frequente nella comunicazione finanziaria, essendo preferita dall'azienda sia per la difficoltà di effettuare previsioni circa le *performance* future, sia per la volontà di mantenere un atteggiamento prudentiale nei confronti del mercato.

I dati quantitativi sono evidentemente molto appetiti da interlocutori quali gli analisti finanziari, che necessitano di valori numerici per le elaborazioni con i loro modelli previsionali; tuttavia, la comunicazione di dati qualitativi non si traduce sempre

²²¹ GIBBINS M. – RICHARDSON A. – WATERHOUSE J., *The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes*, op. cit.

²²² Il fatto che un singolo dato venga comunicato in termini qualitativi o quantitativi non esclude che un messaggio complesso comprenda, come generalmente avviene, sia dati qualitativi sia dati quantitativi.

nella diffusione di informazioni più generiche, ma riguarda anche la spiegazione e il commento della *performance* aziendale²²³ che rappresentano informazioni molto interessanti per il mercato²²⁴.

Con riferimento alle tipologie informative, all'orizzonte temporale e al contenuto delle informazioni, è possibile identificare alcune tendenze dell'informativa volontaria²²⁵ (schematizzate in *Figura 6*):

- un'evoluzione della dimensione spaziale, relativa alla spiegazione degli andamenti economici attraverso la comunicazione di informazioni relative ai risultati economico-finanziari di aggregati parziali dell'azienda (es. le singole linee di *business*, le divisioni) e di indicatori di *performance* tecnico-fisici;
- un'evoluzione della dimensione teleologica, che riguarda l'illustrazione delle capacità dell'azienda di tutelare interessi sociali attraverso la comunicazione delle *performance* concernenti il campo sociale e ambientale;
- un'evoluzione della dimensione temporale, che riguarda la crescente diffusione di informazioni di tipo prospettico.

²²³ In linea con le ipotesi alla base degli studi relativi all'impression management, i risultati di più ricerche sono concordi nell'affermare che i risultati positivi vengono solitamente spiegati riferendo la causa a fattori interni all'azienda, mentre le *performance* non soddisfacenti sono generalmente attribuite a fattori esterni, su cui il management non ha alcun controllo. A tal proposito si vedano BAGINSKI S. – HASSELL J. – HILLINSON W., *Voluntary casual disclosures: Tendencies and capital market reaction*, Review of Quantitative Finance and Accounting, vol. 15, n. 4, 2000, pp. 371-390; BAGINSKI S. – HASSELL J. – KIMBROUGH M., *Why do managers explain their management forecasts?*, Journal of Accounting Research, vol. 42, n. 1, 2004, pp. 1-29; e AERTS W. – TARCA A., *The effect of institutional setting on attributional content in management commentary reports*, paper presentato al Fourth International Workshop on Accounting and Regulation, Siena, 20-22 Settembre 2007.

²²⁴ La rilevanza di tali informazioni è confermata dalle evidenze empiriche di alcune ricerche condotte sulle spiegazioni che il management comunica a giustificazione delle proprie previsioni (soft talk), per cui tali informazioni, spesso accompagnate da dati di carattere quantitativo, possiedono un proprio contenuto informativo, attribuito al fatto che i commenti del management rendono la stima più verificabile e più credibile. Per approfondimenti si rinvia a BAGINSKI S. – HASSELL J. – HILLINSON W., *Voluntary casual disclosures: Tendencies and capital market reaction*, op. cit.; HUTTON A.P. – MILLER G.S. – SKINNER D.J., *The role of supplementary statements with management earnings forecasts*, Journal of Accounting Research, vol. 41, n. 5, 2003, pp. 867-890; BAGINSKI S. – HASSELL J. – KIMBROUGH M., *Why do managers explain their management forecasts?*, op. cit.

²²⁵ Tali tendenze corrispondono al superamento dei principali limiti informativi del bilancio, rappresentati dalla visione di sintesi della gestione aziendale, dal profilo economico a cui esso si ispira, che comporta l'utilizzo di un linguaggio monetario, e dalla logica a consuntivo su cui si fonda. QUAGLI A., *Comunicare il futuro*, op. cit. Per approfondimenti circa tali direzioni evolutive si rinvia a MOLTENI M., *Bilancio e strategia*, Egea, Milano, 2000; RIVA P., *Informazioni non finanziarie nel sistema di bilancio. Comunicare le misure di performance*, Egea, Milano, 2001; ALLEGRI M., *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, Giuffrè, Milano, 2003; BAGNOLI C., *La relazione sulla gestione tra normative e prassi*, Giuffrè, Milano, 2003; GIUSEPPONI K. (a cura di), *La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese*, FrancoAngeli, Milano, 2003; MANCINI D. – QUAGLI A. – MARCHI L., (a cura di), *Intangibles e informativa volontaria*, FrancoAngeli, Milano, 2003; BOZZOLAN S., *Trasparenza informativa e mercato finanziario. Modelli e comportamenti di comunicazione volontaria*, McGraw-Hill, Milano, 2005; QUAGLI A., TEODORI C. (a cura di), *L'informativa volontaria per settori di attività*, FrancoAngeli, Milano, 2005.

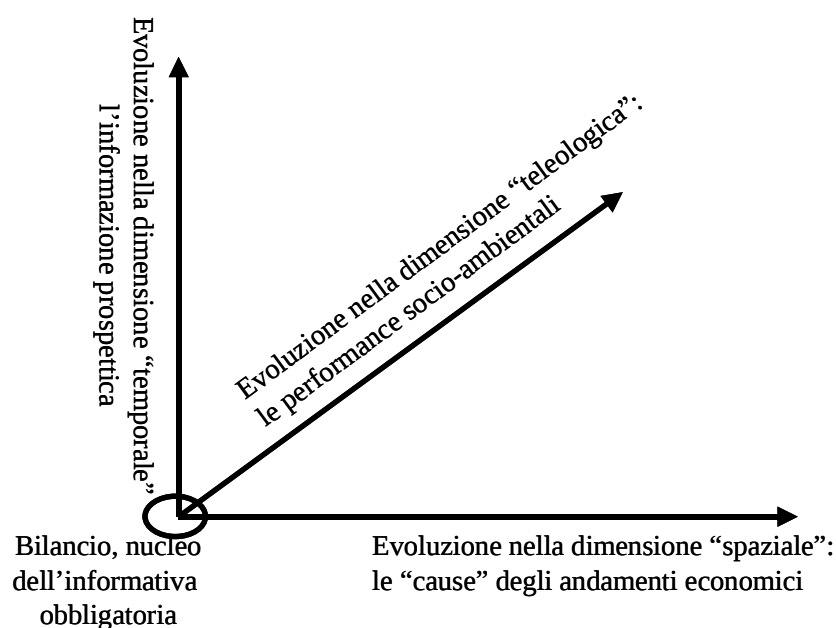


Figura 6 - Le direzioni evolutive dell'informativa volontaria

(Fonte: Quagli, 2004)

Il quarto attributo del messaggio è rappresentato dal segno delle informazioni (*timing*)²²⁶, in base al quale è possibile distinguere *good news*, intese come dati relativi a risultati superiori alle attese, e *bad news*, definiti come dati riguardanti *performance* inferiori alle attese del mercato.

Le ricerche condotte nel contesto statunitense circa la diffusione di *good news* e *bad news* hanno evidenziato inizialmente una prevalenza nella comunicazione delle prime²²⁷, accompagnata da un aumento delle seconde all'avvicinarsi della fine del periodo²²⁸, per rilevare in seguito la prevalenza di *bad news*²²⁹ o una sostanziale

²²⁶ GIBBINS M. – RICHARDSON A. – WATERHOUSE J., *The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes*, op. cit.

²²⁷ PATELL J.M., *Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: empirical tests*, op. cit.; AJINKA B.B. – GIFT M.J., *Corporate managers' earnings forecasts and symmetrical adjustments of market expectations*, *Journal of Accounting Research*, vol. 22, n. 2, 1984, pp. 425-444; Waymire, (1984), McNichols, (1989).

²²⁸ WAYMIRE G., *Additional evidence on the information content of management earnings forecasts*, op. cit.

²²⁹ SKINNER D.J., *Why firms voluntarily disclose bad news*, op. cit.; KASZNIK R. – LEV B., *To warn or not to warn: management disclosures in the face of an earnings surprise*, op. cit.; SKINNER D.J., *Do the SEC's safe harbour provisions encourage forward-looking disclosures?*, *Financial Analyst Journal*, vol. 51, n. 4, 1995, pp. 38-44; SKINNER D.J., *Earnings, disclosures and shareholder lawsuit*, op. cit.

equivalenza nella comunicazione delle due classi di informazioni²³⁰. I risultati più recenti indicano quindi che le aziende tendono a adottare una strategia asimmetrica nella diffusione delle anticipazioni dei risultati, comunicando immediatamente le notizie di segno negativo e diffondendo poi per gradi le informazioni positive²³¹.

Tale comportamento può essere spiegato considerando che le reazioni del mercato tendono a penalizzare le sorprese negative, ossia l'annuncio di dati consuntivi peggiori rispetto alle previsioni precedentemente comunicate dal management, per cui l'azienda preferisce anticipare le notizie negative, a cui far seguire sorprese positive all'avvicinarsi della fine del periodo di riferimento. La diffusione di *bad news* può inoltre derivare da altre motivazioni, connesse alla credibilità dell'azienda, che verrebbe danneggiata maggiormente dalla mancata comunicazione di tali informazioni²³², o alla volontà di far pervenire a potenziali entranti informazioni negative sull'attrattività del settore in cui opera l'azienda²³³.

L'analisi del messaggio può inoltre riguardare profili relativi al suo collegamento con altri elementi del sistema di comunicazione finanziaria: in particolare appare opportuno richiamare brevemente il profilo della ridondanza, che attiene al rapporto tra il messaggio, i canali, i veicoli utilizzati per la sua trasmissione e i destinatari della comunicazione, e quello della credibilità, che riguarda sia l'azienda sia il messaggio da essa inviato.

La ridondanza riguarda intuitivamente la ripetizione di determinate informazioni e appare un aspetto molto interessante nello studio del processo di comunicazione finanziaria, che coinvolge numerosi soggetti e si svolge attraverso numerosi canali e veicoli. Una delle poche definizioni²³⁴ presenti negli studi di *disclosure* la qualifica come una componente del *disclosure output*, riguardante la diffusione di talune

²³⁰ BAGINSKI S. – HASSELL J. – WAYMIRE G., *Some evidence on the news content of preliminary earnings estimates*, op. cit.

²³¹ SKINNER D.J., *Why firms voluntarily disclose bad news*, op. cit.; SOFFER L.C. - THIAGARAJAN R.S. - WALTHER B.R., *Earnings preannouncement strategies*, op. cit.; TAN H.T. - LIBBY R. - HINTON J.E., *Analysts' reaction to earnings preannouncement strategies*, *Journal of Accounting Research*, vol. 40, n. 1, 2002, pp. 223-246.

²³² SKINNER D.J., *Earnings, disclosures and shareholder lawsuit*, op. cit.

²³³ Come già richiamato nel capitolo precedente (a cui si rinvia), esistono evidenze empiriche contrastanti circa l'ipotesi che la comunicazione di *bad news* possa ridurre per l'azienda il rischio di incorrere in *litigation cost*.

²³⁴ GIBBINS M. – RICHARDSON A. – WATERHOUSE J., *The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes*, op. cit.

informazioni attraverso più canali e/o a diversi destinatari, mentre l'unica ricerca empirica²³⁵ sull'argomento di cui si è a conoscenza la definisce come la ripetizione di uno specifico dato all'interno dello stesso documento (il bilancio d'esercizio)²³⁶.

Entrambi tali approcci appaiono di scarso interesse rispetto all'analisi del sistema di comunicazione finanziaria delineato. Il primo infatti porta a considerare ridondante anche l'invio delle stesse informazioni a più destinatari, che può derivare semplicemente dal tipo di veicolo utilizzato, che per sua natura può essere indirizzato a diversi destinatari: si pensi a titolo di esempio ai bilanci, a cui tutti i destinatari hanno accesso, e alle presentazioni, a cui sono invitati sia analisti, sia investitori istituzionali. Il secondo approccio è invece strettamente collegato all'oggetto di indagine dello studio, rappresentato dalla informativa divulgata attraverso i bilanci e non dal fenomeno più ampio della comunicazione finanziaria, rispetto al quale può essere considerato come un tema inerente alla codifica del messaggio veicolato dal bilancio.

Nel presente lavoro la ridondanza è intesa (con riferimento all'intero sistema di comunicazione finanziaria) come l'invio dello stesso messaggio, o di una porzione di esso, attraverso diversi veicoli, e rappresenta un profilo di indagine particolarmente rilevante per l'analisi dello scambio tra l'azienda e più destinatari di informazioni trasmesse attraverso diversi veicoli e canali. La comunicazione può infatti essere caratterizzata da un'ampia sovrapposizione dei messaggi tra un veicolo e l'altro (per esempio, tra le presentazioni agli analisti e la relazione sulla gestione) o da una separazione più marcata tra i messaggi trasmessi attraverso veicoli diversi, che possono a loro volta essere rivolti prevalentemente a destinatari simili o differenti.

La presenza di ridondanza nella comunicazione finanziaria aziendale a livello teorico può comportare aspetti positivi come negativi: da un lato, infatti, la ripetizione dello stesso messaggio in più veicoli contribuisce a evidenziare la sua importanza e tendenzialmente garantisce a più destinatari l'accessibilità alle informazioni, dall'altro una ridondanza elevata potrebbe condurre a un eccesso di informativa, che rende complesso il processo di decodifica, o in alternativa alla comunicazione di un numero assai limitato di informazioni ripetute in molti veicoli.

²³⁵ COURTIS J.K., *Disclosure redundancy in annual reports*, Accounting, Accountability and Performance, vol. 2, n. 3, 1996.

²³⁶ I risultati empirici hanno evidenziato un livello limitato di ridondanza, tale da non sottolineare sistematicamente l'importanza dei contenuti né da confondere gli investitori per effetto della comunicazione di un numero troppo elevato di informazioni.

Notevole attenzione merita infine la credibilità della *disclosure*, intesa come la percezione degli investitori circa l'attendibilità di una specifica comunicazione²³⁷. Parte della letteratura considera la credibilità della *disclosure* come sinonimo di credibilità del management, tuttavia la prima è valutata dai destinatari in relazione a ciascuna comunicazione, mentre la seconda riguarda piuttosto la percezione degli investitori circa la competenza e l'affidabilità del management, che rappresenta solo uno degli elementi in grado di condizionare la credibilità della comunicazione.

Quest'ultima, infatti, è influenzata da molteplici fattori²³⁸, che possono essere sintetizzati in:

- Incentivi situazionali: gli investitori sono più propensi a considerare credibili comunicazioni contrarie agli interessi e agli incentivi dell'azienda (es. la diffusione di *bad news*, le comunicazioni emesse da aziende che non presentano situazioni critiche sotto il profilo finanziario);
- Credibilità del management: influenza la credibilità dell'informativa in linea con i risultati della letteratura della psicologia sociale per cui la credibilità di un messaggio è condizionata dalla credibilità della sua fonte²³⁹;
- Grado di assicurazione esterna e interna: l'assicurazione proveniente da soggetti esterni (attraverso la certificazione delle informazioni, le opinioni espresse dai giornalisti della stampa specializzata e la reazione degli analisti finanziari) e interni (attraverso la presenza di amministratori indipendenti, di un comitato di controllo e di *internal auditor*) aumenta la credibilità della comunicazione;
- Attributi della comunicazione: comprendono la precisione dei contenuti, i veicoli utilizzati, l'orizzonte temporale del messaggio, il numero di spiegazioni fornite a supporto della comunicazione e la plausibilità delle informazioni rispetto alle aspettative dei destinatari.

Tali fattori, che riguardano i molteplici componenti del sistema di comunicazione finanziaria (la fonte, il messaggio, i veicoli e i destinatari), condizionano la credibilità della *disclosure* non solo singolarmente, ma anche per effetto delle loro

²³⁷ MERCER M., *How do investors assess the credibility of management disclosures?*, Accounting Horizons, vol. 18, n. 3, 2004, pp. 185-196.

²³⁸ MERCER M., *How do investors assess the credibility of management disclosures?*, op. cit.

²³⁹ BIRNBAUM M.H. – STEGNER S.E., *Source credibility in social judgment: Bias, expertise, and the judge's point of view*, Journal of Personality and Social Psychology, vol. 37, 1979, pp. 48-74.

interazioni: l'impatto di ciascun fattore sulla credibilità è infatti condizionato dagli altri fattori (per esempio, in presenza di incentivi situazionali la presenza di informazioni di supporto incide maggiormente sulla credibilità della *disclosure*²⁴⁰).

2.6 I canali

Nella comunicazione finanziaria esplicita²⁴¹, i messaggi codificati dall'azienda possono essere trasmessi al mercato attraverso differenti canali, che evidentemente influiscono con le loro caratteristiche sull'accessibilità e sulle possibilità di fruizione da parte dei destinatari.

A seconda delle modalità di interazione concesse a fonte e destinatario, i canali possono essere distinti in diretti e indiretti²⁴²: i primi si contraddistinguono per la simultaneità dei flussi comunicativi, mentre i secondi sono caratterizzati da uno sfasamento temporale tra l'invio e la ricezione del messaggio.

La comunicazione attraverso canali diretti permette un maggior grado di interazione, velocizzando la ricezione del messaggio e l'invio del *feedback*, e comprende sia i flussi informativi in compresenza fisica, sia quelli "a distanza". La compresenza fisica consente una forma di comunicazione assai ricca, dal momento che i destinatari non si limitano a venire a conoscenza delle informazioni divulgate, ma hanno anche l'opportunità di cogliere aspetti visivi e gestuali della comunicazione, che sono particolarmente apprezzati dagli analisti finanziari e dagli investitori istituzionali per valutare la qualità del top management. Nella comunicazione finanziaria, la compresenza fisica ricorre sia in incontri rivolti a molti destinatari, quali le presentazioni alla comunità finanziaria in occasione dei *roadshow*, sia in incontri privati, per esempio con gli analisti finanziari, e viene generalmente limitata ai contatti più importanti in relazione all'interlocutore e alla situazione aziendale per la difficoltà e il consumo di risorse collegati alla riunione fisica di più persone nella stessa sede.

²⁴⁰ HUTTON A.P. – MILLER G.S. – SKINNER D.J., *The role of supplementary statements with management earnings forecasts*, op. cit.

²⁴¹ Come ricordato nel precedente capitolo, la comunicazione con il mercato finanziario può essere anche implicita, attraverso particolari comportamenti aziendali convenzionalmente ritenuti dagli investitori come predittivi di determinate conseguenze future.

²⁴² QUAGLI A., *Comunicare il futuro*, op. cit.

I canali diretti “a distanza” possono riguardare l’invio di messaggi solamente audio, attraverso il telefono, oppure audiovideo, come avviene nel caso di videoconferenze o *webcast*. Tali canali consentono di ridurre i tempi e i costi di spostamento necessari per le comunicazioni in compresenza fisica e per questo motivo sono assai utilizzati per la divulgazione periodica di informazioni a più soggetti (per esempio, la presentazione dei risultati trimestrali alla comunità finanziaria) e per le richieste di dati specifici da parte dei singoli destinatari. Se nel caso dei contatti telefonici, relativi a *conference call* o a semplici telefonate, tali canali riducono la ricchezza della comunicazione poiché non comprendono la visione dei propri interlocutori, tale limite è in parte attenuato in videoconferenze e *webcast* che, pur non essendo del tutto assimilabili alle comunicazioni in compresenza fisica, permettono al top management e al pubblico di vedersi (videoconferenze) o almeno ai destinatari di vedere i soggetti aziendali durante la presentazione (*webcast*).

Attraverso i canali indiretti l’azienda invia un messaggio che viene letto o ascoltato dagli investitori in un momento successivo, cosicché anche il *feedback* giunge alla fonte solo dopo un certo lasso di tempo. Questi canali riguardano la trasmissione di informazioni attraverso la posta (in formato cartaceo), la posta elettronica e la pubblicazione di materiali sulla sezione IR del sito *web* aziendale, sotto forma di file di testo (per esempio, il bilancio annuale in pdf), audio (es. una *conference call* passata in formato mp3) o audiovideo (es. la registrazione audiovideo di una presentazione)²⁴³.

La comunicazione attraverso questi canali presenta il limite di consentire l’invio di messaggi generalmente meno ricchi e di ridurre le possibilità di interazione tra fonte e destinatari, dal momento che questi ultimi non possono risolvere immediatamente dubbi sull’interpretazione e sulla comprensione delle informazioni ricevute, né soddisfare le proprie necessità di approfondimento; per questo motivo è fondamentale che in sede di codifica l’azienda sia particolarmente attenta al profilo della chiarezza e dell’esaustività del messaggio, anche se ciò si traduce inevitabilmente in tempi di preparazione più lunghi. Ciò nonostante, i canali indiretti presentano un interessante vantaggio: infatti, permettendo ai destinatari di conservare il messaggio²⁴⁴, rendono possibile la sua

²⁴³ Le presentazioni in *conference call* e i *webcast* possono essere diffuse attraverso canali diretti (rispettivamente telefonico e internet) in contemporanea alla presentazione e/o attraverso canali indiretti, quando vengono registrate in formato audio o audiovideo per essere successivamente rese disponibili sul sito web a coloro che non hanno potuto parteciparvi direttamente.

²⁴⁴ La conservazione del messaggio è possibile in tutti i canali indiretti ricordati: sia fisicamente nel caso della posta tradizionale, sia attraverso il salvataggio dei file nel caso della posta elettronica e dei materiali disponibili sul sito web aziendale.

consultazione in diverse fasi e momenti, il che si rivela estremamente utile per la decodifica e la comprensione di documenti assai lunghi e complessi.

Tra i differenti canali impiegati dall'azienda, internet è stato oggetto nell'ultimo decennio di un notevole e crescente utilizzo, permettendo un potenziamento dei flussi informativi sotto il profilo quantitativo, qualitativo, spaziale e temporale²⁴⁵.

Dal punto di vista quantitativo, innanzitutto, l'azienda può mettere a disposizione degli investitori un elevato numero di dati e documenti, inserendo nella sezione IR del sito le comunicazioni più recenti mantenendo l'accessibilità alle informazioni precedentemente pubblicate, così da permettere agli utenti anche l'accesso a dati storici che possono essere di grande importanza per le valutazioni di investimento. Attraverso *link* all'interno del sito o a siti esterni, l'azienda può inoltre approfondire il grado di dettaglio delle informazioni fornite e mettere i destinatari in contatto con altri soggetti in grado di fornire dati ulteriori circa l'azienda e lo scenario in cui essa opera.

Il profilo qualitativo è potenziato sotto diversi aspetti, a partire dall'incremento dell'interattività²⁴⁶ e dalla maggior ricchezza delle informazioni che è possibile distribuire via internet, che consente per esempio di trasmettere rappresentazioni audiovideo delle presentazioni societarie sia sotto forma di file video sia come *webcast*, realizzando una teleconferenza a cui possono partecipare tutti i soggetti interessati che dispongano semplicemente di un computer connesso alla rete. Con opportuni accorgimenti nella codifica del messaggio, inoltre, internet consente ai destinatari una certa selettività nell'accesso alle informazioni disponibili: la mappa del sito, una funzione di ricerca, i *link* interni, l'inserimento dei file di maggiori dimensioni in più file più leggeri (per esempio, file riferiti alle varie sezioni del bilancio, oltre al file del bilancio completo) sono tutti strumenti che permettono a chi naviga il sito di accedere direttamente alle informazioni ricercate.

Uno degli aspetti qualitativi di maggior rilievo è rappresentato indubbiamente dalla possibilità di personalizzare le informazioni: la logica *pull* che caratterizza l'accesso ai dati pubblicati sul sito permette infatti all'azienda di predisporre e inserire alcuni pacchetti informativi concepiti in funzione delle esigenze informative di diversi soggetti (per esempio, per gli investitori potenziali e per chi è già azionista) e di far

²⁴⁵ QUAGLI A.(a cura di), *Internet e la comunicazione finanziaria*, FrancoAngeli, Milano 2001.

²⁴⁶ Per esempio, agli utenti può essere concesso di elaborare i dati in linea attraverso analisi di tipo *what if* e altri strumenti *ad hoc*.

scegliere ai destinatari tra alcune opzioni per la fruizione dei contenuti (es. scelta della lingua, dei principi contabili di riferimento ecc.). In questa prospettiva, l'azienda può anche decidere di gerarchizzare gli utenti, rendendo alcune informazioni accessibili solo ad alcune categorie, tramite l'impostazione di codici di accesso per determinate tipologie di dati.

Per quanto concerne la dimensione spaziale, i vantaggi offerti dal canale internet sono notevoli, poiché la possibilità di comunicare e l'accesso alle informazioni non sono dipendenti dalla collocazione geografica dei soggetti, bensì dai profili tecnici di connessione e dalle competenze informatiche degli interlocutori. Alla luce dell'estrema ampiezza del pubblico a cui l'azienda si può rivolgere attraverso internet, appare fondamentale la predisposizione delle già citate opzioni relative alla lingua e ai principi contabili, al fine di favorire la comprensione delle informazioni a soggetti di provenienza geografica differente.

Sotto il profilo temporale, infine, l'utilizzo di internet e della posta elettronica consente di rendere disponibili le informazioni senza limiti temporali, velocizzando la trasmissione del messaggio e successivamente del *feedback*.

Appare, tuttavia, necessario sottolineare che i miglioramenti potenzialmente offerti dal canale internet possono essere sfruttati appieno soltanto se l'azienda dispone degli strumenti opportuni per affrontare le criticità connesse all'affidabilità e alla sicurezza dei dati. Un'efficace comunicazione via internet presuppone infatti, oltre alla soluzione dei problemi di sicurezza informatica in senso stretto, che i dati pubblicati dall'azienda sul proprio sito web siano affidabili per gli utenti che vi hanno accesso. In questa prospettiva, è fondamentale che agli investitori siano fornite alcune informazioni essenziali circa i dati a cui hanno accesso e strumenti per rendere più agevole e consapevole la navigazione del sito aziendale²⁴⁷.

Per valutare l'affidabilità dei dati, gli utenti devono innanzitutto ricevere dall'azienda una garanzia sul fatto che i dati diffusi attraverso internet siano conformi a quelli trasmessi attraverso altri canali e indicazioni su quali contenuti del sito siano tratti da bilanci e altri documenti ufficiali, soggetti ai controlli societari previsti dalla normativa, e quali rappresentino nuovi messaggi preparati dalla società direttamente per la pubblicazione sul sito.

²⁴⁷ I problemi di affidabilità e sicurezza sono stati oggetto negli ultimi anni di interventi a livello internazionale e nazionale da parte di enti regolatori, associazioni professionali, società di consulenza, operatori del diritto societario e del mondo informatico. Per un'efficace sintesi dei principali contributi, si rinvia a QUAGLI A., *Comunicare il futuro*, op. cit.

La navigazione sul sito web aziendale dovrebbe consentire agli utenti di conoscere la data di aggiornamento dei contenuti e di ricostruire le modifiche che si sono succedute nel corso del tempo (tracciabilità), senza perdere - anche solo apparentemente - l'accesso ai dati di interesse²⁴⁸; inoltre l'orientamento dovrebbe essere facilitato attraverso opportune indicazioni volte a segnalare quando l'investitore esce dal sito utilizzando *link* esterni²⁴⁹.

Oltre alla rilevanza di tali strumenti nella risoluzione delle criticità connesse all'affidabilità e alla sicurezza dei dati, l'azienda ha inoltre a disposizione alcuni strumenti innovativi che stanno iniziando a conoscere una certa diffusione, quali il linguaggio Xbrl²⁵⁰, in grado di migliorare notevolmente la precisione delle informazioni comunicate e la velocità nell'accesso e nell'elaborazione dei dati per i destinatari della comunicazione²⁵¹.

A motivo di tali potenzialità e della notevole diffusione che nell'ultimo decennio ha caratterizzato l'utilizzo del canale internet nella comunicazione finanziaria, esso è stato oggetto di numerose ricerche, orientate sia a finalità descrittive in relazione allo sfruttamento delle potenzialità offerte, alla sua evoluzione e alle sue criticità²⁵², sia a

²⁴⁸ Gli utenti devono infatti essere in grado di accedere alle informazioni pubblicate dall'azienda, per questo motivo è preferibile che venga adottata una logica di accumulo dei documenti (archiviati per esempio in base alla tipologia e all'anno di emissione) rispetto a un criterio di aggiornamento per sostituzione.

²⁴⁹ I *link* a siti esterni dovrebbero inoltre essere verificati periodicamente, per evitare che i collegamenti conducano a pagine divenute inesistenti.

²⁵⁰ L'acronimo sta per eXtensible Business Reporting Language.

²⁵¹ Per approfondimenti circa le caratteristiche tecniche e i vantaggi offerti dall'Xbrl sia all'azienda sia ai suoi interlocutori, si rinvia a RAMASSA P., *L'eXtensible Business Reporting Language (Xbrl): un nuovo linguaggio per la comunicazione finanziaria*, Revisione Contabile, n. 58, 2004. Per aggiornamenti circa lo sviluppo dell'iniziativa si consulti il sito www.xbrl.org.

²⁵² ASHBAUGH H. – JOHNSTONE K.M. – WARFIELD T.D., *Corporate reporting on the Internet*, Accounting Horizons, vol. 13, n. 3, 1999, pp. 241-257; BALDWIN A. A. – WILLIAMS S.M.L., *The future of intelligent Internet agents in European financial reporting*, European Accounting Review, vol. 8, n. 2, 1999, pp. 303-319; CRAVEN B.M. – MARSTON C., *Financial reporting on the Internet by leading UK companies*, European Accounting Review, vol. 8, n. 2, 1999, pp. 321-333; DELLER D. – STUBENRATH M. – WEBER C. – GOETHE J.W., *A survey on the use of Internet for investor relations in the USA, the UK and Germany*, European Accounting Review, vol. 8, n. 2, 1999, pp. 351-364; DEBRECENY R. – GRAY G.L., *Financial reporting on the Internet and the external audit*, European Accounting Review, vol. 8, n. 2, 1999, pp. 335-350; GOWTHORPE C. – AMAT O., *External reporting of accounting and financial information via the Internet in Spain*, European Accounting Review, vol. 8, n. 2, 1999, pp. 365-371; HEDLIN P., *The Internet as a vehicle for investor relations: the Swedish case*, European Accounting Review, vol. 8, n. 2, 1999, pp. 373-381; LYMER A., *The Internet and the future of corporate reporting in Europe*, European Accounting Review, vol. 8, n. 2, 1999, pp. 289-301; BRENNAN N. – KELLY S., *Use of the Internet by Irish companies for investor relations purposes*, Irish Business and Administrative Research, vol. 21, n. 2, 2000, pp. 107-135; ETTREDGE M. – RICHARDSON V.J. – SCHOLZ S., *The presentation of financial information at corporate web sites*, International Journal of Accounting Information Systems, vol. 2, n. 3, 2001, pp. 149-168; LYBAERT N., *On-line financial reporting - An analysis of the Dutch listed firms*, International

finalità esplicative, focalizzandosi sulle variabili determinanti rispetto all'utilizzo di internet. Con riferimento a questo aspetto, le evidenze empiriche di studi condotti in ambito anglosassone ed europeo hanno confermato anche per la comunicazione attraverso il canale internet un'associazione positiva con la dimensione aziendale²⁵³, oltre che con la localizzazione geografica²⁵⁴, il grado di internazionalizzazione²⁵⁵ e la quotazione sul mercato statunitense²⁵⁶, mentre sono stati ottenuti risultati non concordi circa l'influenza di variabili quali il settore²⁵⁷, la tecnologia impiegata²⁵⁸ e la crescita aziendale²⁵⁹.

Journal of Digital Accounting Research, vol. 2, n. 4, 2003, pp. 195-234; ALLAM A. – LYMER A., *Developments in Internet financial reporting: review and analysis across five developed countries*, International Journal of Digital Accounting Research, vol. 3, n. 6, 2003, pp. 165-199; LYMER A. – DEBRECENY R., *The auditor and corporate reporting on the Internet: challenges and institutional responses*, International Journal of Auditing, vol. 7, n. 2, 2003, pp. 103-120; GOWTHORPE C., *Asymmetric dialogue: Corporate financial reporting via the Internet*, Corporate Communications: An International Journal, vol. 9, n. 4, 2004, pp. 283-293; FISHER R. – OYELERE P. – LASWAD F., *Corporate reporting on the Internet: Audit issues and content analysis of practices*, Managerial Auditing Journal, vol. 19, n. 3, 2004, pp. 412-439; SMITH B. – PIERCE A., *An investigation of the integrity of Internet financial reporting*, International Journal of Digital Accounting Research, vol. 5, n. 9, 2005, pp. 47-78; GARCIA-BORBOLLA A. – LARRAN M. – LOPEZ R., *Empirical evidence concerning smes corporate websites: explaining factors, strategies and reporting*, International Journal of Digital Accounting Research, vol. 5, n. 10, 2005, pp. 171-202.

²⁵³ PIRCHEGGER B. – WAGENHOFER A., *Financial Information on the Internet: a survey of the homepages of Austrian companies*, European Accounting Review, vol. 8, n. 2, 1999, pp. 383-395; CRAVEN B.M. – MARSTON C., *Financial reporting on the Internet by leading UK companies*, op. cit.; ETTREDGE M. – RICHARDSON V.J. – SCHOLZ S., *Dissemination of information for investors at corporate web sites*, Journal of Accounting and Public Policy, vol. 21, n. 4-5, 2002, pp. 357-369; LARRAN M. – GINER B., *The use of Internet for corporate reporting by Spanish companies*, International Journal of Digital Accounting Research, vol. 2, n. 1, 2002, pp. 53-82; DEBRECENY R. – GRAY G.L. – RAHMAN A., *The determinants of Internet financial reporting*, Journal of Accounting and Public Policy, vol. 21, n. 4-5, 2002, pp. 371-394; MARSTON C., *Financial reporting on the Internet by leading Japanese companies*, Corporate Communications: An International Journal, vol. 8, n. 1, 2003, pp. 23-34; MARSTON C. – POLEI A., *Corporate reporting on the Internet by German companies*, International Journal of Accounting Information Systems, vol. 5, n. 3, 2004, pp. 285-311; BOLLEN L. – HASSINK H. – BOZIC G., *Measuring and explaining the quality of Internet investor relation activities: a multinational empirical analysis*, International Journal of Accounting Information Systems, vol. 7, n. 4, 2006, pp. 273-298; BONSON E. – ESCOBAR T., *Digital reporting in Eastern Europe: an empirical study*, International Journal of Accounting Information Systems, vol. 7, n. 4, 2006, pp. 299-318.

²⁵⁴ BONSON E. – ESCOBAR T., *A survey on voluntary disclosure on the Internet. Empirical evidence from 300 European Union companies*, International Journal of Digital Accounting Research, vol. 2, n. 1, 2002, pp. 27-51.

²⁵⁵ BOLLEN L. – HASSINK H. – BOZIC G., *Measuring and explaining the quality of Internet investor relation activities: a multinational empirical analysis*, op. cit.

²⁵⁶ DEBRECENY R. – GRAY G.L. – RAHMAN A., *The determinants of Internet financial reporting*, op. cit.

²⁵⁷ CRAVEN B.M. – MARSTON C., *Financial reporting on the Internet by leading UK companies*, op. cit.; BONSON E. – ESCOBAR T., *A survey on voluntary disclosure on the Internet. Empirical evidence from 300 European Union companies*, op. cit.

Nel complesso tali risultati appaiono in linea con quelli ottenuti dalle ricerche che si sono focalizzate sulle stesse tematiche nel contesto italiano, che hanno evidenziato l'evoluzione conosciuta nell'utilizzo del canale internet per la comunicazione finanziaria e la sua notevole diffusione²⁶⁰, osservando che le aziende non finanziarie quotate alla borsa di Milano tendono a comunicare maggiormente, considerando sia il contenuto sia la forma, al crescere della dimensione (misurata dal fatturato) e della *performance* economica (misurata dal ROI)²⁶¹.

2.7 I veicoli

Come appare evidente dalle considerazioni finora esposte, la scelta del canale di comunicazione è strettamente collegata al veicolo utilizzato dall'azienda per trasmettere il proprio messaggio alla comunità finanziaria: la diffusione delle informazioni agli investitori comporta infatti la scelta congiunta di veicolo e canale, da compiere in funzione del contenuto del messaggio e delle caratteristiche dei destinatari. Ovviamente, non tutti i veicoli di comunicazione possono essere combinati con qualsiasi canale: il bilancio, per esempio, può essere inviato per posta (in formato cartaceo) oppure pubblicato sul sito web aziendale (in formato elettronico), ma certamente non è possibile pensare che venga trasmesso attraverso il canale telefonico.

Se da un lato la scelta del canale condiziona notevolmente le possibilità di ricezione del messaggio da parte dei destinatari e le loro possibilità in termini di fruizione delle informazioni, il tipo di veicolo utilizzato per la trasmissione dei dati è estremamente rilevante perché strettamente connesso anche agli altri elementi del

²⁵⁸ DEBRECENY R. – GRAY G.L. – RAHMAN A., *The determinants of Internet financial reporting*, op. cit.; BOLLEN L. – HASSINK H. – BOZIC G., *Measuring and explaining the quality of Internet investor relation activities: a multinational empirical analysis*, op. cit.

²⁵⁹ DEBRECENY R. – GRAY G.L. – RAHMAN A., *The determinants of Internet financial reporting*, op. cit.; BOLLEN L. – HASSINK H. – BOZIC G., *Measuring and explaining the quality of Internet investor relation activities: a multinational empirical analysis*, op. cit.

²⁶⁰ QUAGLI A. (a cura di), *Internet e la comunicazione finanziaria*, op. cit.; QUAGLI A., *Il web e l'informativa societaria ai mercati finanziari*, *Economia e Diritto del Terziario*, n. 1, 2001b, pp. 177-208; QUAGLI A., AVALLONE F., *Bilanci "in rete": Internet e la comunicazione economico-finanziaria delle società quotate*, *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 1, 2001, pp. 63-105; TEODORI C. (a cura di), *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari. Il comportamento delle società*, Franco Angeli, Milano, 2004.

²⁶¹ TEODORI C. (a cura di), *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari. Il comportamento delle società*, op. cit.

sistema, con particolare riferimento al messaggio, alla sua codifica e ai destinatari. Per quanto riguarda il messaggio, è opportuno sottolineare che il documento o il tipo di incontro che veicolano la comunicazione sono spesso l'elemento oggetto di obblighi informativi posti in capo alle società quotate²⁶², con conseguenti riflessi sul messaggio, in parte obbligatorio, e sulla codifica, che deve necessariamente seguire criteri specifici (es. principi contabili per il bilancio, schemi per i comunicati stampa ecc.). Inoltre, appare necessario evidenziare, prima di passare a una sintetica rassegna dei principali veicoli utilizzati dall'azienda per la comunicazione finanziaria, che alcuni veicoli sono utilizzati per la trasmissione di contenuti codificati in maniera mirata per alcune classi di destinatari, e sono talvolta riservati ad alcuni operatori in maniera pressoché esclusiva (es. gli incontri *one-to-one* con il top management).

I veicoli con cui l'azienda trasmette informazioni al mercato finanziario sono molteplici e comprendono essenzialmente:

- documenti disponibili al pubblico, quali il bilancio, le relazioni infrannuali e i comunicati stampa;
- momenti di incontro aperti agli operatori e investitori interessati, come avviene nel caso delle presentazioni, oppure riservati a specifiche categorie di destinatari (incontri *one-to-one*, visite dell'azienda);
- la sezione IR del sito *web*;
- altri veicoli, che possono comprendere sia *newsletter* e *alert*, inviati automaticamente ai soggetti che hanno manifestato la volontà di essere aggiornati sulla situazione aziendale, sia contatti privati attraverso telefono e posta .

Considerando la prima categoria di veicoli, il bilancio²⁶³ rappresenta senza dubbio un veicolo fondamentale nella comunicazione finanziaria²⁶⁴ sia per gli obblighi

²⁶² Gli obblighi informativi sono posti in capo ad aziende che posseggono determinate caratteristiche, per esempio, alle società quotate in relazione all'emissione di determinati documenti, ossia veicoli, in occasione della quotazione (informativa iniziale), con una frequenza periodica (informativa periodica) e al verificarsi di eventi particolari, quali operazioni straordinarie (informativa episodica) e fatti rilevanti (informativa episodica non tipica).

²⁶³ La prima funzione del bilancio è stata la determinazione del reddito (MELIS F., *Storia della ragioneria*, Zuffi, Bologna, 1950; CECCHERELLI A., *Il linguaggio dei bilanci* (VII ediz.), Le Monnier, Firenze, 1961), a cui si è associata nel tempo una funzione di rendiconto (POLI R., *Il bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1971), per cui il bilancio è stato utilizzato per informare i proprietari dei risultati dell'attività degli amministratori che gestiscono l'azienda, e una funzione di controllo interno, dal momento che le informazioni in esso contenute sono assai utili anche per i decisori interni per valutare a consuntivo e a preventivo la gestione aziendale (CECCHERELLI A., *Il linguaggio dei bilanci* (VII ediz.), op. cit.; MARCHI L., "L'analisi economico-finanziaria del profilo strategico", in Marchi L. – Paolini A. – Quagli A., *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino, 1995). In seguito, con l'ampliarsi dei soggetti

normativi collegati alla sua redazione, che prevedono pubblicità, periodicità e norme specifiche per la codifica del messaggio, sia per l'ampiezza dei contenuti informativi di carattere obbligatorio e volontario.

Pur con le differenze proprie dei diversi contesti nazionali, il bilancio si compone essenzialmente di una sezione dedicata ai prospetti contabili, che forniscono una visione di sintesi della gestione aziendale e sono corredati da note esplicative contenenti informazioni di dettaglio e commenti circa le singole voci, e di diverse sezioni narrative variamente denominate²⁶⁵, che contengono al loro interno informazioni obbligatorie e volontarie, volte a descrivere l'attività e la situazione aziendale, l'andamento della gestione e le prospettive future, opportunamente corredate da informazioni relative al profilo strategico.

interessati alle sorti dell'azienda, il bilancio ha rappresentato uno strumento informativo essenziale per informare gli *stakeholder* (e tra questi, anche gli investitori) circa la capacità dell'azienda di garantire il soddisfacimento dei loro interessi.

²⁶⁴ Per approfondimenti circa la funzione informativa del bilancio verso l'esterno, si vedano AMADUZZI A., *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio d'esercizio*, Cacucci, Bari, 1949; CATTANEO M., *Introduzione allo studio del bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1965; AMODEO D., "Il bilancio delle società per azioni come strumento di informazione", in AA.VV., *Scritti in onore di Giordano Dell'Amore*, Giuffrè, Milano, 1969; VIGANÒ E., *L'informazione esterna d'impresa*, Rivista dei Dottori Commercialisti, settembre-ottobre 1973; PROVASOLI A., *Il bilancio d'esercizio destinato a pubblicazione*, Giuffrè, Milano, 1974; DEZZANI F., *La certificazione del bilancio*, Giuffrè, Milano, 1974; CAPALDO P., *Qualche riflessione sull'informazione esterna d'impresa*, Rivista dei Dottori Commercialisti, n.2, 1975; CATTURI G., *La redazione del bilancio d'esercizio*, Cedam, Padova, 1984; PASSAPONTI B., *Il bilancio dell'azienda elettrica nel quadro dei bilanci a contenuto obbligatorio*, Giuffrè, Milano, 1990; AVI M.S., *Il bilancio come strumento di informazione verso l'esterno*, Cedam, Padova, 1990; SALVIONI D., *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino, 1992; MATACENA A., *Il bilancio di esercizio*, Clueb, Bologna, 1993; RANALLI F., *Il bilancio d'esercizio: caratteristiche e postulati* (vol. I e II), Aracne, Roma, 1994; TERZANI S., *Introduzione al bilancio d'esercizio* (V ediz.), Cedam, Padova, 1995; DI TORO P. – IANNELLO G., *La politica di redazione del bilancio d'esercizio*, Cedam, Padova, 1996; HOLLAND J., *Private disclosure and financial reporting*, op. cit.; MARASCA S., *Le valutazioni del bilancio d'esercizio*, Giappichelli, Torino, 1999; ANDREI P., *Valori storici e valori correnti nel bilancio di esercizio*, Giuffrè, Milano, 2004; AZZALI S., *L'informativa di bilancio secondo i principi contabili nazionali e internazionali*, Giappichelli, Torino, 2005; QUAGLI A., *Bilancio di esercizio e principi contabili* (IV ediz.), Giappichelli, Torino, 2006; BRUNI G., *Le informazioni complementari al bilancio. Quale reporting revolution?*, Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, gennaio/febbraio 2007.

²⁶⁵ Questa può comprendere eventuali lettere agli azionisti (o analoghe sezioni, come il *chairman's statment* o la *president's letter*), interviste al top management, prospetti illustrativi volontari e una sezione corrispondente alla Relazione sulla Gestione redatta dalle aziende italiane, denominata Management Discussion and Analysis (MD&A) negli Stati Uniti e Operating and Financial Review (OFR) in Gran Bretagna.

Per una rassegna degli studi focalizzati sul Management Discussion and Analysis, si veda COLE C.J. – JONES C.L., *Management discussion and analysis: a review and implications for future research*, Journal of Accounting Literature, vol. 24, 2005, pp. 135-174.

L'ampia gamma di informazioni contenute in entrambe le sezioni sono assai rilevanti per il mercato finanziario²⁶⁶, come verificato da un'ampia letteratura internazionale, che ha studiato il contenuto informativo sia dei valori contabili²⁶⁷ sia della *disclosure* volontaria contenuta in bilancio²⁶⁸.

Nonostante la scarsa tempestività che lo caratterizza, dovuta sia al fatto che contiene prevalentemente dati consuntivi sia al periodo di tempo che intercorre tra la chiusura dell'esercizio e la pubblicazione del bilancio, a motivo dell'ampiezza dei contenuti informativi e del numero di destinatari a cui si rivolge il bilancio conserva un ruolo fondamentale in relazione alla comunicazione con gli investitori individuali²⁶⁹, che spesso cominciano a conoscere l'azienda con la sua lettura, e diversi studi hanno sottolineato come i prospetti contabili e le sezioni narrative contengano informazioni di interesse anche per gli interlocutori più sofisticati²⁷⁰.

Maggiore tempestività e un contenuto informativo indubbiamente più focalizzato caratterizzano invece i comunicati stampa, che vengono emessi dall'azienda per diffondere brevi messaggi specifici riguardanti eventi di diverso genere in grado di condizionare le prospettive aziendali.

Con riferimento al contesto italiano, i comunicati stampa sono utilizzati come veicolo sia per l'informativa obbligatoria, sia per l'informativa volontaria: se infatti le

²⁶⁶ L'ipotesi che negli ultimi anni il bilancio abbia perso rilevanza per gli investitori ha finora condotto a evidenze empiriche contrastanti. A tal proposito si vedano CHANG J., *The decline in value relevance of earnings and book values*, working paper, University of Pennsylvania, Philadelphia, 1998; LEV B. – ZAROWIN P., *The boundaries of financial reporting and how to extend them*, Journal of Accounting Research, vol. 37, 1999, pp. 353-386; BROWN S. – LO K. – LYS T., *Use of R² in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades*, Journal of Accounting and Economics, vol. 28, n. 2, 1999, pp. 83-115; FRANCIS J. – SCHIPPER K., *Have financial statements lost their relevance?*, Journal of Accounting Research, vol. 37, n. 2, 1999, pp. 319-353.

²⁶⁷ Per un'efficace sintesi dei principali studi, si rinvia a KOTHARI S.P., *Capital markets research in accounting*, op. cit.

²⁶⁸ Per un'ampia rassegna della letteratura, si veda HEALY P.M. – PALEPU K.J., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, op. cit.

²⁶⁹ CLARKE G. – MURRAY B., *Investor relations: Perceptions of the annual statement*, Corporate Communications: An International Journal, vol. 5, n. 3, 2000, pp. 144-151.

²⁷⁰ SCHIPPER K., *Analysts' forecasts*, Accounting Horizons, vol. 5 n. 4, 1991, pp. 105-121; ROGERS R.K. – GRANT J., *An empirical investigation of the relevance of the financial reporting process to financial analysts*, unpublished manuscript, Portland State University, February, 1997; ABRAHAMSON E. – AMIR E., *The information content of the president's letter to shareholders*, Journal of Business Finance and Accounting, vol. 23 n. 8, 1996, pp. 1157-1182; BRYAN S.H., *Incremental information content of required disclosures contained in management discussion and analysis*, The Accounting Review, vol. 72, n. 2, 1997, pp. 285-301; SMITH M. – TAFFLER R., *The chairman's statement: a content analysis of discretionary narrative disclosures*, Accounting, Auditing and Accountability Journal, vol. 13, n. 5, 2000, pp. 624-647.

aziende sono libere di utilizzare i comunicati per diffondere volontariamente dati aggiuntivi circa la propria situazione, esse sono tenute a emettere comunicati stampa per informare il mercato circa fatti rilevanti tali da influenzare il prezzo delle azioni²⁷¹. L'emissione dei cosiddetti comunicati *price sensitive* deve inoltre rispettare particolari obblighi di pubblicità²⁷², che comprendono l'invio del comunicato alla società di gestione del mercato (che lo mette immediatamente a disposizione del pubblico), ad almeno due agenzie di stampa e alla Consob e la sua pubblicazione sul sito internet aziendale, se disponibile, dove il comunicato deve rimanere accessibile per almeno due anni.

Un particolare interesse da parte degli investitori è rivolto inoltre ai comunicati con cui le aziende decidono volontariamente²⁷³ di comunicare al mercato informazioni prospettiche, che in Italia vengono emessi prevalentemente in occasione dell'approvazione di bilanci e relazioni infrannuali da parte del consiglio di amministrazione, in relazione a eventi specifici per cui l'azienda decide di comunicare dati previsionali (es. riorganizzazione societaria) o in concomitanza con la presentazione alla comunità finanziaria del piano strategico²⁷⁴.

Le ricerche²⁷⁵ condotte sul contenuto dei comunicati contenenti informazioni previsionali emessi dalle maggiori società quotate italiane hanno evidenziato che l'utilizzo di tale veicolo è ancora limitato, suggerendo un rispetto soltanto parziale degli obblighi informativi, e che i dati prospettici comunicati sono generalmente divulgati in

²⁷¹ Ai sensi degli artt. 114 e 181 del D.Lgs. 58/2004 (TUF), gli emittenti quotati e i soggetti che li controllano sono tenuti a comunicare attraverso l'emissione di un comunicato stampa le informazioni privilegiate che riguardano direttamente gli emittenti e le società controllate, intese come informazioni di carattere preciso, non pubbliche, concernenti in modo diretto o indiretto uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, le quali, se rese pubbliche, potrebbero influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti. Tali informazioni possono riguardare numerosi eventi, quali l'approvazione dei dati contabili del periodo, le cessioni, le acquisizioni, le dimissioni o la nomina di componenti degli organi di amministrazione e controllo e di altri responsabili chiave ecc.

²⁷² Art. 66 Regolamento Emittenti. I comunicati *price sensitive* sono disciplinati anche nel contenuto dalle Istruzioni al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. (Sezione IA.2.9.1).

²⁷³ Tali comunicazioni sono sostanzialmente di carattere volontario, tuttavia se l'azienda decide di diffondere tali informazioni è tenuta a farlo rispettando i citati obblighi di pubblicità previsti per la comunicazione dei fatti rilevanti.

²⁷⁴ Tale evento può avvenire talvolta in concomitanza con l'approvazione del bilancio, per cui nello stesso comunicato sono presenti informazioni previsionali relative sia al bilancio sia al piano industriale.

²⁷⁵ QUAGLI A., *Comunicare il futuro*, op. cit.; RAMASSA P., *Forward-looking disclosure in Italy: An analysis of company announcements*, paper presentato all'8th Aidea Youth International Conference "Improving business reporting: New rules, new opportunities, new trends", Novara, 24-25 novembre 2006.

termini qualitativi (fatta eccezione per i comunicati emessi in occasione della presentazione del piano industriale) e senza essere corredati da informazioni circa le ipotesi e le presunzioni che hanno condotto alle previsioni e agli obiettivi aziendali.

Mentre i suddetti veicoli vengono utilizzati per comunicazioni rivolte a tutti gli operatori del mercato finanziario, compresi gli investitori *retail* e quelli potenziali, le presentazioni del top management alla comunità finanziaria sono finalizzate prevalentemente alla comunicazione con gli analisti finanziari e gli investitori istituzionali, che come già evidenziato rappresentano categorie di destinatari particolarmente importanti per l'azienda. Le presentazioni possono avere luogo nella sede aziendale o nell'ambito di *roadshow* che toccano le principali piazze finanziarie e vengono organizzate prevalentemente per la comunicazione dei risultati periodici (annuali e infrannuali) a seguito dell'approvazione del bilancio e delle relazioni infrannuali, oppure di piani industriali²⁷⁶ e aggiornamenti strategici.

A tali incontri prendono generalmente parte il CEO, che presenta i dati relativi allo scenario e al *business*, il CFO, che approfondisce gli aspetti economico - finanziari, e il responsabile delle IR, che coordina l'incontro e interviene su temi specifici, mentre in occasioni particolari (per esempio, manifestazioni di settore) e per temi specifici può essere prevista la partecipazione di direttori di *brand* o altri soggetti direttamente coinvolti nelle iniziative oggetto della comunicazione. Oltre a consentire un contatto con i vertici aziendali, tale veicolo è caratterizzato da un notevole grado di interattività, dal momento che permette alla società di avere un *feedback* immediato a cui rispondere direttamente: infatti, in seguito alla presentazione curata dall'azienda, la cui durata può variare tra i trenta e i quarantacinque minuti circa, è previsto un breve lasso di tempo, di circa quindici minuti, per lasciare spazio alle domande del pubblico, a cui i membri del top management rispondono immediatamente.

Il canale della comunicazione può essere differente: alcuni incontri hanno luogo in compresenza fisica di fonte e destinatari, come avviene nel caso dei *roadshow* e di presentazioni particolarmente importanti, molti (in particolare per la comunicazione dei risultati periodici) si svolgono telefonicamente attraverso *conference call* e altri vengono trasmessi su internet tramite *webcast*. Tali diverse opzioni hanno dei riflessi sull'accessibilità della comunicazione da parte dei destinatari: nel caso di incontri fisici, infatti, la partecipazione avviene su invito da parte dell'azienda ai principali contatti presenti nella *mailing list* delle IR, mentre nel caso di *conference call* e *webcast* è

²⁷⁶ Per approfondimenti sul piano industriale, si rinvia a MAZZOLA P., *Il piano industriale. Progettare e comunicare le strategie d'impresa*, Egea, Milano, 2003.

generalmente sufficiente una rapida registrazione per consentire l'accesso a qualunque soggetto interessato. In seguito all'evento, il sito *web* rappresenta un veicolo estremamente utile per rendere accessibili anche agli investitori che non hanno avuto la possibilità di seguirla le diapositive utilizzate dal top management e, ove disponibili, la trascrizione e i file audio o video della presentazione.

Le evidenze empiriche della letteratura internazionale²⁷⁷ hanno osservato che le presentazioni trasmesse attraverso *conference call* forniscono agli investitori informazioni ulteriori rispetto agli *earnings announcement*, riducono le asimmetrie informative, sono negativamente associate al rischio e al contenuto informativo del bilancio e positivamente associate alla dimensione aziendale, alla redditività, alla crescita, ai *price-earnings* e *market-to-book ratio*, al livello di componenti straordinari negativi, al ricorso al mercato dei capitali e alla copertura da parte degli analisti. Per quanto riguarda la scelta di sfruttare le tecnologie attualmente disponibili per allargare l'accesso alle presentazioni in tempo reale, questa viene tendenzialmente mantenuta nel tempo e riguarda le aziende con un maggior numero di azionisti, minori partecipazioni detenute da investitori istituzionali, copertura inferiore da parte degli analisti e un maggior *turnover* nella composizione dell'azionariato²⁷⁸.

Per quanto riguarda il contesto europeo, una ricerca²⁷⁹ condotta attraverso l'invio di questionari postali ha rilevato che le maggiori aziende organizzano in media 7,6 presentazioni all'anno, a cui partecipano mediamente 55 analisti *sell-side* e 149 analisti *buy-side*²⁸⁰ in prevalenza stranieri²⁸¹.

²⁷⁷ FRANCIS J. – HANNA J.D. – PHILBRICK D.R., *Management communications with securities analysts*, op. cit.; TASKER S.C., *Bridging the information gap: quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure*, op. cit.; FRANKEL R. – JOHNSON M. – SKINNER D., *An empirical examination of conference call as a voluntary disclosure medium*, op. cit.; BROWN S. – HILLEGEIST S.A. – LO K., *Conference calls and information asymmetry*, op. cit.

²⁷⁸ BUSHEE B.J. – MATSUMOTO D.A. – MILLER G.S., *Open versus closed conference calls: the determinants and effects of broadening access to disclosure*, op. cit..

²⁷⁹ MARSTON C., *A survey of European investor relations*, op. cit.

²⁸⁰ Gli inviti sono indirizzati mediamente a 84 analisti *sell-side* e 311 analisti *buy-side*.

²⁸¹ La ricerca ha rilevato che la partecipazione di investitori istituzionali è positivamente associata alla capitalizzazione e negativamente associata al *market to book value*, mentre la partecipazione di *broker* è positivamente associata alla capitalizzazione e alla quotazione su mercati stranieri e negativamente associata al *market to book value*.

Con riferimento al contesto italiano, alcune recenti ricerche²⁸² hanno osservato che le presentazioni del piano strategico contengono un livello significativo di informazioni prospettiche, per le aziende di dimensioni piccole e medie caratterizzate da un basso *following* veicolano informazioni utili per analisti e investitori istituzionali (quando presentano un elevato livello di informativa prospettica) e il loro grado di *disclosure* è positivamente associato alla dimensione aziendale, alla redditività e alla diffusione dell'azionariato.

Se da un lato le presentazioni vengono organizzate per veicolare un messaggio standardizzato a un gruppo di destinatari in maniera efficiente sotto il profilo temporale, dall'altro gli incontri *one-to-one* rappresentano un veicolo di comunicazione flessibile e mirato volto alla soddisfazione di specifiche esigenze informative²⁸³. Per l'azienda tali incontri sono di estrema importanza, dal momento che rappresentano uno strumento per mantenere un contatto con il mercato (ricevendo così un *feedback* circa la situazione aziendale, la comunicazione e le attese della comunità finanziaria) nei periodi compresi tra le presentazioni e un'occasione di chiarire e approfondire i messaggi precedentemente comunicati contribuendo a migliorare il processo di decodifica dei suoi interlocutori. Dal punto di vista degli analisti finanziari e degli investitori istituzionali, questi incontri, che avvengono generalmente con il responsabile delle IR o con il top management, permettono di valutare le capacità e gli umori dei vertici aziendali, e di ottenere alcuni dati di dettaglio necessari per l'applicazione dei loro modelli previsionali.

La rilevanza dell'informativa privata nell'ambito del processo di comunicazione finanziaria è stata confermata da numerose ricerche che hanno studiato il tema con particolare riferimento al contesto anglosassone: da interviste condotte con analisti e investitori istituzionali è infatti emerso che gli incontri privati rappresentano per tali soggetti infatti una componente fondamentale della comunicazione finanziaria, in grado di superare i limiti informativi del bilancio e delle relazioni infrannuali che

²⁸² MAZZOLA P. – GNAN L. – SCORTICHINI F., *Forward-looking information in the strategic plan presentations of listed companies*, paper presentato al I workshop del Gruppo di Attenzione Aidea sulla Comunicazione ai Mercati Finanziari, Brescia, 17 febbraio 2006; MAZZOLA P. – GNAN L., GABBIONETA C. – LISI I., *The information content of strategic plan presentations of Italian listed companies*, paper presentato al II workshop del Gruppo di Attenzione Aidea sulla Comunicazione ai Mercati Finanziari, Milano, 7 aprile 2006.

²⁸³ MARSTON C., *Investor relations meetings: Views of companies, institutional investors and analysts*, ICAS, Edinburgh, 1999.

costituiscono la base di partenza per le richieste di spiegazioni e approfondimenti²⁸⁴. Indagini condotte su campioni più ampi attraverso questionari forniscono alcune indicazioni circa la prassi adottata dalle aziende britanniche in relazione agli incontri privati²⁸⁵: essi vengono reputati dalle aziende come il principale veicolo di comunicazione finanziaria e tale opinione è confermata dal notevole incremento che hanno conosciuto nell'ultimo decennio²⁸⁶; i contenuti trattati riguardano principalmente la spiegazione dei recenti risultati in relazione all'andamento economico generale, il processo di creazione di valore per gli azionisti e informazioni relative alla prospettive future riguardanti la strategia aziendale nel breve e nel lungo termine e la spiegazione dei principali nuovi progetti e il loro grado di sviluppo.

Un'ampia indagine condotta nel 2002²⁸⁷ ha confermato la rilevanza di tale veicolo anche con riferimento al contesto europeo, per cui gli incontri sono più frequenti rispetto alla prassi britannica²⁸⁸, mentre i principali temi trattati riflettono sostanzialmente quelli appena citati per il contesto anglosassone.

Un'altra occasione di comunicazione in compresenza fisica è costituita dalle visite organizzate dall'azienda ai propri stabilimenti produttivi²⁸⁹ a beneficio di analisti e investitori istituzionali, finalizzate a migliorare la loro comprensione del *business* e delle attività svolte dall'azienda: nel corso di tali incontri per esempio possono essere presentati membri del management, nuovi prodotti e così via. Tale forma di comunicazione può essere intesa come una sorta di metacomunicazione finanziaria, dal momento che non informa direttamente sulla *performance* aziendale, ma fornisce ai destinatari le conoscenze necessarie per comprendere e interpretare meglio i risultati e le

²⁸⁴ HOLLAND J., *Corporate communications with institutional shareholders: private disclosures and financial reporting*, op. cit.; HOLLAND J., *Private disclosure and financial reporting*, op. cit.; MARSTON C., *Investor relations meetings: Views of companies, institutional investors and analysts*, op. cit.

²⁸⁵ MARSTON C., *Company communications with analysts and fund managers. A study of the investor relations activities of large UK quoted companies*, op. cit.; MARSTON C., *Investor relations meetings: evidence from the top 500 UK companies*, op. cit.

²⁸⁶ Sono infatti passati da una media annua di 25 incontri per azienda nel 1991 a una media di 77 nel 2002.

²⁸⁷ MARSTON C., *A survey of European investor relations*, op. cit.

²⁸⁸ Per le aziende europee è stata infatti osservata una media di 111,6 incontri annui per azienda, superiore alla media britannica di 77.

²⁸⁹ L'organizzazione di tali eventi è ovviamente collegata alla natura del settore in cui opera l'azienda e riguarda essenzialmente le società manifatturiere.

prospettive della società, contribuendo a migliorare i loro processi di decodifica della comunicazione finanziaria propriamente detta.

I contatti diretti tra l'azienda e gli investitori possono poi avvenire attraverso telefono e posta elettronica per comunicazioni di vario genere generalmente derivanti dalla richiesta di chiarimenti e informazioni specifiche da parte degli interlocutori aziendali. Tali forme di comunicazione rientrano anch'esse nell'informativa privata e sono caratterizzate da un'estrema focalizzazione in termini di contenuto informativo; la loro frequenza e la loro capacità di soddisfare le esigenze informative specifiche degli investitori le rendono particolarmente rilevanti per la comunicazione finanziaria²⁹⁰.

I contatti attraverso la posta elettronica possono inoltre nascere non dalle domande e dalle richieste degli investitori, bensì dall'invio da parte dell'azienda di aggiornamenti a coloro che ne fanno richiesta circa la situazione aziendale ed eventi di interesse (es. l'uscita del calendario finanziario, le presentazioni alla comunità finanziaria ecc.) attraverso *newsletter* e *alert*. Tali strumenti, oltre a veicolare informazioni sull'azienda (soprattutto nel caso delle *newsletter*), sono finalizzate a mantenere viva l'attenzione del mercato sulla società, attraverso comunicazioni che arricchiscono il quadro per interpretare le informazioni già disponibili e/o aiutano i destinatari delle comunicazioni nel reperimento dei dati desiderati.

Il principale veicolo relativo al canale internet è infine rappresentato dal sito *web*, e in particolare dalla sezione di IR del sito aziendale, che nell'ultimo decennio è stato oggetto di un crescente e notevole utilizzo per la comunicazione finanziaria da parte delle aziende quotate²⁹¹. Tale veicolo è utilizzato per molteplici finalità:

- per comunicare informazioni introduttive sull'azienda e sulla sua attività a coloro che iniziano a conoscerla attraverso la navigazione del sito;
- per mettere tempestivamente a disposizione del pubblico, in una sorta di archivio elettronico, i principali documenti finanziari e i materiali relativi alle altre comunicazioni con il mercato, quali comunicati stampa e presentazioni alla comunità finanziaria (diffuse via *webcast* o disponibili in differita in diversi formati);

²⁹⁰ MARSTON C., *A survey of European investor relations*, op. cit.; MARSTON C., *Investor relations meetings: evidence from the top 500 UK companies*, op. cit.

²⁹¹ Per i risultati delle principali ricerche, si rinvia a quanto precedentemente esposto in questo paragrafo a proposito del canale internet.

- per migliorare i flussi informativi con il mercato attraverso la registrazione per ricevere *newsletter* e *alert*;
- per fornire agli investitori le coordinate per contattare direttamente l'azienda tramite telefono e posta elettronica.

Le potenzialità nell'utilizzo di tale veicolo riflettono sostanzialmente le considerazioni già richiamate a proposito dell'utilizzo del canale internet, appare opportuno ricordare soltanto che per sfruttarle appieno il sito *web* deve essere dotato non soltanto di un ampio contenuto informativo, ma anche di funzionalità e strumenti idonei, volti a garantire sia l'affidabilità e la sicurezza delle informazioni pubblicate, sia l'accessibilità e la facilità di navigazione²⁹².

In seguito a una prima evoluzione dei siti aziendali, fondata essenzialmente sulla pubblicazione di un ampio numero di documenti e informazioni e sullo sfruttamento delle potenzialità tecniche dello strumento, la tendenza attuale è focalizzata meno sulla funzione di archivio del sito di IR e più sulla progettazione di siti in grado di fornire una presentazione completa dell'azienda, relativa ad aspetti economico-finanziari, ma anche strategici e operativi, e di interessare i visitatori all'azienda trattenendoli sul sito attraverso strumenti interattivi per l'elaborazione delle informazioni²⁹³.

2.8 Il subsistema dei destinatari

Il subsistema dei destinatari è costituito da elementi strettamente collegati tra loro, che comprendono i destinatari della comunicazione, il processo di decodifica con cui assegnano un significato al messaggio trasmesso dall'azienda e il *feedback*, ossia il flusso informativo di ritorno proveniente dal mercato che l'azienda è in grado di conoscere.

I destinatari della comunicazione, sinteticamente identificati come investitori attuali e potenziali, comprendono in realtà differenti categorie di soggetti che possono essere sintetizzate in:

²⁹² Tra gli strumenti per migliorare la navigabilità del sito web si segnalano a titolo esemplificativo la mappa del sito, la presenza di motori di ricerca interni, i cosiddetti percorsi "a briciole di pane", gli avvisi di uscita dal sito quando vengono attivati *link* esterni ecc.

²⁹³ Tale tendenza si riflette nel ridisegno di siti volti a far sperimentare ai visitatori un'esperienza, per cui i siti *web* vengono riprogettati in modo differenziarsi tra loro adottando una veste grafica meno neutrale e più in linea con l'immagine aziendale, spesso richiamando elementi caratteristici dei *brand*.

- investitori istituzionali;
- investitori *retail*;
- analisti finanziari;
- stampa specializzata;
- intermediari informativi misti;
- altri soggetti, quali gli enti regolatori, le autorità di controllo e i *mass media*.

Tali categorie sono caratterizzate da differenti competenze finanziarie (e di conseguenza capacità di decodifica) e da diverse strategie di investimento in relazione alle finalità perseguite e all'orizzonte temporale preso a riferimento, che condizionano le loro esigenze informative nei confronti dell'azienda.

Gli investitori istituzionali comprendono investitori professionali provenienti da istituzioni finanziarie quali fondi comuni d'investimento, società assicuratrici, fondi pensione e le società di gestione patrimoniale, che ricercano un contatto diretto e un flusso informativo regolare con le aziende in cui investono.

La categoria degli investitori *retail*, composta da soggetti privati che hanno investito (o stanno valutando se investire) nell'azienda, rappresenta un insieme estremamente eterogeneo di individui sia per tipologia di canale utilizzato (es. canali tradizionali, trading on line) sia per le fonti informative utilizzate (es. consigli della propria banca, autonoma ricerca di informazioni provenienti dall'azienda e da terze parti).

Gli altri soggetti destinatari della comunicazione finanziaria (analisti, intermediari, stampa specializzata e *mass media*) sono interessati ai dati comunicati dall'azienda non per prendere direttamente decisioni di investimento, ma per la loro attività di intermediari informativi. Tra questi, vengono definiti intermediari informativi puri²⁹⁴ gli intermediari che basano la loro attività sulla produzione e vendita a terzi di informazioni circa gli andamenti di società quotate, come avviene nel caso della stampa specializzata, dei *mass media* e degli analisti finanziari, mentre sono denominati intermediari informativi misti i soggetti il cui *core business* è rappresentato da servizi di intermediazione agli scambi dei titoli.

Per quanto riguarda la prima classe, appare opportuno precisare che gli analisti finanziari possono essere distinti in due gruppi: gli analisti *sell-side*, che lavorano per società di intermediazione finanziaria e pubblicano relazioni sulle aziende al fine di stimolare gli scambi sul titolo, così da generare commissioni per la propria società, e gli

²⁹⁴ CORVI E., *Comunicazione d'impresa e investor relation*, Egea, Milano, 2000.

analisti *buy-side*, che sono impiegati presso grandi investitori istituzionali, per cui svolgono ricerche sulle aziende oggetto di investimenti attuali e potenziali²⁹⁵.

La classe degli intermediari informativi misti è invece costituita da mediatori puri (*broker*), negoziatori in proprio e per conto terzi (*dealer*) e negoziatori specializzati su particolari titoli o tipologie (*market maker*)²⁹⁶.

Il ruolo degli intermediari informativi nella comunicazione finanziaria è particolarmente rilevante²⁹⁷ dal momento che essi, dopo aver ricevuto i messaggi inviati dall'azienda, rielaborano i dati a loro disposizione per poi emettere a loro volta comunicazione derivata o secondaria²⁹⁸ diretta agli investitori e agli altri operatori del mercato, che svolge una funzione essenziale per almeno tre ordini di motivi. In primo luogo, riduce la complessità di interpretazione dei dati per gli investitori dotati di minori competenze tecniche, riducendo la massa di dati da elaborare e presentandoli in messaggi facilmente comprensibili: si pensi alle relazioni degli analisti che, oltre a fornire un'analisi puntuale della situazione e delle prospettive aziendali, possono essere lette concentrandosi semplicemente sulla raccomandazione (*buy, hold, sell*) e sul *target price* indicato dall'analista. La comunicazione secondaria, inoltre, può essere segmentata in relazione alle caratteristiche degli investitori (es. grado di avversione al rischio, orizzonte temporale dell'investimento) per fornire informazioni adeguate alle esigenze specifiche dei singoli destinatari. In terzo luogo, le informazioni diffuse dagli intermediari informativi prendono in considerazione non soltanto l'informativa primaria

²⁹⁵ Gli analisti *sell-side* sono generalmente specializzati su un numero inferiore di aziende e settori rispetto agli analisti del *buy-side* e le loro relazioni sono consultate anche da investitori privati e istituzionali.

²⁹⁶ CORIGLIANO R., *L'intermediazione finanziaria. Strutture, funzioni, controlli*, Bonomia University Press, Bologna, 2002.

²⁹⁷ Per i risultati degli studi relativi al contenuto informativo delle relazioni degli analisti si vedano: GIVOLY D. – LAKONISHOK J., *The information content of financial analysts' forecasts of earnings*, Journal of Accounting and Economics, vol. 1, 1979, pp. 165-185; FRIED D. – GIVOLY D., *Financial analysts' forecasts of earnings. A better surrogate for market expectations*, Journal of Accounting and Economics, vol. 4, 1982, pp. 85-107; BROWN L.D. – RICHARDSON G.D. – SCHWAGER S.J., *An information interpretation of financial analyst superiority in forecasting earnings*, Journal of Accounting Research, vol. 25, n. 1, 1987, pp. 49-67; LYS T. – SOHN SUNGKYU, *The association between revisions of financial analysts' earnings forecasts and security-price changes*, Journal of Accounting and Economics, vol. 13, 1990, pp. 341-363; FRANCIS J. – SOFFER L., *The relative informativeness of analysts' stock recommendations and earnings forecast revisions*, Journal of Accounting Research, vol. 35, n. 2, 1997, pp. 193-211; FRANKEL R. – KOTHARI S.P. – WEBER J., *Determinants of the informativeness of analyst research*, Journal of Accounting and Economics, vol. 41, 2006, pp. 29-54.

²⁹⁸ DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, op. cit.

emessa dall'azienda, ma anche dati sul settore e sulle alternative di impiego dei capitali, fornendo agli investitori messaggi sintetici relativi a un ampio spettro di informazioni.

Considerando l'insieme dei destinatari, i soggetti professionali sono evidentemente caratterizzati da una maggiore cultura finanziaria e da maggiori possibilità di contatto diretto con l'azienda rispetto agli altri destinatari, come è possibile evincere dalle pur sintetiche considerazioni esposte a proposito dei canali utilizzati per la comunicazione finanziaria (si pensi per esempio alle presentazioni e agli incontri privati con il top management), tuttavia, presentano rilevanti differenze circa le esigenze informative nei confronti dell'azienda. Gli analisti finanziari²⁹⁹ *sell-side*, infatti, hanno una prospettiva orientata al breve termine e sono maggiormente interessati a dati dettagliati di natura operativa e finanziaria da utilizzare nelle proprie elaborazioni, mentre gli investitori istituzionali³⁰⁰ sono generalmente caratterizzati da un approccio strategico e la loro domanda informativa riguarda piuttosto la comprensione del *business* e delle prospettive aziendali in un orizzonte temporale più ampio³⁰¹.

La domanda informativa espressa dai destinatari della comunicazione finanziaria è stata oggetto di interesse sia da parte della comunità accademica e sia da parte del mondo professionale, come testimoniano ricerche e indagini rivolte ad analizzare tale domanda per migliorare il processo di comunicazione finanziaria. Tra queste un importante contributo è rappresentato dallo studio³⁰² condotto presso le aziende emittenti e i destinatari della comunicazione impiegati in società di investimento, banche e società di analisi finanziaria dalla commissione speciale (Jenkins committee) nominata dall'Aicpa (American Institute of Certified Public Accountants) allo scopo di

²⁹⁹ Per un'efficace sintesi delle principali ricerche condotte sugli analisti finanziari, si veda SCHIPPER K., *Analysts' forecasts*, op. cit..

³⁰⁰ Per approfondimenti circa le caratteristiche e le strategie d'investimento degli investitori istituzionali, si vedano O'BRIEN P.C. – BHUSHAN R., *Analyst following and institutional ownership*, Journal of Accounting Research, vol. 28, supplement, 1990, pp. 55-76; FALKENSTEIN E.G., *Preferences for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holdings*, Journal of Finance, vol. 51, n. 1, 1996, pp. 111-135; SIAS R.W., *Volatility and the institutional investor*, Financial Analysts Journal, vol. 52, n. 2, 1998, pp. 13-20; BUSHEE B.J., *The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior*, The Accounting Review, vol. 73, n. 3, 1998, pp. 305-333; BUSHEE B.J., *Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value?*, Contemporary Accounting Research, vol. 18, n. 2, 2001, pp. 207-246; GOMPERS P. – METRICK A., *Institutional investors and equity prices*, Quarterly Journal of Economics, vol. 116, n. 1, 2001, pp. 229-259.

³⁰¹ MARSTON C., *Investor relations meetings: Views of companies, institutional investors and analysts*, op. cit.; MARSTON C., *Investor relations meetings: evidence from the top 500 UK companies*, op. cit.

³⁰² AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (AICPA), *Improving business reporting - A customer focus: A comprehensive report of the special committee on financial reporting*, op. cit. L'intera indagine è disponibile sul sito www.aicpa.org.

formulare proposte per migliorare l'informativa di bilancio. Le interviste evidenziano diversi profili su cui le aziende dovrebbero concentrarsi per migliorare la capacità informativa dei bilanci, da cui deriva la proposta della commissione di un modello di *reporting* articolato su cinque categorie di informazioni risultate di particolare interesse per gli interlocutori aziendali:

1. informazioni analitiche di carattere finanziario e tecnico-fisico sui risultati ottenuti dall'azienda con riferimento a specifiche aree gestionali (es. innovazione, produzione ecc.);
2. analisi del management circa tali informazioni, comprendente spiegazioni e commenti sulle variazioni dei valori finanziari e non finanziari e l'identificazione delle principali tendenze e dei loro effetti;
3. informazioni prospettiche, relative alle opportunità e ai rischi, ai piani del management e ai fattori di successo e alla comparazione tra i risultati ottenuti e le informazioni previsionali precedentemente comunicate;
4. informazioni sui vertici aziendali e sui principali azionisti, con particolare riferimento alle transazioni e ai rapporti con parti correlate;
5. informazioni sull'azienda concernenti gli obiettivi, le strategie, la descrizione della sua attività e l'impatto della struttura del settore sulle sue *performance*.

Un'altra interessante ricerca³⁰³ condotta attraverso interviste su un campione di dirigenti aziendali, analisti finanziari e gestori nel contesto statunitense ha osservato che nelle opinioni di tali soggetti il miglioramento della comunicazione finanziaria non dovrebbe passare per un incremento degli obblighi informativi, quanto piuttosto attraverso il potenziamento di tre profili. In primo luogo, le aziende dovrebbero riconsiderare il ruolo delle IR, sia incrementando il numero di manager con cui possono dialogare gli investitori e gli analisti, sia intervenendo sugli uffici dedicati a tali attività, attraverso un innalzamento gerarchico gli uffici dedicati, una migliore formazione, conoscenza della strategia e una maggiore autorità nella comunicazione di informazioni. In secondo luogo, le aziende, in particolare quelle con prospettive di crescita, dovrebbero aumentare la comunicazione di informazioni non finanziarie (es. sulla soddisfazione dei clienti, lo sviluppo di nuovi prodotti), che sono già utilizzate internamente, ma sono di estremo interesse anche per gli investitori e gli analisti. Infine, in considerazione dal crescente numero di individui impegnati nel processo, la

³⁰³ ECCLES R.G. – MAVRINAC S.C., *Improving the corporate disclosure process*, op. cit.

comunicazione finanziaria dovrebbe essere oggetto di esplicite strategie e specifiche politiche di comunicazione per la gestione e il controllo della *disclosure*, che dovrebbero prendere le mosse da un'attenta analisi dei punti di debolezza della comunicazione aziendale e delle esigenze informative dei loro interlocutori.

I risultati delle suddette ricerche e degli altri studi condotti su questo tema³⁰⁴, che si differenziano per il metodo e le finalità d'indagine oltre che per lo specifico oggetto conoscitivo, consentono tuttavia di individuare alcuni caratteri delle informazioni ritenuti dagli investitori particolarmente rilevanti³⁰⁵, relativi principalmente all'affidabilità, alla comparabilità e alla tempestività. Per quanto concerne il contenuto del messaggio, gli investitori richiedono dati riguardanti le classiche grandezze finanziarie, l'ambiente competitivo in cui opera l'azienda e i dati tecnico-fisici sulle *performance* operative, e mostrano un particolare interesse sia per le informazioni prospettiche sia per i dati disaggregati, che presentano i risultati parziali della gestione aziendale.

Come emerge dagli studi citati, la domanda informativa espressa dal mercato non concerne soltanto le tipologie informative oggetto della disclosure, ma anche attributi delle informazioni tali da facilitare il processo di decodifica del messaggio trasmesso, che presenta difficoltà in particolare per gli investitori privati, tendenzialmente caratterizzati da minori competenze finanziarie rispetto agli operatori professionali. Tale processo può essere semplificato dall'azienda con opportuni accorgimenti in sede di codifica oppure attraverso comunicazioni successive volte a chiarire il significato del messaggio³⁰⁶. Nella codifica l'azienda può infatti utilizzare, a seconda del veicolo della comunicazione, particolari strumenti volti a migliorarne la

³⁰⁴ BAKER K.H. – HASLEM J.A., *Information needs of individual investors*, Journal of Accountancy, vol. 136, n. 5, 1973, pp. 64-69; ECCLES R.G. – LUPONE L., "Alla ricerca del valore: il divario informativo tra società e mercato. Il caso italiano", in Guatri L. – Eccles R.G., *Informazione e valore. Il caso italiano*, Egea, Milano, 1998; MARSTON C., *Investor relations meetings: Views of companies, institutional investors and analysts*, op. cit.; WEETMAN P. – BEATTIE A., *Corporate communications: views of institutional investors and lenders*, ICAS Edinburgh, 1999; BEATTIE V. – PRATT K., *Voluntary annual report disclosures: what users want*, ICAS, Edinburgh, 2002.

³⁰⁵ QUAGLI A., *La domanda di informazioni economico-finanziarie nei mercati mobiliari: analisi degli studi empirici e spunti per un modello interpretativo*, Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 4, 2002, pp. 655-697.

³⁰⁶ GIBBINS M. – RICHARDSON A. – WATERHOUSE J., *The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes*, op. cit.

fruibilità e la comprensione, predisponendo per esempio glossari per i termini tecnici da inserire in bilancio e funzionalità volte a migliorare la navigazione del sito *web*³⁰⁷.

Il significato della comunicazione può inoltre essere chiarito e approfondito quando i destinatari della comunicazione inviano all'azienda un *feedback* in cui richiedono spiegazioni e informazioni di dettaglio circa il messaggio ricevuto. L'interazione con il management è ricercata fortemente dagli operatori del mercato al fine di migliorare la comprensione dei dati già comunicati e di acquisire informazioni aggiuntive rispetto a quelle disponibili pubblicamente, sfruttando i propri contatti aziendali³⁰⁸. In particolare, appare opportuno sottolineare che il secondo profilo ha per oggetto sia la ricerca di informazioni aggiuntive rispetto a quelle già conosciute dal mercato sia la richiesta da parte degli analisti di fornire un commento (ed eventualmente dei suggerimenti) circa le proprie previsioni prima della loro pubblicazione, e rappresenta un livello non ufficiale della comunicazione, riscontrato nella prassi anche se difficilmente compatibile con il principio di parità di accesso all'informazione³⁰⁹.

Più in generale, il *feedback* comprende sia le richieste informative rivolte all'azienda da analisti e investitori, sia i flussi informativi di ritorno in cui tali soggetti comunicano all'azienda nuove informazioni circa le tendenze del settore e/o i concorrenti e riveste un'estrema importanza per la società in entrambe le situazioni³¹⁰. Nel primo caso, infatti, il *feedback* evidenzia le esigenze informative dei destinatari e la presenza di eventuali lacune o punti di debolezza nella comunicazione finanziaria aziendale, permettendo all'azienda di formulare una valutazione in merito³¹¹ e di migliorare attraverso un processo di apprendimento la propria comunicazione al

³⁰⁷ Con riferimento a tali strumenti, si rinvia alle considerazioni già esposte nei paragrafi 2.4, 2.6 e 2.7.

³⁰⁸ QUAGLI A., *La domanda di informazioni economico-finanziarie nei mercati mobiliari: analisi degli studi empirici e spunti per un modello interpretativo*, op. cit.

³⁰⁹ FORUM.REF, *Guida per l'informazione al mercato*, disponibile sul sito www.borsaitaliana.it, 2002.

³¹⁰ La rilevanza del *feedback* per l'azienda è confermata dalla prassi diffusa di tenere traccia (attraverso appunti o altri tipi di registrazione) delle presentazioni e degli incontri privati con analisti e investitori, che riguarda una grande maggioranza delle principali società quotate europee e britanniche. A tal proposito si vedano MARSTON C., *A survey of European investor relations*, op. cit. e MARSTON C., *Investor relations meetings: evidence from the top 500 UK companies*, op. cit.

³¹¹ Tale aspetto è assai importante, dal momento che gli effetti della comunicazione finanziaria possono essere difficilmente isolati, rendendo così difficile la valutazione del processo. A tal proposito, si veda PORAK V., *Controlling investor relations*, paper presentato al 28th EAA Annual Congress, Goteborg, 18-20 maggio 2005.

mercato³¹². Nel secondo caso, il flusso di ritorno proviene essenzialmente dagli operatori professionisti ed è chiaramente di elevato interesse per l'azienda, che acquisisce informazioni utili per le proprie decisioni strategiche da soggetti qualificati che hanno una profonda conoscenza del settore e contatti privilegiati con i diretti concorrenti.

³¹² HOLLAND J., *A grounded theory of corporate disclosure*, op. cit; HOLLAND J., *A model of corporate financial communications*, op. cit.

CAPITOLO 3

ASPETTI METODOLOGICI

3.1 L'oggetto di analisi

La comunicazione finanziaria è stata presentata nel precedente capitolo come un sistema composto da differenti elementi che presentano forti collegamenti e interagiscono fra loro, condizionando l'efficacia della comunicazione e gli effetti che questa può comportare sul mercato dei capitali.

Ciascuno di questi elementi è a sua volta caratterizzato da molteplici attributi e da una notevole complessità interna, tale da indurre molti studiosi a focalizzare le proprie ricerche su elementi specifici, concentrandosi sulle determinanti e sulle conseguenze relative alla diffusione di messaggi della stessa natura o alla comunicazione effettuata attraverso determinati veicoli (per esempio, il bilancio o il sito web aziendale). Un altro filone della letteratura sulla *disclosure* e sulle IR, come già evidenziato, affronta il tema con una prospettiva più ampia, che abbraccia più elementi fino a descrivere e analizzare l'intero processo di comunicazione finanziaria³¹³.

Se tali approcci appaiono entrambi di interesse rispetto alla ricerca accademica, la letteratura è concorde nell'affermare la necessità per le aziende di predisporre e adottare una strategia di comunicazione finanziaria³¹⁴, che deve evidentemente comprendere i diversi elementi del processo oltre a presentare un forte collegamento con la strategia di medio – lungo periodo ; in altri termini, nella prospettiva aziendale è essenziale che la comunicazione finanziaria sia percepita (e di conseguenza gestita) come un sistema, composto da differenti elementi, ma unitario.

In questo senso, il rischio non è costituito soltanto da una gestione caratterizzata da un orizzonte temporale di breve termine, prevalentemente reattiva agli eventi esterni,

³¹³ Per approfondimenti circa i due diversi approcci si rinvia al capitolo 2.

³¹⁴ Si vedano a tale riguardo: GIBBINS M. – RICHARDSON A. – WATERHOUSE J., *The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes*, op. cit.; CODA V., *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, op. cit.; LEV B., *Information disclosure strategy*, op. cit.; HEALY P.M. – PALEPU K.J., *The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices*, op. cit.; ECCLES R.G. – MAVRINAC S.C., *Improving the corporate disclosure process*, op. cit.; MARSTON C., *The organization of the investor relations functions by large UK quoted companies*, op. cit.; QUAGLI A., *Comunicare il futuro*, op. cit.; HOLLAND J., *A model of corporate financial communications*, op. cit.; MARSTON C., *Investor relations meetings: evidence from the top 500 UK companies*, op. cit.

ma anche dalla possibilità che i messaggi trasmessi attraverso veicoli differenti siano scarsamente coerenti tra loro, rendendo così più complesso il processo di decodifica da parte degli investitori, e di conseguenza meno efficace la comunicazione finanziaria. Questa eventualità riguarda il profilo della fonte del messaggio, e in particolare la struttura interna all'azienda che si occupa della comunicazione con gli investitori: in aziende organizzate per funzioni, per esempio, qualora la preparazione di documenti finanziari o più in generale di veicoli di comunicazione differenti sia affidata a uffici diversi, è necessario un notevole coordinamento affinché la *disclosure* sia completa e l'atteggiamento aziendale nei confronti degli investitori sia coerente attraverso i diversi canali. La comunicazione finanziaria può infatti essere migliorata attraverso una ristrutturazione del sito web volta al potenziamento dell'interattività; tuttavia, se questo intervento rappresenta un'iniziativa isolata in un'azienda in cui i contatti diretti con i responsabili della funzione IR sono difficoltosi e non consentono lo sviluppo di un dialogo con gli analisti finanziari, la comunicazione non può in ogni caso essere considerata efficace.

Una visione unitaria del sistema di comunicazione finanziaria, infatti, non è funzionale soltanto alla predisposizione di una strategia relativa alla *disclosure*, ma rappresenta anche un punto essenziale per l'interpretazione e la comprensione delle reazioni del mercato alle informazioni divulgate e per la valutazione interna dell'efficacia della comunicazione finanziaria.

Tali considerazioni sono alla base della domanda di ricerca che il presente lavoro intende affrontare: *come è percepita (e di conseguenza gestita) la comunicazione finanziaria in azienda, come un processo unitario che necessita di coordinamento e di un approccio strategico, oppure come un'insieme di attività differenti che devono essere svolte singolarmente in maniera efficiente?*

A questa domanda non si intende rispondere con uno studio di carattere cognitivo, che pur sarebbe di estremo interesse, bensì attraverso un progetto di ricerca volto a evidenziare come si configura in termini concreti la politica di comunicazione finanziaria nelle aziende, con particolare riguardo alle attività di preparazione e alle caratteristiche dei messaggi trasmessi attraverso veicoli differenti.

In questa prospettiva, la domanda di ricerca può essere riformulata come segue: *come vengono preparati in azienda i diversi documenti destinati agli investitori e i differenti contatti con la comunità finanziaria?*

Il presente lavoro intende affrontare questa domanda focalizzandosi sui documenti e sugli altri veicoli utilizzati dall'azienda nel dialogo con gli investitori (sezione IR del sito *web*, presentazioni agli analisti, incontri *one-to-one*, ecc.), prendendo in considerazione tutti i veicoli adottati nel processo di comunicazione finanziaria, concepito come un processo bidirezionale, multiveicolo e multicanale.

A tal fine, è stata condotta un'analisi empirica attraverso il metodo dei casi, volta ad approfondire i processi con cui l'azienda prepara e diffonde le informazioni destinate agli investitori per valutare se il sistema della comunicazione finanziaria è oggetto di una strategia aziendale unitaria e di specifiche attività di coordinamento. Con riferimento a ogni veicolo di comunicazione, tale analisi si concentra in particolare su:

- il subsistema aziendale, con riguardo ai soggetti coinvolti nella comunicazione finanziaria (fonte) e alle attività di preparazione del messaggio (codifica);
- il subsistema del messaggio, con particolare riferimento alle principali caratteristiche del messaggio e ai canali utilizzati per la trasmissione delle informazioni.

Per cogliere la prospettiva dell'azienda nel processo di comunicazione finanziaria, il subsistema aziendale rappresenta senza dubbio un elemento essenziale che, come già evidenziato, è ancora poco analizzato dagli studi sulla *disclosure*. Il subsistema del messaggio è quindi analizzato con una duplice finalità: da un lato le caratteristiche del canale utilizzato e del messaggio trasmesso con diversi veicoli sono di interesse per valutare l'unitarietà del processo di comunicazione in azienda, dall'altro esse forniscono degli elementi utili per identificare i principali destinatari a cui l'azienda intende rivolgersi.

3.2 Il metodo dei casi

3.2.1 Lo studio di casi come strategia di ricerca

Negli anni passati – e in parte ancora oggi – molti studiosi hanno considerato lo studio dei casi³¹⁵ come una strategia di ricerca poco desiderabile, in quanto soggetta a

³¹⁵ Circa la terminologia relativa allo studio dei casi, l'utilizzo della lingua italiana può comportare un certo grado di ambiguità dal momento che con la parola "casi" vengono spesso tradotti indifferentemente

numerose limitazioni e criticità sia sotto il profilo metodologico sia con riferimento alla possibilità di ottenere risultati significativi. Ai casi veniva infatti associato uno scarso rigore metodologico, inoltre molti ritenevano che la ricerca condotta attraverso i casi richiedesse l'impiego di tempi eccessivamente lunghi, conducendo alla redazione di documenti troppo voluminosi e di difficile lettura, ed esistevano delle perplessità sul fatto che i risultati di tali studi potessero condurre a generalizzazioni dotate di valore scientifico.

Nonostante lo stereotipo diffuso di strategia di ricerca debole, i casi sono stati adottati in molteplici ricerche nell'ambito delle scienze sociali e negli ultimi decenni sono stati oggetto di numerosi contributi che ne hanno approfondito gli aspetti metodologici, analizzando le principali critiche rivolte a questa strategia di ricerca e mettendone in luce le potenzialità³¹⁶.

In primo luogo, per quanto riguarda le perplessità espresse circa il rigore metodologico degli studi condotti per casi, appare evidente che tale problema non è una criticità circoscritta a un metodo specifico e può interessare diversi metodi di ricerca. Questa difficoltà è stata probabilmente più rilevante per i ricercatori che adottano il metodo dei casi per via del ridotto numero di testi metodologici dedicati ai casi in maniera specifica. Inoltre, l'impressione che i casi siano per loro natura poco rigorosi può talvolta derivare da un certo grado di confusione tra i casi condotti per finalità di ricerca e i casi realizzati per fini didattici, in cui il materiale può essere volutamente organizzato e modificato per evidenziare con maggior efficacia alcuni aspetti di interesse.

Anche le critiche relative a tempi e documenti prodotti derivano dall'osservazione dei punti di debolezza di ricerche condotte attraverso lo studio di casi,

i due differenti concetti di *case* e *case study*, che corrispondono rispettivamente al singolo caso e allo studio di uno o più casi.

In particolare, il caso rappresenta un'unità di attività umana immersa nel mondo reale, che esiste in relazione a un ambito spaziale e temporale e può essere studiata e compresa solo nel suo contesto, dal momento che i confini tra questo e il fenomeno sono assai complessi da definire. Lo studio di un caso è invece una indagine relativa a una *research question* (che in principio può essere definita anche a grandi linee) che utilizza differenti tipologie di dati, che devono essere analizzati congiuntamente per rispondere agli obiettivi della ricerca.

Per approfondimenti, si veda: GILLHAM B., *Case study research method*, Continuum, London, 2000.

³¹⁶ EISENHARDT K.M., *Building theories from case study research*, Academy of Management Review, vol. 14, n. 4, 1989, pp. 532-550; SMITH C., *The case study: A vital yet misunderstood research method for management*, working paper SWP 4/89, Cranfield School of Management, 1989; STAKE R.E., *The art of case study research*, Sage, London, 1995; JENSEN J.L. – RODGERS R., *Cumulating the intellectual gold of case study research*, Public Administration Review, vol. 61, n. 2, 2001, pp. 235-246; REMENYI D. - MONEY A. - PRICE D. - BANNISTER F., *The creation of knowledge through case study research*, Irish Journal of Management, vol. 23, n.2, 2002, pp. 1-17; YIN R.K., *Case study research. Design and methods*, Sage, Thousand Oaks, 2003.

i quali tuttavia non sono insiti nel metodo stesso. Infatti, i lunghi periodi di tempo in cui sono state condotte alcune ricerche non derivano dalla scelta del metodo dei casi, bensì dai metodi utilizzati per la raccolta dei dati (per esempio, l'osservazione diretta dei soggetti che partecipano a un determinato processo). Parimenti, il metodo dei casi non prevede necessariamente la scrittura di documenti troppo lunghi e difficilmente leggibili, per quanto questo sia stato il prodotto di alcune ricerche che hanno adottato tale metodo.

Per quanto riguarda la possibilità di generalizzare i risultati di studi effettuati con casi, gli Autori che hanno approfondito l'aspetto metodologico dello studio per casi argomentano che un singolo caso, così come un singolo esperimento, non consente di generalizzare i risultati ottenuti, ciò nondimeno questo è possibile in ricerche che analizzano i risultati derivanti da più casi. In tale prospettiva, è opportuno tuttavia sottolineare che la possibilità di generalizzare deve essere comunque intesa non in senso statistico, come enumerazione di frequenze, quanto piuttosto in senso analitico, come capacità di estendere e generalizzare teorie.

Pur ammettendo la validità del metodo, altri studiosi ordinano secondo una rigida gerarchia le diverse strategie di ricerca e ritengono che i casi dovrebbero essere utilizzati soltanto nella fase esplorativa e preliminare di una ricerca³¹⁷. Al contrario, gli studiosi favorevoli all'utilizzo del metodo dei casi³¹⁸ ritengono che ciascuna strategia di ricerca possa essere utilizzata in chiave esplorativa, descrittiva o esplicativa e che la scelta del metodo da adottare debba piuttosto fondarsi sulla considerazione congiunta delle seguenti condizioni:

1. il tipo di *research question*;
2. il grado di controllo sugli eventi da parte del ricercatore;
3. la contemporaneità degli eventi rispetto alla ricerca.

Innanzitutto, è necessario identificare il tipo di *research question* a cui la ricerca si propone di rispondere secondo una semplice classificazione che distingue le domande di tipo “chi”, “cosa”, “dove”, “quanto”, “quanti”, “come” e “perché”. In particolare, i casi sono appropriati negli studi con *research question* del tipo “come” e “perché”, dal momento che la risposta a tali domande non può basarsi su pure frequenze statistiche, comportando invece la necessità di monitorare le relazioni nel tempo. L'analisi di un

³¹⁷ SHAVELSON R. - TOWNES L. (a cura di), *Scientific research in education*, National Academy Press, Washington DC, 2002.

³¹⁸ YIN R.K., *Case study research. Design and methods*, op. cit.

caso aziendale, per esempio, non appare appropriata per indagare con quale intensità (“quanto”) l’informativa obbligatoria sia in grado di influenzare la misura e la qualità della comunicazione derivata, tuttavia sembra di estremo interesse per lo studio delle modalità di svolgimento e delle motivazioni relative al processo di comunicazione finanziaria.

In secondo luogo, bisogna determinare se il ricercatore abbia o meno la possibilità di esercitare il proprio controllo sugli eventi e se questi siano contemporanei o precedenti rispetto allo svolgimento della ricerca: rispetto a questi due fattori, i casi risultano appropriati per lo studio di fenomeni contemporanei che non possono essere influenzati da chi conduce la ricerca.

Pur ammettendo la possibilità che in alcune situazioni siano applicabili diverse strategie di ricerca e che i confini tra le stesse non siano sempre netti³¹⁹, l’utilizzo dei casi dovrebbe essere tendenzialmente preferito quando la ricerca è caratterizzata da una *research question* di tipo «come» o «perché» riguardante fenomeni contemporanei su cui il ricercatore non può esercitare il proprio controllo (si veda la *Figura 1*).

<i>Strategia</i>	<i>Forma della research question</i>	<i>Controllo sugli eventi</i>	<i>Contemporaneità degli eventi</i>
Esperimento	Come? Cosa?	Sì	Sì
Indagine	Chi, cosa? Dove? Quanto, quanti?	No	Sì
Analisi di archivio	Chi, cosa? Dove? Quanto, quanti?	No	Sì / No
Storia	Come? Perché?	No	No
Studio di casi	Come? Perché?	No	Sì

Figura 1 Il panorama delle strategie di ricerca e le condizioni rilevanti per la loro scelta
(Fonte: Yin, 2003)

Seguendo questo approccio, lo studio condotto per casi rappresenta un’indagine empirica che riguarda un fenomeno contemporaneo entro il suo contesto (specialmente

³¹⁹ Per approfondimenti circa i punti di contatto e le differenze tra lo studio dei casi e le indagini, si rinvia a: HAMILTON D., “Some contrasting assumptions about case study research and survey analysis”, in Simons H. (a cura di), *Towards a science of the singular: Essays about case study in educational research and evaluation*, Care Occasional Publications n. 10, University of East Anglia, Centre for Applied Research in Education, Norwich, 1980.

quando i confini tra fenomeno e contesto non sono chiaramente evidenti), si basa su più fonti di dati, che devono convergere in una sorta di triangolazione, e beneficia dello sviluppo preliminare di proposizioni teoriche per guidare la raccolta e l'analisi dei dati.

La scelta dei casi come strategia di ricerca nelle suddette circostanze non limita necessariamente gli obiettivi dello studio, che può essere caratterizzato da finalità esplorative, descrittive ed esplicative, come evidenziato da numerosi lavori metodologici che hanno affrontato il tema della generazione di teorie attraverso i *case study*³²⁰.

Tali contributi hanno inoltre sottolineato il carattere di iteratività associato alle ricerche condotte per casi, caratterizzate dal *systematic combining* (schematizzato in Figura 2), definito come un processo in cui il quadro di riferimento teorico, il piano empirico e l'analisi del caso evolvono simultaneamente favorendo lo sviluppo di nuove teorie, con un continuo movimento tra la dimensione teorica e quella empirica³²¹.

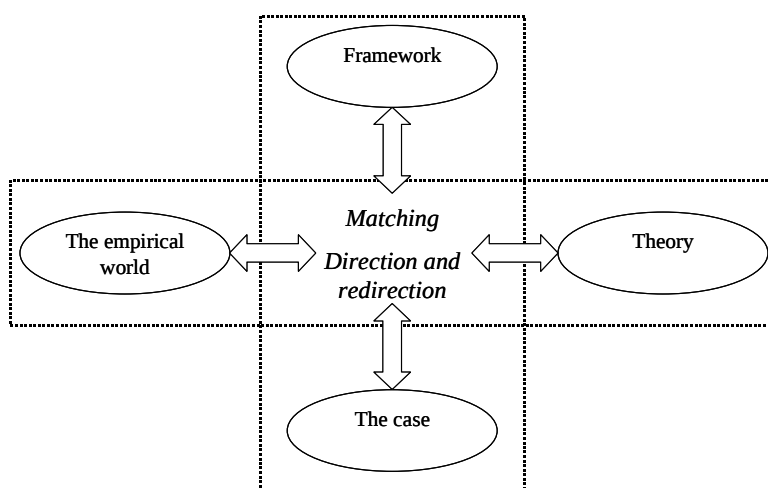


Figura 2 - L'iteratività nello studio dei casi
(Fonte: Dubois, Gadde, 2002)

Le ricerche svolte attraverso casi possono presentare caratteristiche differenti (per esempio, casi singoli o multipli, con o senza analisi di dati quantitativi), le quali tuttavia non costituiscono elementi essenziali per la definizione del metodo adottato, bensì rappresentano diverse varianti della medesima strategia di ricerca che devono essere attentamente valutate in sede di progettazione dello studio.

³²⁰ Per approfondimenti circa la possibilità di generare teorie attraverso lo studio di casi, si rinvia a: EISENHARDT K.M., *Building theories from case study research*, op. cit.; DUBOIS A. – GADDE L.E., *Systematic combining: an abductive approach to case research*, Journal of Business Research, vol. 55, n. 7, 2002, pp. 553-560.

³²¹ DUBOIS A. – GADDE L.E., *Systematic combining: an abductive approach to case research*, op. cit..

3.2.2 La progettazione di una ricerca condotta per casi

In generale, la progettazione di una ricerca è finalizzata a guidare il ricercatore nel processo di reperimento, di analisi e di interpretazione delle osservazioni e rappresenta un modello logico di prova che permette di trarre deduzioni circa le relazioni tra le variabili indagate, definendo il campo di generalizzazione laddove le interpretazioni possano essere estese a un ampio numero di individui e situazioni³²².

Nello studio di casi, le principali componenti del progetto di ricerca comprendono³²³:

1. le domande a cui è rivolto lo studio;
2. le proposizioni dello studio;
3. le unità di analisi;
4. il nesso logico tra i dati e le proposizioni;
5. i criteri per l'interpretazione dei risultati.

Il punto di partenza è costituito dalla formulazione della *research question*, che deve essere effettuata non soltanto nella sostanza, definendo il tema oggetto della ricerca in termini generali, ma anche da un punto di vista formale, esplicitando le domande a cui lo studio intende rispondere. Questo passaggio, che potrebbe apparire superfluo o prematuro, assume invece una particolare rilevanza sia per valutare l'opportunità della scelta del metodo dei casi come strategia di ricerca, che è associata a *research question* del tipo «come» e «perché», sia per orientare l'attività di ricerca a partire dalla raccolta dei dati, che riguarda numerose fonti e per questo motivo dovrebbe essere effettuata in maniera il più possibile mirata.

Il secondo elemento è rappresentato dalle proposizioni dello studio che hanno la funzione di specificare verso quali aspetti nell'ambito dell'oggetto della ricerca deve rivolgersi l'attenzione del ricercatore. Nonostante la loro estrema utilità, può avvenire che in studi con finalità esplorative le proposizioni non vengano definite, tuttavia in questi casi è necessario che gli studiosi stabiliscano chiaramente almeno l'obiettivo della ricerca.

³²² Si veda NACHMIAS D. – NACHMIAS C., *Research methods in the social sciences*, St. Martin, New York, 1992.

³²³ YIN R.K., *Case study research. Design and methods*, op. cit.

La scelta dell'unità di analisi attiene invece all'oggetto del caso, che può essere costituito da un individuo, da un'organizzazione o da un programma, solo per citare alcuni esempi. Una volta stabilita a grandi linee l'unità di analisi da adottare, questa deve essere ulteriormente specificata e limitata in termini spaziali e temporali per chiarire i "confini" dei casi, da cui deriveranno precise indicazioni circa la raccolta e l'analisi dei dati. Nella definizione dell'unità di analisi, inoltre, non deve essere trascurata l'importanza della revisione della letteratura precedente sul tema indagato, che può condurre alla scelta di condurre casi su unità simili a quelle già utilizzate in altre ricerche per favorire la comparabilità dei risultati, così come alla decisione di adottare unità di analisi del tutto differenti per osservare lo stesso fenomeno secondo una diversa prospettiva.

Il legame tra i dati e le proposizioni può essere ricercato con varie modalità, tra queste appare di particolare interesse il *pattern matching*³²⁴, che consiste nel descrivere due possibili tendenze nella disposizione dei dati così da poter verificare successivamente a quale delle due configurazioni aderiscono meglio i dati raccolti con riferimento al caso.

Questo approccio dovrebbe condurre a due schemi sufficientemente contrastanti da rendere possibile per il ricercatore associare i dati ottenuti all'una o all'altra configurazione, fornendo così elementi assai utili anche in relazione ai criteri per l'interpretazione dei risultati, per cui è estremamente difficile individuare linee guida definite.

In fase di progettazione della ricerca deve essere inoltre stabilito se lo studio debba riguardare l'analisi di un singolo caso oppure di casi multipli. Tale scelta è di estrema rilevanza sia in relazione alle risorse necessarie per lo svolgimento della ricerca, sia per la validità dei risultati e la possibilità di generalizzazione a questi associata.

La maggior parte degli Autori³²⁵ sono concordi nel ritenere preferibili gli studi di casi multipli, a meno che un caso singolo non presenti caratteristiche tali da renderlo

³²⁴ CAMPBELL D.T., *Reforms as experiments*, American Psychologist, vol. 24, n. 4, 1969, pp. 409-429.

³²⁵ EISENHARDT K.M., *Building theories from case study research*, op. cit.; EISENHARDT K.M., *Better stories and better constructs: the case for rigor and comparative logic*, Management Review, vol. 16, n. 3, 1991, pp. 620-627; YIN R.K., *Case study research. Design and methods*, op. cit. Un numero limitato di studiosi ritengono invece lo studio di casi multipli limitato, dal momento che non permette al ricercatore di cogliere la ricchezza delle variabili e del contesto al pari dei classici studi di casi singoli. Per approfondimenti si rinvia a DYER W.G., WILKINS A.L., *Better stories, not better constructs, to generate a better theory: a rejoinder to Eisenhardt*, Academy of Management Review, vol. 16, n. 3, 1991, pp. 613-619.

adeguato rispetto agli obiettivi della ricerca. Questo può verificarsi in situazioni diverse: una particolare realtà aziendale, per esempio, può rappresentare un caso critico per testare una teoria consolidata, oppure un caso estremo o unico per l'osservazione dell'oggetto di interesse. Il ricercatore può inoltre optare per lo studio di un caso singolo qualora abbia l'opportunità di osservare e analizzare un fenomeno in precedenza inaccessibile alla ricerca scientifica (caso rivelatore) oppure se intende descrivere ed esaminare le circostanze e le condizioni di situazioni ricorrenti attraverso lo studio di un caso rappresentativo o tipico. Un'ulteriore motivazione per la scelta di un singolo caso riguarda lo studio di un caso longitudinale, ossia l'analisi dello stesso caso in due o più momenti nel tempo volta a indagare l'effetto di determinati cambiamenti avvenuti in un arco temporale più ampio.

A meno che la ricerca non riguardi una di queste situazioni, lo studio di casi multipli è evidentemente preferibile per la maggiore robustezza dei risultati, nonostante sia decisamente più impegnativo sotto il profilo delle risorse e dei tempi.

A tal proposito, appare opportuno sottolineare che la ricerca attraverso casi multipli non si basa sulla logica del campionamento caratteristica degli studi quantitativi, bensì sulla logica della replicazione, analoga a quella adottata nella conduzione di esperimenti multipli. Secondo questo criterio, la scelta dei casi è improntata all'individuazione di casi caratterizzati da elementi simili, da cui il ricercatore si attende risultati simili (replicazione letterale), oppure di casi con differenze circa alcune variabili, da cui il ricercatore si aspetta di ottenere risultati diversi per motivazioni prevedibili (replicazione teorica). Se i risultati dello studio dei casi, scelti seguendo la replicazione letterale o teorica, sono in linea con le attese, la ricerca supporta le proposizioni inizialmente fissate, in caso contrario queste ultime devono essere riviste e testate su altri casi.

Gli studi di casi, siano essi singoli o multipli, possono essere olistici (*holistic case study*) o integrati (*embedded case study*) a seconda del numero di unità di analisi prese in considerazione nello studio di ciascun caso. Le ricerche olistiche riguardano l'esame di casi attraverso una sola unità di analisi, mentre quelle integrate sono effettuate con riferimento a più unità di analisi, ossia prestando attenzione a sottounità di analisi all'interno di un caso singolo.

Il progetto olistico appare preferibile per le ricerche in cui non è possibile identificare alcuna sottounità logica oppure se la teoria di riferimento dello studio presenta una natura olistica, ma dovrebbe essere adottato in circostanze tali da non

indurre il ricercatore a trascurare l'osservazione di un fenomeno nella sua operatività attraverso dati e valutazioni.

Gli studi integrati sono invece caratterizzati da un approccio più dettagliato e operativo, che permette di cogliere più facilmente cambiamenti e variazioni del fenomeno studiato, anche se l'attenzione prestata alle sottounità di analisi può rendere poi più complesso ricondurre i risultati al livello di analisi superiore.

La progettazione degli studi per casi rappresenta un passaggio fondamentale non solo per organizzare e orientare lo svolgimento della ricerca, ma anche perché sin dagli stadi iniziali è opportuno che il ricercatore prenda in considerazione il tema della qualità della ricerca, adottando tecniche e strumenti adeguati sotto il profilo metodologico.

La qualità di uno studio condotto per casi può essere valutata attraverso quattro test solitamente utilizzati per stabilire la qualità delle ricerche sociali empiriche³²⁶:

- validità di formulazione (*construct validity*);
- validità interna (*internal validity*);
- validità esterna (*external validity*);
- attendibilità (*reliability*).

La validità di formulazione attiene al problema della scelta delle misure da adottare per l'osservazione e l'analisi del fenomeno indagato, che devono essere operative e non fondate su giudizi soggettivi del ricercatore. Nello studio di casi questo profilo è assai complesso, ma particolarmente rilevante, e può essere affrontato essenzialmente attraverso l'utilizzo di tattiche da attuare in fase di raccolta dei dati e di stesura della relazione. Con riferimento alla prima fase, la validità delle misure utilizzate può essere incrementata ricorrendo a molteplici fonti di dati (per esempio, analisi documentale e interviste) ovvero mantenendo una rigorosa serie di collegamenti tra le evidenze (*chain of evidence*), tale da stabilire un chiaro collegamento tra i dati osservati e da permettere di ricostruire i passaggi tra le procedure seguite, le evidenze raccolte e le conclusioni a cui si è pervenuti. Per quanto concerne la preparazione della relazione del caso, una prima bozza del rapporto dovrebbe essere sottoposta ai principali informatori al fine di eliminare eventuali imprecisioni derivanti dall'interpretazione delle affermazioni dei soggetti intervistati da parte del ricercatore.

³²⁶ Per approfondimenti, si rinvia a: YIN R.K., *Case study research. Design and methods*, op. cit; RIEGE A.M., *Validity and reliability tests in case study research: a literature review with "hands-on" applications for each research phase*, *Qualitative Market Research: An International Journal*, vol. 6, n. 2, 2003, pp. 75-86.

La validità interna si riferisce essenzialmente agli studi condotti con finalità esplicative e riguarda la possibilità che nella spiegazione del fenomeno siano stati trascurati alcuni fattori causali. Le tattiche consigliate per ridurre questo rischio possono essere attuate nella fase di analisi dei dati e comprendono l'utilizzo di tecniche analitiche specifiche, quali il raffronto delle configurazioni (*pattern matching*)³²⁷, la predisposizione di un piano esplicativo (*explanation building*)³²⁸, la definizione e la verifica di spiegazioni opposte (*rival explanation*) e l'utilizzo di modelli logici³²⁹.

La validità esterna riguarda la possibilità di generalizzare ad altri contesti i risultati ottenuti attraverso lo studio di casi e, come già evidenziato, rappresenta per molti Autori un punto chiave (e spesso un "punto debole") rispetto alla qualità di questa strategia di ricerca. Tale aspetto deve essere preso in considerazione in sede di progettazione della ricerca e può essere affrontato con soluzioni differenti a seconda del numero di casi analizzati nello studio. Qualora la ricerca comprenda l'analisi di un caso singolo, è fondamentale che lo studio si fondi su un'approfondita conoscenza dei contributi teorici relativi al fenomeno studiato e che la scelta del caso sia fondata su motivazioni che rendono quel caso particolarmente rilevante (caso critico, estremo o unico, tipico, rivelatorio e longitudinale) per il suo studio. Nelle ricerche su casi multipli, analogamente, la selezione dei casi e i criteri su cui essa si fonda sono essenziali per garantire la validità esterna e per definire i confini entro i quali le evidenze raccolte possono essere generalizzate: i casi devono essere scelti, infatti, secondo la logica della replicazione letterale o teorica, così da ottenere risultati che possano costituire la base per successive generalizzazioni analitiche. In fase di analisi dei dati, inoltre, le evidenze raccolte devono essere raffrontate con quelle presentate

³²⁷ Tale tecnica consiste nella comparazione della tendenza evidenziata dai dati empirici con uno o più schemi predefiniti, finalizzata all'identificazione dello schema più aderente ai dati osservati. Dal momento che tale raffronto è effettuato dal ricercatore senza l'ausilio di strumenti statistici, è essenziale che le configurazioni alternative siano definite in modo tale da presentare notevoli differenze.

³²⁸ Si tratta di una particolare tipologia di raffronto di configurazioni, volta a sviluppare un insieme di legami causali in grado di spiegare il fenomeno indagato. In pratica, consiste in un processo iterativo in cui allo sviluppo di una proposizione teorica iniziale segue il confronto con i risultati ottenuti dal primo caso, che può comportare la revisione della proposizione, da confrontare poi con i casi seguenti, effettuando ulteriori modifiche alla proposizione ove necessarie. Il rischio insito nell'utilizzo di questa tecnica è evidentemente che il ricercatore, invece di migliorare la spiegazione di un determinato fenomeno, si allontani dall'oggetto di studio originariamente scelto.

³²⁹ I modelli logici rappresentano un'ulteriore tipologia di raffronto di configurazioni, che considera una complessa serie di eventi nel tempo, prevedendo schemi ripetuti di causa-effetto-causa-effetto relativi a più ampi orizzonti temporali, in cui le variabili inizialmente considerate dipendenti (eventi), nello stadio successivo vengono trattate come variabili indipendenti (eventi causali).

dalla letteratura, così da verificare se appaiono in linea con quelle rilevate da altre ricerche condotte sullo stesso tema.

L'attendibilità, infine, è legata alla possibilità che gli stessi risultati e conclusioni siano ottenuti anche da ricercatori differenti impegnati nella loro analisi in momenti differenti, seguendo le stesse procedure e analizzando i medesimi casi. Questo obiettivo può essere perseguito sia in sede di progettazione della ricerca sia al momento della raccolta dei dati attraverso la definizione e l'utilizzo di procedure specifiche, e deve essere tenuto in debita considerazione anche nelle fasi successive di analisi dei dati e redazione del rapporto di ricerca. La progettazione della ricerca deve innanzitutto prevedere la predisposizione di un protocollo di ricerca³³⁰, in cui sono specificate le procedure che dovranno essere seguite durante la raccolta dei dati³³¹, in cui è importante costituire una base di dati che organizzi i dati raccolti mantenendo separati i dati raccolti dalle relazioni curate dal ricercatore. Per quanto concerne le fasi successive, è opportuno che l'interpretazione dei risultati sia discussa anche con colleghi e studiosi della tematica oggetto d'indagine³³² e che il rapporto di ricerca renda conto in dettaglio delle procedure seguite nel corso dello studio.

3.3 Il disegno della ricerca

Nel presente lavoro la scelta di adottare lo studio di casi per indagare la comunicazione finanziaria deriva essenzialmente da tre ordini di motivazioni. In primo luogo, l'analisi di casi aziendali appare una strategia di ricerca adeguata alla necessità di approfondire la conoscenza del processo di comunicazione finanziaria nel suo contesto

³³⁰ In estrema sintesi, il protocollo di ricerca comprende una descrizione generale del progetto dello studio di casi, le procedure da seguire sul campo, le domande dello studio a cui il ricercatore intende rispondere e una guida per la relazione finale. Per approfondimenti, si veda YIN R.K., *Case study research. Design and methods*, op. cit.

³³¹ La base di dati dovrebbe includere le note complete compilate dal ricercatore raccolte in maniera organizzata, classificate e disponibili per successive consultazioni, i documenti acquisiti con il relativo elenco, i dati e/o le elaborazioni di dati in tabelle e i testi scritti dal ricercatore.

³³² RIEGE A.M., *Validity and reliability tests in case study research: a literature review with "hands-on" applications for each research phase*, op. cit.

e di avere un contatto diretto con i suoi elementi e attori nella loro operatività³³³, raccogliendo dati di dettaglio per ciascun caso³³⁴.

In secondo luogo, le domande della ricerca richiedono la disponibilità non soltanto di dati pubblici, reperibili attraverso l'informativa di bilancio o il sito web aziendale, ma anche di dati mantenuti privati dalle società circa le politiche e le procedure adottate per la preparazione dei messaggi destinati agli investitori; per accedere a questi ultimi è dunque necessario stabilire un contatto diretto con l'azienda, aumentando così la profondità dell'analisi e la capacità di descrizione del fenomeno, ma limitando necessariamente la numerosità delle aziende oggetto di indagine.

Le condizioni che caratterizzano questo lavoro, inoltre, sono quelle che rendono maggiormente desiderabile l'adozione dello studio dei casi come strategia di ricerca³³⁵: l'obiettivo è infatti quello di migliorare la comprensione di come si svolge il processo di comunicazione finanziaria in azienda, attraverso l'analisi di come le aziende preparano e diffondono specifici documenti e altre forme di contatto rivolti alla comunità finanziaria (domanda di tipo "come"). Tale domanda di ricerca è relativa a un fenomeno, la comunicazione finanziaria, per cui è estremamente complesso distinguere in maniera netta l'oggetto di studio dal contesto in cui è immerso; inoltre gli eventi studiati sono contemporanei rispetto alla ricerca e su di essi non può esserci alcuna forma di controllo da parte di un ricercatore esterno.

La ricerca ha finalità descrittive ed è volta a indagare la comunicazione finanziaria senza focalizzarsi su specifici documenti, ma prendendo in considerazione sia i diversi soggetti che all'interno e all'esterno dell'azienda sono coinvolti nel processo sia i vari veicoli e canali utilizzati per trasmettere il messaggio agli investitori e al mercato dei capitali. Per questo motivo, non sembra che possano applicarsi a questo lavoro le condizioni per cui la letteratura reputa preferibile o giustificabile l'analisi di un caso singolo e di conseguenza la ricerca è stata condotta con lo studio di casi multipli.

Tenuto conto delle finalità descrittive della ricerca, la selezione dei casi³³⁶ è stata effettuata sulla base del potenziale di apprendimento circa il fenomeno oggetto di

³³³ GILLHAM B., *Case study research method*, op. cit.; STONER G. - HOLLAND J., "Using case studies in finance research", in Humphrey C. - Lee B.(a cura di), *The real life guide to accounting research: A behind-the-scenes view of using qualitative research methods*, Elsevier, Oxford, 2004.

³³⁴ HAMMERSLEY M., "So, what are case studies?", in Hammersley M., *What's wrong with ethnography?*, Routledge, London, 1992.

³³⁵ YIN R.K., *Case study research. Design and methods*, op. cit.

³³⁶ Per approfondimenti circa la selezione dei casi si rinvia al paragrafo successivo.

indagine presentata da ciascun caso³³⁷, e non sono state formulate proposizioni al principio dello studio, per cui sono stati invece stabiliti obiettivi e domanda di ricerca.

L'unità di analisi è rappresentata dall'azienda, in relazione alla quale lo studio si è concentrato sulle modalità di svolgimento delle attività connesse alla comunicazione finanziaria, prestando particolare attenzione sia ai soggetti (aziendali e non) coinvolti nelle diverse operazioni, sia alle procedure che caratterizzano la preparazione dei messaggi trasmessi attraverso differenti veicoli (es. bilancio, presentazioni, comunicati stampa).

Nella progettazione del lavoro si è cercato di affrontare le criticità relative ai già citati criteri per la valutazione della qualità della ricerca, pianificando l'utilizzo di tecniche e procedure volte a potenziare la validità di formulazione, la validità esterna e l'affidabilità³³⁸.

Per quanto riguarda il primo aspetto, la ricerca è stata condotta utilizzando fonti di dati multiple, comprendenti i documenti finanziari pubblicamente disponibili, il sito web aziendale e interviste a soggetti interni alle aziende, che hanno provveduto a rivedere le bozze preparate in seguito agli incontri per eventuali revisioni e modifiche.

Con riguardo alla validità esterna, i casi multipli analizzati sono stati selezionati secondo una logica di replicazione letterale, definendo l'ambito di riferimento per possibili generalizzazioni e raffrontando le evidenze rilevate con la letteratura che si è occupata di comunicazione finanziaria e IR.

L'affidabilità è stata perseguita attraverso la predisposizione di un protocollo di ricerca e la creazione di una base di dati dotata delle caratteristiche indicate dalla letteratura³³⁹, in cui le evidenze raccolte attraverso la consultazione di documenti e le interviste condotte sono state archiviate separatamente dalle relazioni e dagli altri appunti contenenti riflessioni sugli stessi. Inoltre, le osservazioni e le attività compiute nel corso della ricerca sono state registrate per quanto possibile in maniera concreta e il progetto di ricerca, analogamente ai risultati, è stato esaminato e discusso con il Tutor e con altri studiosi italiani e stranieri impegnati in attività di ricerca sui temi di

³³⁷ STAKE R.E., *The art of case study research*, op. cit.

³³⁸ Data la natura descrittiva della ricerca non sono presenti problemi relativi alla validità interna, che, come già evidenziato, si pongono soltanto per gli studi caratterizzati da finalità esplicative.

³³⁹ YIN R.K., *Case study research. Design and methods*, op. cit.

comunicazione finanziaria³⁴⁰ in occasione di convegni, incontri informali e di un *visiting period* pianificato per le fasi conclusive della ricerca, che ha avuto luogo nei mesi di novembre e dicembre 2007 presso la Heriot Watt University di Edimburgo.

In particolare, appare opportuno sintetizzare i principali punti del protocollo di ricerca utilizzato, che rappresenta uno degli elementi chiave al fine di garantire un'elevata affidabilità allo studio e affronta i seguenti aspetti:

- la descrizione generale del progetto di ricerca;
- le procedure sul campo;
- le domande dello studio;
- la guida per la preparazione della relazione finale.

La descrizione generale esplicita l'oggetto della ricerca, costituito dalla comunicazione finanziaria, specificando l'adozione di una prospettiva aziendale nello studio del fenomeno, e identifica tra i principali punti di interesse un approccio unitario, tale da comprendere i numerosi canali e veicoli di comunicazione di cui l'azienda si avvale nel dialogo con gli investitori.

Nella sezione dedicata alle procedure sul campo sono indicate in maniera operativa le operazioni da compiere per il reperimento dei documenti pubblici e per accedere alle società (che sono state seguite in maniera identica da caso a caso in modo da evitare disparità di qualsiasi genere), le procedure da seguire per rendere possibile la visita presso l'università Heriot Watt per discutere il progetto di ricerca e i risultati preliminari e una tabella relativa ai dati necessari per lo studio con indicazione dei tempi da dedicare a ciascuna attività.

Le domande dello studio, intese come le domande a cui la ricerca intende rispondere e non come la traccia di quelle da proporre all'azienda in sede di intervista, sono state esplicitate sia in relazione ad aspetti più generali, riconducibili alla unitarietà della gestione della comunicazione finanziaria da parte dell'azienda, sia con riguardo a profili più concreti, relativi ai soggetti che intervengono nelle attività di codifica del messaggio destinato agli investitori, ai processi con cui documenti e altre forme di comunicazione vengono preparate e diffuse e alle specificità dei differenti veicoli utilizzati. Per ciascuna domanda sono identificate le possibili fonti, rappresentate dai documenti e dai materiali disponibili nella sezione IR del sito aziendale per quanto riguarda l'analisi del subsistema del messaggio e dalle interviste per ciò che concerne

³⁴⁰ RIEGE A.M., *Validity and reliability tests in case study research: a literature review with "hands-on" applications for each research phase*, op. cit.

gli aspetti relativi al subsistema aziendale, predisponendo per le diverse fonti adeguati strumenti per la raccolta dei dati.

Da ultimo, nella guida alla preparazione della relazione finale è stato predisposto uno schema provvisorio della struttura da seguire nella presentazione dei casi, che riflette la struttura dei successivi capitoli dedicati ai singoli casi, i quali comprendono una sintetica descrizione dell'azienda e della sua attività, l'indicazione dei veicoli e dei canali utilizzati per la diffusione dei messaggi unitamente al ruolo che i diversi soggetti hanno nel processo di codifica, e l'analisi dei messaggi trasmessi attraverso i diversi veicoli di comunicazione.

3.4 La selezione dei casi e la raccolta dei dati

La selezione dei casi oggetto di studio è stata effettuata seguendo la logica di replicazione letterale, che prevede la scelta di casi che presentano caratteristiche simili rispetto a determinate variabili (per esempio, aziende appartenenti allo stesso settore di attività), tali da fare attendere al ricercatore risultati analoghi³⁴¹. L'applicazione di questa logica nel presente lavoro, che ha finalità prettamente descrittive, non è tanto volta a dimostrare un'ipotesi specifica relativa alla *disclosure* rivolta agli investitori, quanto piuttosto ad approfondire la fase di preparazione del messaggio interna all'azienda in realtà in cui la comunicazione finanziaria è particolarmente ricca e rilevante, tali da presentare un elevato potenziale di apprendimento circa l'oggetto di studio³⁴².

In questa prospettiva, sono state selezionate tre³⁴³ aziende quotate sul mercato italiano - Edison, Benetton e Fiat - che a fine 2006 appartenevano al segmento delle *blue chip*³⁴⁴ e avevano costituita al proprio interno una funzione di IR a cui era dedicata

³⁴¹ YIN R.K., *Case study research. Design and methods*, op. cit.

³⁴² STAKE R.E., *The art of case study research*, op. cit.

³⁴³ La numerosità dei casi è stata definita in linea sia con quanto suggerito dai principali manuali relativi allo studio di casi, sia con le risorse a disposizione per l'analisi (essenzialmente in termini di tempo e di possibilità di accedere alle aziende).

³⁴⁴ Si ricorda che l'appartenenza a tale segmento di mercato comporta anche un requisito dimensionale, rappresentato da una capitalizzazione superiore a un miliardo di euro.

a tempo pieno più di una persona³⁴⁵. Infatti tali caratteristiche, in linea con le evidenze empiriche precedentemente richiamate³⁴⁶, portano a presumere che:

- per quanto concerne il subsistema aziendale: esista una disponibilità sufficientemente elevata di risorse da dedicare alla comunicazione finanziaria e un certo grado di attenzione verso questo tema;
- in relazione al subsistema del messaggio: tali aziende offrano agli investitori un'informativa ricca sia sotto il profilo quantitativo sia sotto quello qualitativo;
- con riferimento al subsistema dei destinatari: siano caratterizzate da un elevato grado di visibilità e siano oggetto di una notevole domanda informativa da parte del mercato.

Tali considerazioni rendono assai interessante lo studio della comunicazione finanziaria nei tre casi e la complessità con cui ci si attende che il fenomeno si manifesti in relazione a ciascuno dei tre subsistemi rende ancora più forte la necessità di coordinamento e di predisposizione di una strategia unitaria per la comunicazione finanziaria da parte dell'azienda.

Nella fase preliminare della selezione è stato effettivamente preso in considerazione un numero maggiore di aziende per garantire l'accesso a tre casi con queste caratteristiche anche nell'eventualità di ricevere alcune risposte negative da parte delle aziende alla proposta di collaborazione alla ricerca. Come indicato dalla letteratura³⁴⁷, la scelta delle prime aziende a cui rivolgersi tra quelle preventivamente selezionate è stata effettuata sulla base della vicinanza geografica delle sedi aziendali e del grado di disponibilità a collaborare a ricerche universitarie³⁴⁸.

³⁴⁵ Tali caratteristiche sono state verificate al momento della scelta preliminare dei casi (soggetta alla disponibilità dell'aziende a offrire la loro collaborazione per la ricerca)

³⁴⁶ Per l'esame delle ricerche che hanno indagato l'effetto e le implicazioni della dimensione aziendale e della presenza delle *investor relation* sulla comunicazione finanziaria, si rinvia a quanto già esposto nel capitolo precedente.

³⁴⁷ YIN R.K., *Case study research. Design and methods*, op. cit.; STONER G. - HOLLAND J., "Using case studies in finance research", in Humphrey C. - Lee B.(a cura di), *The real life guide to accounting research: A behind-the-scenes view of using qualitative research methods*, op. cit.

³⁴⁸ In particolare, solo nel caso di Benetton Group tale disponibilità era stata già sperimentata in occasione della partecipazione al programma di ricerca cofinanziato MIUR "L'adozione delle regole internazionali sulla contabilizzazione delle *stock options* ed i loro riflessi sui comportamenti delle società italiane" (Coordinatore scientifico del programma di ricerca: Prof. Paolo Andrei, Responsabile scientifico dell'unità di ricerca: Prof. Alberto Quagli).

In linea con quanto stabilito nel protocollo di ricerca, il primo contatto con le aziende è stato effettuato attraverso l'invio al responsabile aziendale delle IR di una lettera di presentazione della ricerca (per posta elettronica), in cui è stato evidenziato l'oggetto dello studio ed è stata avanzata una richiesta di collaborazione, rinviando a una telefonata successiva, effettuata a distanza di circa una settimana sempre all'*investor relation officer*, per eventuali chiarimenti e per una risposta circa la disponibilità di partecipare alla ricerca.

In seguito al contatto telefonico, tutte le società contattate (Edison, Fiat e Benetton) hanno confermato la propria adesione, evitando così la necessità di reperire altri casi all'interno della lista inizialmente predisposta.

La raccolta dei dati è stata effettuata, come previsto per garantire la validità di formulazione³⁴⁹, attraverso l'utilizzo di più fonti di dati, che comprendono³⁵⁰:

- i principali documenti con cui è veicolata la comunicazione finanziaria: il bilancio annuale, le relazioni infrannuali e i comunicati stampa *price sensitive*;
- altre fonti relative a differenti forme di comunicazione tra l'azienda e gli investitori: diapositive o registrazioni audio delle presentazioni agli analisti (relative alla discussione dei risultati, all'approvazione del piano industriale e ad altri eventi) e altre forme di comunicazione specifiche adottate dall'azienda (es. l'*annual review* redatto da Edison);
- la sezione IR del sito web aziendale;
- interviste ai responsabili delle IR aziendali.

Le prime tre fonti sono state utilizzate sostanzialmente per la raccolta dei dati relativi al subsistema del messaggio, mentre le interviste hanno avuto per oggetto prevalentemente informazioni sensibili³⁵¹ collegate al subsistema aziendale.

³⁴⁹ RIEGE A.M., *Validity and reliability tests in case study research: a literature review with "hands-on" applications for each research phase*, op. cit.; YIN R.K., *Case study research. Design and methods*, op. cit.

³⁵⁰ Per i dati necessari per la selezione preliminare dei casi, sono state raccolte informazioni sia sul sito di Borsa Italiana S.p.A. (www.borsaitalia.it) con riferimento al segmento di borsa e alla capitalizzazione, sia sulle sezioni di *investor relation* dei siti web aziendali per quanto concerne la presenza della funzione di *investor relation* e il numero di persone che vi lavorano.

³⁵¹ L'utilizzo di interviste, infatti, è particolarmente indicato per l'acquisizione di dati sensibili, che verrebbero difficilmente rivelati in un questionario, ma possono essere ottenuti nel corso di interviste in cui si sviluppi un rapporto di fiducia tra intervistato e ricercatore. In tal senso, si veda GILLHAM B., *Case study research method*, op. cit.

I bilanci annuali, le relazioni infrannuali, i comunicati *price sensitive*, i materiali relativi alle presentazioni e eventuali altri documenti di interesse nella comunicazione con gli investitori sono stati acquisiti per un arco temporale di tre anni (2005, 2006, 2007)³⁵² direttamente dalla sezione di IR dei siti web aziendali³⁵³, che è stata a sua volta oggetto di analisi con riferimento ai contenuti informativi presenti oltre all’archivio dei documenti in formato elettronico.

Nel complesso, sono stati raccolti e analizzati 360 documenti, la cui composizione è illustrata in *Figura 3*.

	<i>Edison</i>			<i>Fiat</i>			<i>Benetton</i>			<i>Totale</i>
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	
Bilanci annuali	1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Bilanci infrannuali	3	3	3	3	3	3	3	3	3	27
Comunicati	22	25	22	45	46	53	15	16	14	258
Presentazioni	4	6	6	14	9	10	5	7	5	66
Totale	30	35	32	63	59	67	24	27	23	360

Figura 3 – I documenti raccolti e analizzati

La raccolta di tali dati è avvenuta in parallelo rispetto ai primi contatti con le aziende, mentre in seguito a una prima analisi del panorama delle forme di comunicazione utilizzate dalle aziende nel dialogo con gli investitori sono state fissate le date delle interviste agli *investor relation officer* aziendali.

La scelta di tali soggetti è stata dettata dalla rilevanza del ruolo da essi svolto nella comunicazione con il mercato, che è notevole soprattutto con riferimento ai contatti con analisti finanziari e investitori istituzionali. I responsabili delle IR sono infatti sembrati i soggetti migliori per ottenere informazioni circa le attività e le figure

³⁵² La scelta di un arco temporale triennale deriva dalla volontà di osservare i comportamenti comunicativi tenuti dall’azienda per un periodo sufficientemente ampio, che è apparso adeguato anche in considerazione degli specifici cambiamenti conosciuti prima del periodo di osservazione dalle aziende studiate (operazioni straordinarie, radicali modifiche nel management e nella strategia) che potevano essere in contrasto con l’obiettivo di studiare la comunicazione finanziaria aziendale in condizioni “fisiologiche”.

Per quanto riguarda i bilanci annuali, non essendo ancora disponibili i bilanci 2007, sono stati acquisiti e analizzati i bilanci degli esercizi 2004, 2005 e 2006.

³⁵³ Gli indirizzi URL dei siti consultati sono: www.edison.it, www.fiatgroup.com, www.benettongroup.com.

coinvolte nella preparazione dei messaggi oggetto di comunicazione finanziaria, dal momento che sono coinvolti direttamente in molte di queste e sono comunque a conoscenza delle procedure aziendali relative alla produzione di documenti finanziari che rappresentano un'importante base informativa per lo svolgimento del loro compito. Evidentemente, ulteriori sviluppi del presente lavoro potrebbero utilmente ampliare la raccolta dei dati attraverso colloqui con altre figure che intervengono nel processo di comunicazione finanziaria, quali il CEO o il CFO, il che tuttavia presenta indubbie criticità relative alla possibilità di incontrare a fini di ricerca esponenti del top management³⁵⁴.

Le interviste hanno avuto per oggetto principale la descrizione delle attività e delle procedure poste in essere dall'azienda per la predisposizione dei documenti e per la preparazione delle altre forme di comunicazione, con una forte focalizzazione sul processo di codifica declinato in base ai veicoli di comunicazione utilizzati. Tale approccio è finalizzato all'espressione delle domande in forma estremamente operativa così da non creare ambiguità interpretative né nell'interlocutore né nell'analisi delle risposte³⁵⁵, come può invece accadere quando il dialogo interessa soggetti abituati ad affrontare lo stesso argomento secondo due prospettive differenti.

Questo nucleo centrale di domande è stato preceduto in ciascuna intervista dalla descrizione della funzione di IR in azienda, con particolare riferimento agli aspetti organizzativi e alle attività svolte, ed è stato seguito da alcune richieste di opinioni e approfondimenti circa la valutazione dell'efficacia della comunicazione e i rapporti con i destinatari.

Le interviste sono state effettuate nell'autunno 2007³⁵⁶ presso le rispettive sedi aziendali con una durata variabile tra un'ora e mezza e due ore e mezza circa, e sono state condotte in forma semistrutturata³⁵⁷ in modo da ottenere dagli interlocutori le informazioni desiderate, senza tuttavia guidare in maniera eccessivamente rigida la

³⁵⁴ La raccolta di dati non appare comunque inficiata dal fatto di aver dialogato con una sola figura (costante per i tre casi), dal momento che l'oggetto principale dell'intervista riguarda informazioni specifiche su procedure e politiche aziendali e non interpretazioni e opinioni soggettive sul fenomeno indagato, che avrebbero reso necessari più punti di vista.

³⁵⁵ MCCracken G., *The long interview*, Sage University Paper Series on Qualitative Research Methods, vol. 13, Sage, Beverly Hills, 1988.

³⁵⁶ Il calendario delle interviste e dei contatti diretti con gli *investor relator* è riportato in Appendice.

³⁵⁷ Per approfondimenti su tale tecnica di raccolta dei dati si vedano MERTON R.K. – FISKE M. – KENDALL P.L., *The focused interview. A manual of problems and procedures*, Collier Mc Millan, London, 1990 e RUBIN H.J. - RUBIN I.S., *Qualitative interviewing. The art of hearing data*, Sage, Thousand Oaks, 1995.

conversazione attraverso domande chiuse, così da lasciare agli intervistati la possibilità di esprimere le proprie opinioni circa gli argomenti trattati³⁵⁸.

Al fine di creare un clima di confidenza e fiducia con gli *investor relation officer*, i dialoghi non sono stati registrati su supporto audio³⁵⁹, ma semplicemente sintetizzati in appunti, rapidamente trascritti così da limitare la perdita di informazioni.

Le interviste sono state poi seguite per ciascun caso da una e-mail per chiarire i dubbi sorti nell'interpretazione degli appunti e le lacune evidenziate nella stesura delle relazioni dei casi. Tali aspetti sono stati chiariti in tre successivi colloqui telefonici (uno per ciascuna azienda), che hanno consentito di completare le relazioni, le quali sono state in seguito sottoposte all'attenzione degli informatori per eventuali revisioni e integrazioni³⁶⁰.

3.5 L'analisi dei dati

I documenti e i materiali raccolti sono stati analizzati sia con riferimento alla tipologia di informazioni contenute nel messaggio sia in relazione ad altre caratteristiche specifiche dei veicoli esaminati, concernenti il messaggio, il canale utilizzato e l'eventuale collegamento con altri veicoli e messaggi.

Tale analisi è stata svolta su:

- bilanci annuali;
- relazioni infrannuali;
- comunicati *price sensitive*;
- presentazioni agli analisti finanziari;
- sezione IR del sito web aziendale;

³⁵⁸ RUBIN H.J. - RUBIN I.S., *Qualitative interviewing. The art of hearing data*, Sage, op. cit.; STONER G. - HOLLAND J., "Using case studies in finance research", in Humphrey C. - Lee B.(a cura di), *The real life guide to accounting research: A behind-the-scenes view of using qualitative research methods*, op. cit.

³⁵⁹ Su questo punto gli studiosi hanno opinioni differenti: evidentemente la registrazione consente di cogliere ogni singola parola pronunciata dall'intervistato, tuttavia rischia di compromettere il clima di fiducia necessario per la buona riuscita dell'intervista. Per questo motivo, quando il ricercatore decide di non registrare la conversazione o non riceve il consenso dal proprio interlocutore, è di estrema importanza la revisione degli appunti da parte dell'informatore in seguito all'intervista. Per approfondimenti circa le motivazioni contrarie alla registrazione, si rinvia a STONER G. - HOLLAND J., "Using case studies in finance research", in Humphrey C. - Lee B.(a cura di), *The real life guide to accounting research: A behind-the-scenes view of using qualitative research methods*, op. cit.

³⁶⁰ Come già ricordato, infatti, questa procedura è assai rilevante in relazione alla validità di formulazione dello studio di casi.

- altri veicoli eventualmente utilizzati per la comunicazione finanziaria, specifici per ciascuna azienda.

Per ciascuno di questi veicoli, le informazioni presenti e altri aspetti di interesse rispetto alla comunicazione finanziaria sono stati registrati in griglie di rilevazione create *ad hoc* indicando semplicemente la presenza o l'assenza di dati di una determinata natura (es. informativa di segmento) o di funzionalità collegate alla comunicazione (es. presenza di una mappa nella sezione IR del sito web aziendale). Si noti che, in linea con quanto esposto circa il metodo dei casi, tale procedura non è finalizzata alla presentazione di dati rappresentativi della comunicazione delle società quotate italiane, bensì all'analisi approfondita e il più possibile codificata dei casi oggetto di indagine, così da consentire una descrizione completa delle realtà osservate e un raffronto tra le stesse.

Il primo oggetto di interesse è costituito dalla tipologia di informazioni contenute nei documenti, analizzata utilizzando per tutti i veicoli (ad eccezione della sezione IR del sito web aziendale) una tassonomia comune, già adottata nell'ambito di uno studio condotto in Italia sull'informativa volontaria³⁶¹ e caratterizzata da variabili articolate per profili informativi, che traggono origine dall'analisi della letteratura italiana e internazionale sulla comunicazione economica in generale e sulla *disclosure* volontaria in particolare.

I profili informativi considerati in tale classificazione sono i seguenti:

- informazioni sul gruppo: comprendono la descrizione del gruppo (es. struttura del gruppo, commento alle operazioni di acquisto e di vendita), l'informativa sulle operazioni infragruppo e con parti correlate, l'indicazione delle controllate escluse dal consolidamento, l'informativa per le minoranze e informazioni relative ai *cost sharing agreement*;
- informazioni sul personale: riguardano aspetti descrittivi generali, la professionalità e la formazione, le politiche retributive e le relazioni industriali, gli indicatori di soddisfazione e gli effetti dei piani di ristrutturazione sulla mobilità dei dipendenti;
- informazioni sui processi e sui prodotti: sono relative alla descrizione in termini qualitativi e fisico-tecnici della produzione, dei processi, dei prodotti e dei relativi indicatori (es. di efficienza, di qualità);

³⁶¹ Per approfondimenti, si rinvia a QUAGLI A., TEODORI C. (a cura di), *L'informativa volontaria per settori di attività*, op. cit.

- informazioni di scenario (*background information*): sono riferite alla situazione economica generale e del settore in cui opera l'azienda;
- informazioni sui rapporti con le forze competitive: riguardano i rapporti con concorrenti fornitori e clienti;
- informazioni sulla clientela: comprendono indicatori di soddisfazione e di efficienza nella relazione tra l'azienda e il cliente (es. numero di reclami, tempo di evasione di un ordine);
- informativa di segmento: può essere costituita da dati qualitativi o fisico-tecnici circa aspetti operativi delle aree di *business* (es. produzione effettiva) oppure dati di natura economico-finanziaria relativi al segmento primario e secondario;
- dati relativi a management e azionisti: riguardano la struttura della proprietà, i rapporti con i soci e l'ambiente esterno, i principali dirigenti, il funzionamento degli organi sociali, dei comitati e del sistema di controllo interno;
- informazioni relative alla ricerca e sviluppo, alla tecnologia e all'innovazione: comprendono aspetti tecnici, gestionali e organizzativi;
- informativa ambientale: è rappresentata sia da dati generali sia da informazioni specifiche (es. energia, emissioni);
- informativa sociale: riguarda la predisposizione di documenti a rilevanza sociale e l'indicazione di dati relativi a temi quali pari opportunità, lavoro minorile, diritti umani e così via;
- dati economico-finanziari a livello *corporate*: comprendono sia informazioni relative alla situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'azienda, sia dati relativi all'andamento del titolo in borsa;
- informazioni relative alla strategia e ai rischi: sono rappresentati dalla descrizione della strategia complessiva, di singole aree di *business* e dall'analisi dei rischi di varia natura.

La presenza di tali profili informativi è analizzata con riferimento alle sezioni narrative del bilancio e delle relazioni infrannuali, all'intero contenuto dei comunicati stampa e delle diapositive concernenti le presentazioni agli analisti finanziari.

Oltre alla tipologia di informazioni comunicate, per ogni veicolo sono rilevate caratteristiche ed elementi specifici, così da coglierne i contenuti di maggiore interesse e i collegamenti con gli altri elementi della comunicazione finanziaria.

I bilanci annuali e infrannuali sono analizzati con riguardo alla struttura del documento (comprensivo di sezioni narrative e non), alla presenza di informazioni specifiche circa la politica e le procedure di comunicazione finanziaria, all'indicazione di contatti e riferimenti per gli azionisti e gli investitori (es. recapito dell'IRO), al rinvio ad altre relazioni o rapporti per determinate categorie di informazioni (es. rapporto di sostenibilità, relazione sulla *corporate governance*) e alla disponibilità sul sito del documento indagato in formato pdf o interattivo.

Per i comunicati *price sensitive* sono rilevati innanzitutto l'evento che ne ha determinato l'emissione, che evidentemente condiziona fortemente il contenuto, e il momento in cui tale documento è diffuso rispetto all'avvenimento oggetto della comunicazione, distinguendo i comunicati emessi in anticipo (che annunciano per un futuro generico il verificarsi di un determinato evento), il giorno stesso, il giorno seguente, in un periodo successivo e quelli che non contengono alcun riferimento temporale. È inoltre ricercata nel documento l'indicazione di recapiti di soggetti interni all'azienda e la presenza di rinvii ad altri veicoli di comunicazione, quali il sito *web* aziendale o la sua sezione IR.

Le presentazioni agli analisti finanziari, tenute tramite *conference call* o nell'ambito di *roadshow*, sono analizzate anch'esse con particolare riferimento all'oggetto centrale, che può essere rappresentato dalla comunicazione dei risultati del trimestre, dalla presentazione del piano strategico, da una più generica descrizione dell'azienda e del suo andamento, e così via. Sono quindi esaminati il canale della comunicazione (compresenza fisica, *conference call*, *webcast*), l'eventuale collegamento a *roadshow* e, ove possibile, si è tentato di ricostruire attraverso le registrazioni audio quali esponenti aziendali abbiano partecipato alle presentazioni esaminate, anche al fine di valutare il coinvolgimento del top management nella comunicazione finanziaria. È quindi rilevata la presenza di *safe harbor statement* volti a prevenire contenziosi derivanti dalla diffusione di dati prospettici e l'indicazione di contatti aziendali o indirizzi del sito *web* o delle sue sezioni specifiche. Per quanto riguarda l'accessibilità, l'analisi riguarda la disponibilità sul sito *web* non solo delle diapositive, ma anche di altri materiali collegati alla presentazione, quali registrazioni audio, video, comunicati stampa corrispondenti e inviti alla partecipazione.

La sezione IR del sito *web* è esaminata con riferimento a un duplice profilo: in primo luogo è analizzata la struttura con cui sono organizzati i contenuti e la natura degli stessi, in termini di informazioni e documenti disponibili; in secondo luogo, è

rilevato il grado di sfruttamento delle potenzialità offerte dal canale internet, con riguardo all'accessibilità³⁶², alla chiarezza, alla presenza di strumenti interattivi e alla disponibilità di servizi di *newsletter*, *alert* e similari.

Infine, eventuali altri documenti o veicoli di comunicazione utilizzati dalle tre aziende selezionate³⁶³ sono esaminati in base alle loro caratteristiche peculiari: in particolare, l'*annual review* predisposto da Edison è esaminato secondo lo schema dei bilanci, mentre l'*investor and analyst day* Fiat è considerato alla stregua di una presentazione.

³⁶² La valutazione dell'accessibilità comprende a sua volta la rilevazione della posizione della sezione IR rispetto all'home page, la possibilità di modificare la lingua e la dimensione dei caratteri nella visualizzazione, la presenza di funzionalità quali la ricerca interna al sito, la mappa e le briciole di pane.

³⁶³ Per approfondimenti, si rinvia ai capitoli dedicati alla presentazione dei casi.

CAPITOLO 4

IL CASO EDISON

4.1 Presentazione dell'azienda

Edison è attualmente una delle maggiori aziende nel mercato italiano dell'energia, in cui opera attraverso l'approvvigionamento, la produzione e la commercializzazione di elettricità e idrocarburi.

La società è nata nel 1883, con un *focus* specifico nella commercializzazione dell'energia elettrica, e in oltre 120 anni di attività ha conosciuto trasformazioni radicali sia rispetto all'ambiente esterno (nazionalizzazione del settore elettrico nel 1962 e successiva liberalizzazione nel 1999, nascita del mercato elettrico nel 2004), sia rispetto all'attività svolta (chimica, energia, agroindustria) e alla struttura del gruppo, che hanno condotto nel 2002 alla nascita della “nuova” Edison, risultata dalla fusione tra Montedison, Edison, Sondel e Fiat Energia.

Nel 2003 l'azienda ha completato il piano di dismissione delle attività diversificate (chimica, agroindustria, telefonia), al fine di potersi concentrare sul *core business*, costituito dalla produzione e vendita di energia elettrica e gas naturale, per cui ha impostato nel 2006 un grande piano di investimenti.

Con riguardo all'azionariato, la struttura proprietaria di Edison in seguito alla fusione ha subito radicali cambiamenti³⁶⁴, e la società è attualmente controllata da EDF e AEM, che nel 2005 ne hanno acquisito il controllo congiunto attraverso la società Transalpina di Energia, partecipata al 50% da DELMI (controllata al 51% da AEM) e al 50% da WGRM (controllata al 100% da EDF).

Di seguito è rappresentata l'evoluzione della composizione della proprietà negli anni osservati (*Figura 1*):

³⁶⁴ Per approfondimenti relativi all'OPA di Italenergia e al riassetto azionario che ha condotto al controllo da parte della holding Italenergia bis, si rinvia a DE ANGELIS E., *L'opa di Italenergia su Montedison ed Edison*, disponibile su <http://archivioceradi.luiss.it>, 2002; DE ANGELIS E., *La ristrutturazione finanziaria e la riorganizzazione azionaria del gruppo Edison-Italenergia*, disponibile su <http://archivioceradi.luiss.it>, 2002.

	2004	2005	2006	2007
Italenergia bis SpA	61,810%	-	-	-
Transalpina di Energia s.r.l.	-	69,388%	69,388%	61,28%
Carlo Tassara Finanziaria SpA	15,488%	-	-	-
Carlo Tassara SpA	-	-	-	10,02%
Edf Electricité de France sa	2,273%	16,884%	16,885%	19,36%
JP Morgan Securities Ltd	-	4,508%	-	-
Mediobanca	-	2,971%	-	-
Mercato	20,43%	6,25%	13,73%	9,34%

Figura 1 – L'evoluzione nella composizione dell'azionariato (dati di fine esercizio)

(Fonte: Edison)

Negli ultimi anni, a seguito delle ristrutturazioni societarie, della trasformazione del portafoglio di *business*, e della riduzione del debito, l'azienda ha avviato un programma di investimenti focalizzati sulle proprie attività strategiche, che comprendono l'approvvigionamento, la produzione e la vendita di energia elettrica e gas naturale.

Per quanto riguarda l'attività svolta nel settore elettrico, Edison produce energia in centrali sviluppate, progettate, costruite e gestite interamente in proprio, di tipo termoelettrico (prevalentemente a ciclo combinato cogenerativo alimentato con gas naturale), idroelettrico ed eolico. L'energia elettrica prodotta è venduta sul mercato libero, sulla Borsa Elettrica, ai clienti *captive* (vincolati)³⁶⁵ e al Gestore dei Servizi Elettrici (GSE)³⁶⁶ sulla base degli accordi del Comitato Interministeriale Prezzi n. 6 (CIP 6)³⁶⁷.

L'offerta al mercato libero comprende a sua volta due segmenti di clientela:

³⁶⁵ Dal 1° luglio 2007, tutti i clienti finali sono diventati idonei, anche se alcuni di loro continuano ad essere approvvigionati tramite l'Acquirente Unico fino alla scelta del nuovo fornitore.

³⁶⁶ La società, controllata interamente dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, svolge la propria attività nel settore delle fonti rinnovabili ed assimilate, incentivandone la produzione e gestendo i flussi economici e finanziari che ne derivano; in particolare, si occupa del ritiro e del collocamento sul mercato dell'energia prodotta da impianti da fonti rinnovabili e assimilate e effettua l'emissione dei cosiddetti certificati verdi. Fino al 2005, la società era denominata GRTN (Gestore della Rete di trasmissione Nazionale) e si occupava della gestione e dello sviluppo della rete elettrica nazionale, attività in seguito ceduta a Terna SpA.

³⁶⁷ Il Provvedimento del Comitato Interministeriale Prezzi n. 6 del 1992 stabilisce i prezzi con i quali i privati potevano vendere energia elettrica prodotta da fonte rinnovabile o assimilata all'Enel. Il meccanismo del CIP/6 verrà a regime sostituito dal Sistema dei Certificati Verdi.

- *business*: include clienti di grandi dimensioni, piccole e medie imprese e consorzi, a cui vengono proposte offerte negoziabili attraverso il canale di vendita diretto;
- *microbusiness*: riguarda piccoli *business* e piccoli uffici (SoHo)³⁶⁸, che ricevono offerte standardizzate e non negoziabili attraverso agenzie, vendita a distanza e partner commerciali di Edison.

Nel 2006 la produzione netta di energia elettrica da parte di Edison corrisponde al 17,2% della produzione netta italiana, mentre le vendite rappresentano il 20,8% della domanda complessiva italiana e il 22,4% del mercato libero italiano. Le fonti e gli impieghi di energia elettrica per i tre anni indagati sono illustrati in *Figura 2*.

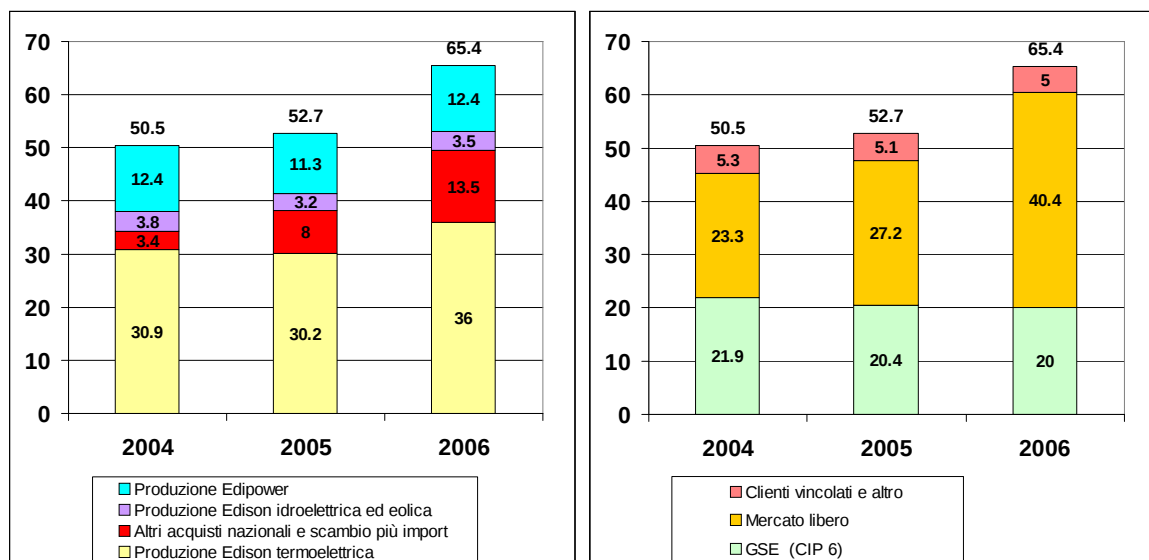


Figura 2 - Fonti e impieghi di energia elettrica (TWh)

(Fonte: Edison)

L'attività svolta nel settore idrocarburi è notevolmente integrata, comprendendo l'esplorazione e la produzione, l'importazione, lo stoccaggio e la distribuzione. L'esplorazione e la produzione riguardano riserve accertate di gas naturale, permessi di ricerca e concessioni di produzione in Italia e all'estero, mentre le importazioni avvengono sia via terra (da Russia, Algeria, Libia e Norvegia) sia via nave con carichi di gas naturale liquefatto (GNL). La vendita di gas naturale è rivolta a centrali termoelettriche, clienti industriali, clienti residenziali, società distributrici e clienti esteri e comprende l'offerta di:

³⁶⁸ L'acronimo sta per "small office, home office".

- gas ad alta pressione: rivolto a grossisti e clienti industriali per utilizzi civili e industriali, viene venduto attraverso il canale di vendita *one-to-one* con offerte su misura;
- gas a bassa pressione: destinato alla piccola industria, ai servizi e ai clienti residenziali, che concerne proposte standardizzate effettuate attraverso agenti e sportelli.

Nel 2006 la produzione d Edison è pari al 6,7% della produzione italiana di gas naturale, mentre le vendite realizzate corrispondono al 15,7% della domanda complessiva italiana. Il bilancio delle fonti e degli impieghi di gas naturale per i tre anni osservati è illustrato in *Figura 3*.

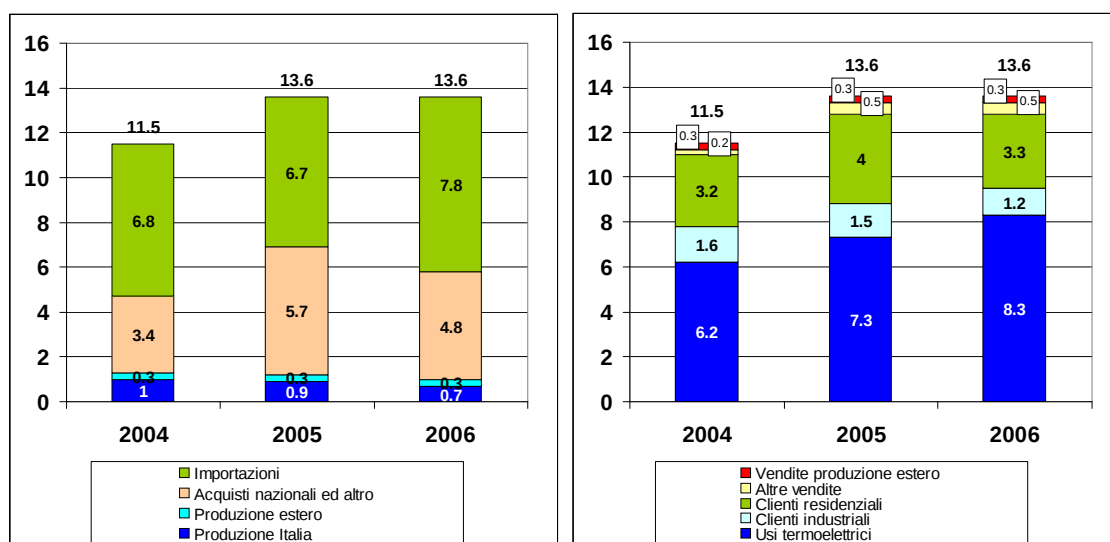


Figura 3 - Fonti e impieghi di gas naturale (bcm)

(Fonte: Edison)

I risultati economici e finanziari del triennio relativi al settore dell'energia elettrica e degli idrocarburi (esposti in *Figura 4*) mettono in evidenza una significativa crescita del fatturato per entrambe le attività, accompagnata tuttavia in entrambi casi da una riduzione dei margini a livello percentuale. Per quanto concerne l'energia elettrica, l'aumento dei ricavi è motivato sia dall'aumento dei volumi (in particolare nel mercato libero) sia dall'aumento dei ricavi medi, mentre la flessione a livello di margini, pur recuperata nel 2006 grazie all'effetto volumi, deriva principalmente dalla scadenza di alcuni incentivi CIP 6 e in parte dal mancato contributo della rete elettrica, classificata come attività in dismissione dal secondo semestre 2006.

Anche con riguardo agli idrocarburi, l'incremento dei ricavi è attribuibile sia ai maggiori volumi, sia all'aumento del ricavo medio, mentre la riduzione percentuale del margine nel 2005, che ha comunque consentito una lieve crescita per effetto dei maggiori volumi e degli effetti positivi dello scenario di riferimento sul gruppo, è imputabile prevalentemente alla riduzione della forbice prezzi/costi nelle vendite civili.

Dai valori patrimoniali presentati appare evidente che il settore elettrico, che ha rappresentato la prima attività dell'azienda al momento della fondazione, costituisce il segmento principale sia sotto il profilo del capitale investito che sotto quello della redditività. Gli investimenti tecnici, pur estremamente rilevanti per quest'ultimo, sono in notevole crescita con riferimento agli idrocarburi, coerentemente con le indicazioni presentate nei piani industriali.

	ENERGIA ELETTRICA			IDROCARBURI		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Ricavi delle vendite	4.304	4.972	6.945	2.231	3.303	4.171
Margine operativo lordo	1.205	988	1.162	335	353	434
% sui Ricavi delle vendite	28,00%	19,90%	16,70%	15,00%	10,70%	10,40%
Totale attività	12.159	12.616	12.521	2.288	2.451	2.434
Investimenti tecnici	535	511	347	60	73	133
Dipendenti (numero)	1.996	1.992	1.962	416	441	433

Figura 4 - Dati relativi ai settori
(Fonte: Edison; dati espressi in milioni di euro)

A livello *corporate*, i risultati aziendali del triennio analizzato (*Figura 5*) evidenziano la crescita del fatturato e della redditività netta, accompagnati da una notevole riduzione del debito, mentre la redditività operativa ha subito una riduzione nel 2005 per poi riavvicinarsi ai livelli del 2004 nell'esercizio successivo. La crescita del reddito netto è riflessa nell'aumento dell'*earning per share*, che comporta una riduzione del quoziente P/E nonostante la *performance* tendenzialmente positiva del titolo, registrata in modo particolare a partire dal secondo semestre 2006.

	2004	2005	2006
Fatturato	5.627	6.650	8.523
EBITDA	1.475	1.306	1.536
EBIT	815	649	752
Reddito netto di gruppo	354	500	654
Totale attivo	16.052	15.887	15.657
ROI	7,15%	5,90%	6,81%
ROE	6,45%	8,35%	10,05%
Debt/Equity	0,79	0,76	0,62
EPS di base	0,0829	0,1165	0,1522
P/E	18,98	14,68	13,62

Figura 5 - Andamento economico-finanziario del gruppo Edison

(Fonte: Edison; dati espressi in milioni di euro)

Tali risultati hanno consentito, dopo una pausa durata quattro anni, la distribuzione di dividendi dal 2006, con l'approvazione di un dividendo per le azioni ordinarie pari a 0,038 euro nel 2006 e pari a 0,048 euro per l'esercizio successivo.

Per quanto concerne la *performance* del titolo, il triennio è stato inizialmente caratterizzato da un apprezzamento, seppur moderato, seguito da un periodo (a partire dal 13 maggio 2005) condizionato dall'annuncio al mercato del nuovo assetto della catena di controllo di Edison e dal conseguente lancio di un'OPA obbligatoria al prezzo di 1,86 euro ad azione, dal 6 al 26 ottobre 2005. A partire dal secondo semestre 2006 il titolo è stato poi oggetto di un notevole apprezzamento fino ai primi mesi del 2007, a seguito dei quali l'andamento (illustrato in *Figura 6*) è stato variabile.

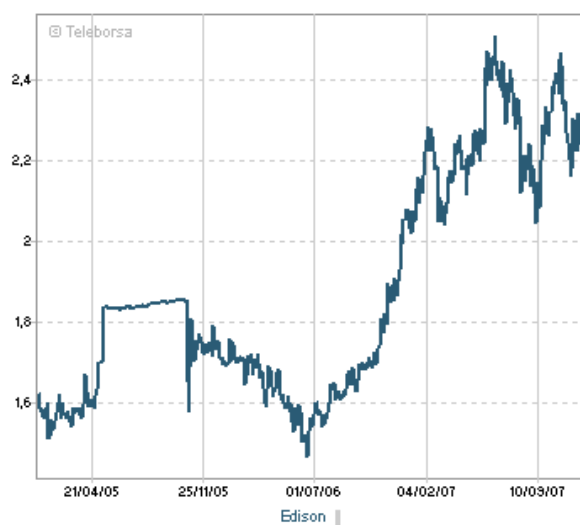


Figura 6 - Andamento del titolo Edison nel periodo di osservazione

(Fonte: Borsa Italiana)

Con riferimento al profilo strategico, come già evidenziato, nel periodo di osservazione Edison ha completato la dismissione delle attività non *core* (ingegneria: cessione di Technimont nell'autunno 2005), ha ridotto la dipendenza dal capitale di debito (con conseguente innalzamento del *rating* da parte di Standard & Poor's e Moody's³⁶⁹) e ha implementato una ristrutturazione aziendale, per poi avviare un ampio programma di investimenti finalizzato all'ampliamento dell'offerta di energia elettrica e del gas naturale e al rafforzamento della posizione competitiva in questi settori.

Considerando infine le intenzioni strategiche esposte nell'ultimo piano industriale, gli obiettivi principali relativi all'energia elettrica sono costituiti dalla penetrazione sul mercato libero e dal mantenimento di una quota intorno al 15% di capacità installata in Italia, da realizzare attraverso lo sviluppo delle fonti rinnovabili (in particolare dell'eolico).

I principali obiettivi fissati per il *business* degli idrocarburi consistono nello sviluppo e nella diversificazione del portafoglio dei contratti di approvvigionamento, nell'esplorazione di nuovi campi di produzione di idrocarburi, così da raggiungere entro il 2013 l'obiettivo di una quota del 15% di produzione propria sul portafoglio totale, e nella creazione di nuove infrastrutture logistiche, che comprendono i progetti già avviati per il terminale di rigassificazione (Adriatic LNG), il gasdotto GALSI (Algeria-Sardegna-Italia), il metanodotto IGI (Turchia-Grecia-Italia) e per i nuovi campi di stoccaggio del gas a Cotignola e San Potito.

Per quanto concerne l'accoglienza del piano da parte della comunità finanziaria, è interessante notare che la sua presentazione, avvenuta in *conference call* in data 29 novembre 2007, ha finora suscitato giudizi contrastanti da parte degli analisti³⁷⁰, a seguito di un periodo contrassegnato da raccomandazioni positive.

³⁶⁹ Nel 2004 è migliorato il merito di credito da parte di Standard & Poor's (BBB+) e Moody's (Baa3), nel 2005 Moody's innalza ulteriormente il rating (Baa2) e i giudizi del 2005 sono confermati nell'esercizio successivo sia da Moody's sia da S&P's, che nel 2007 innalza l'*outlook* da stabile a positivo.

³⁷⁰ Le relazioni disponibili sul sito aziendale raccomandano in maggioranza buy (6 relazioni), ma sono presenti anche neutral (4) e sell (2). Al momento in cui si scrive sul sito di Borsa Italiana S.p.A. non sono disponibili relazioni successive alla presentazione del piano.

4.2 L'azienda e i processi di codifica

4.2.1 Le IR e il loro ruolo nella comunicazione finanziaria

Un ruolo di particolare rilievo nel processo di comunicazione finanziaria di Edison è svolto dalla funzione di IR, costituita nei primi anni Novanta come IR di Montedison e incaricata di curare i rapporti con gli investitori sia per la capogruppo sia per le controllate (in particolare per Edison, dal momento che Eridania aveva sede a Parigi ed era per questo in una certa misura più autonoma).

Le persone dedicate all'attività di IR a tempo pieno sono attualmente quattro³⁷¹ e la loro attività riguarda principalmente la comunicazione esterna, l'analisi e il *benchmarking* dei risultati economico-finanziari e della comunicazione e la trasmissione al management dei *feedback* provenienti dal mercato³⁷².

Per quanto concerne la comunicazione esterna, a cui è dedicata la maggior parte del tempo, i principali interlocutori delle IR sono rappresentati da:

- analisti finanziari e investitori azionari, che sono interessati soprattutto al profilo della crescita e hanno frequenti rapporti con l'azienda;
- analisti e investitori del debito, che ricercano informazioni relative principalmente all'affidabilità finanziaria e, per quanto siano destinatari di una *disclosure* assai ricca in occasione dell'emissione del *bond*, comunicano con minor frequenza con l'azienda³⁷³;
- agenzie di rating, che hanno con le IR e altre funzioni aziendali rapporti meno frequenti rispetto agli altri destinatari (almeno una volta l'anno hanno un *management review*), ma molto più approfonditi, in cui le informazioni comunicate sono soggette a vincoli di riservatezza da parte delle agenzie.

L'attività di comunicazione esterna è oggetto di un piano annuale delle IR, che comprende quattro *conference call* per la presentazione dei risultati annuali e infrannuali a seguito dell'approvazione del Consiglio di Amministrazione e una dedicata all'aggiornamento del piano industriale, in cui vengono comunicati gli obiettivi

³⁷¹ Inizialmente era presente un unico responsabile, in seguito affiancato da un secondo collaboratore.

³⁷² La funzione di *investor relation* redige con cadenza semestrale la relazione sulle attività svolte nel semestre, che viene inviata al comitato di controllo interno.

³⁷³ Ciò deriva in parte dalla necessità di aggiornamenti meno frequenti sulla situazione aziendale, e in parte dal minor numero di analisti che si occupano di *fixed income*.

di budget per l'anno seguente e gli obiettivi di lungo periodo per i cinque anni successivi. A tali attività fissate con notevole anticipo e - con riferimento ai risultati - comunicate già all'emissione del calendario finanziario, ne possono essere aggiunte altre che necessitano di essere pianificate in funzione della situazione aziendale e del mercato, come nel caso dei *roadshow*.

Questi ultimi vengono organizzati per eventi specifici (per esempio, in occasione di aumenti di capitale³⁷⁴) oppure su richiesta dei broker per l'interesse dimostrato da alcuni clienti verso la società (per esempio, a inizio 2007 il piano strategico è stato presentato in Svizzera, a Parigi e a Londra). Più in generale, normalmente si utilizzano *conference call* e gli incontri fisici uno-a-molti avvengono solo in alcune occasioni (es. comunicare informazioni di dettaglio a un gruppo composto da una quindicina di analisti equity), poiché tra le aziende esiste una forte competizione per attirare l'attenzione del mercato, per cui è inutile - e può essere addirittura controproducente - organizzare un evento che genera aspettative nel pubblico per poi aggiornare sulla situazione senza comunicare alcuna novità di rilievo.

Con riferimento all'attività di analisi e *benchmarking*, la comparazione relativa al profilo della comunicazione riguarda i concorrenti operanti nello stesso *business* per le presentazioni agli analisti, mentre si allarga anche ad altri settori per l'informativa di bilancio e per le informazioni pubblicate sul sito internet. Al momento attuale non viene effettuata, internamente o attraverso consulenti, un'analisi diretta della *market perception*, anche in considerazione del ridotto flottante; da tre anni è tuttavia condotta un'analisi annuale sulle percezioni di tutte le classi di portatori di interessi (tra cui il mercato finanziario rappresenta una categoria particolarmente rilevante), commissionata dall'ufficio relazioni esterne e comunicazione.

Per quanto concerne le attività di comunicazione interna e il ruolo di interfaccia tra il top management e gli investitori, le IR inviano al CEO un *feedback* circa le reazioni del mercato, che prende in considerazione il *consensus* e le ricerche degli analisti, con periodicità mensile e in seguito a eventi specifici (es. *conference call*), mentre altre riunioni per far pervenire un *feedback* al CEO vengono organizzate solo se emergono particolari esigenze o criticità.

Su questo punto è interessante notare che nonostante da un punto di vista di organizzazione formale la funzione di IR risponda al CFO, in sostanza ci sono molti contatti diretti anche con il CEO, per esempio in occasione dei *roadshow*.

³⁷⁴ Ciò non costituisce una regola fissa: è stato infatti organizzato un *roadshow* per l'emissione del *bond* a fine 2003, ma solo una *conference call* per quella avvenuta nel 2004.

Il *budget* della funzione è difficilmente comparabile nel tempo, perché le voci che lo compongono sono variate negli anni: per esempio, i costi sostenuti per l'organizzazione dei *roadshow* in passato erano attribuiti al CFO o al CEO, mentre al momento fanno parte del budget delle IR.

La funzione si è avvalsa di consulenti in via occasionale per la ristrutturazione del sito internet e in via continuativa per la confezione grafica e materiale dell'*annual review*, un documento che presenta il profilo della società, la sua strategia e dati consuntivi in maniera snella.

4.2.2 Il processo di codifica

Bilancio e relazioni infrannuali

Come anticipato *sub* 3.2.1, la preparazione dei messaggi trasmessi attraverso veicoli differenti coinvolge soggetti diversi all'interno e all'esterno dell'azienda, e tale fenomeno è evidente in maniera particolare nel caso del bilancio e delle relazioni infrannuali. Infatti, nella redazione di tali documenti, che segue una procedura analoga con riferimento ai soggetti coinvolti, le bozze dei prospetti di bilancio e la nota integrativa sono redatti dall'Ufficio Amministrazione, mentre la relazione sulla gestione viene preparata dall'Ufficio Pianificazione e Controllo.

Le bozze del bilancio sono inviate per finalità di controllo a:

- Ufficio Societario (che riporta al General Counsel), per la sola relazione sulla *corporate governance*;
- Direzione Relazioni Esterne e Comunicazione;
- CFO e al CEO, che pongono particolare attenzione alle sezioni della relazione della gestione in cui vengono motivate e spiegate le differenze rispetto ai risultati dell'anno precedente.

Comunicati stampa

La redazione e l'invio al NIS³⁷⁵ dei comunicati sono di competenza dell'Ufficio Stampa, che riporta alla Direzione Relazioni Esterne e Comunicazione. Dopo aver preparato il comunicato, l'ufficio stampa invia la bozza all'Ufficio Societario e alle IR che dopo aver visionato la bozza possono suggerire eventuali modifiche nella

³⁷⁵ Network Information System.

composizione e nel *wording* del documento. Prima dell'emissione al pubblico, il comunicato deve poi ricevere l'approvazione di CFO e CEO, a seguito della quale è inviato al NIS dall'Ufficio Stampa e ai contatti presenti nella *mailing list*³⁷⁶ della funzione IR.

Presentazioni

Le IR sono incaricate della preparazione delle presentazioni, la cui bozza viene visionata e approvata da parte del CFO e del CEO. A questo proposito, è interessante notare che le presentazioni organizzate per la comunicazione dei risultati e del piano industriale hanno la stessa struttura di quelle utilizzate per il Consiglio di Amministrazione, anche se per ovvi motivi le prime contengono un'informativa meno dettagliata e approfondita.

Prima della *conference call*, le IR mandano un invito via posta elettronica a tutti i contatti della *mailing list*, offrendo la possibilità di intervenire con domande agli operatori professionisti e invitando alla partecipazione in modalità *listen-only* i giornalisti.

Con riguardo alla pianificazione delle presentazioni, le IR possono inoltre proporre l'organizzazione di *roadshow* valutandone l'opportunità in base all'andamento del mercato e alla situazione aziendale; la proposta deve essere quindi approvata dal CFO e in seguito dal CEO.

Incontri one-to-one

Le IR organizzano e partecipano a incontri *one-to-one* con analisti e investitori, che possono essere sollecitati - nel caso dei secondi in particolare - da parte dei broker. A questo proposito, appare interessante richiamare che rispetto alla richiesta di incontri, così come di contatti diretti via posta elettronica e telefono, l'IRO di Edison ha osservato negli ultimi anni un approccio più diretto da parte degli analisti del *buy-side*, che stanno dimostrando un attivismo crescente, e degli investitori istituzionali, che

³⁷⁶ La *mailing list* delle IR comprende due categorie di contatti: la prima (contenente circa 300 contatti) riguarda i soggetti che hanno manifestato la volontà di essere continuamente aggiornati ricevendo via e-mail i comunicati stampa, la seconda (contenente circa 100 contatti) non è interessata a comunicazioni tanto frequenti, ma segue la società e viene informata (insieme agli altri 300 contatti) in occasione delle presentazioni, a cui viene invitata per posta elettronica.

spesso comunicano direttamente con l'azienda per avere informazioni e approfondimenti senza passare attraverso il *broker*³⁷⁷.

Un sintetico resoconto del contenuto degli incontri, che varia a seconda della situazione aziendale e della conoscenza che l'interlocutore ha dell'azienda, è registrato dall'assistente dell'IRO sotto forma di appunti, che sono assai utili soprattutto per la parte di domande e risposte del colloquio.

Visite in azienda

In considerazione del *business* aziendale, non è possibile invitare frequentemente persone a visitare gli stabilimenti produttivi, tuttavia questo tipo di incontro non è del tutto escluso: l'azienda ha infatti invitato gli analisti a una visita (organizzata dalle IR) al terminale GNL di Algeciras in Spagna con relativi approfondimenti sulle strategie di Edison nel settore gas, ottenendo commenti positivi in relazione all'interesse suscitato dall'evento.

Sito internet

La gestione del sito internet coinvolge più soggetti ed è di conseguenza oggetto di notevoli sforzi di coordinamento: l'*owner* del sito è infatti l'Ufficio Pubbliche Relazioni, ma il *provider* principale dei contenuti è la funzione IR e l'Ufficio Comunicazione è incaricato delle verifiche affinché i dati resi disponibili nelle diverse aree del sito siano coerenti tra loro (soprattutto con riferimento ai dati operativi che possono essere espressi utilizzando misurazioni di diverso genere).

Nella preparazione del sito sono inoltre intervenuti e sono coinvolti consulenti esterni: il loro principale contributo ha riguardato la fase di ristrutturazione del sito nel 2006 e attualmente l'azienda vi fa ricorso solo per la prestazione di servizi specifici, quali la fornitura di strumenti da pubblicare sul sito (per esempio, il grafico con i prezzi del titolo) e la diffusione di comunicati *price sensitive* a giornali e portali internet. Si tratta in ogni caso di servizi di natura accessoria, in linea con l'intenzione dell'azienda di mantenere un forte grado di controllo sulla comunicazione finanziaria e di gestire

³⁷⁷ Più in generale, l'IRO di Edison ha notato una tendenza alla riduzione delle differenze tra le classi di destinatari. In altri termini, la distinzione tra investitori *growth* e investitori *value* appare meno condizionata dall'appartenenza a una specifica categoria rispetto al passato: non è più scontato che gli *hedge fund* ragionino solo a breve termine, mentre molti operatori considerati a lungo termine stanno adottando comportamenti più flessibili e una logica di *stock picking*.

personalmente i contatti più importanti, anche al fine di ottenere *feedback* utili per il miglioramento della *disclosure*.

Questo approccio è emerso in sede di ristrutturazione del sito, quando l'azienda poteva scegliere se affidare l'aggiornamento del sito a una società di consulenza, che rappresentava la soluzione più semplice e al contempo più rigida, o di effettuarlo in proprio, assicurando un maggior controllo, ma rendendo anche necessari formazione e competenze specifiche: la decisione è stata di occuparsi direttamente dell'aggiornamento del sito, incaricando le IR della preparazione dei contenuti da pubblicare.

In concreto, la scelta del momento e dei contenuti da inserire nella sezione IR del sito web spetta alla funzione IR, anche se poi l'ultimo *click* per la pubblicazione dei contenuti viene effettuato dall'Ufficio Comunicazione, che si occupa di tutte le aree del sito per garantire coerenza e uniformità nei dati divulgati. L'uniformità è particolarmente rilevante per i dati operativi, infatti più informazioni differenti, anche se corrette (per esempio presentate come valori medi, lordi o netti), potrebbero dare un'impressione di incongruenza e generare confusione nell'utente.

Altri veicoli di comunicazione

Tra gli altri veicoli utilizzati per la comunicazione finanziaria, è interessante richiamare il già citato *annual review*, la cui redazione è responsabilità delle IR, che ne scelgono e preparano contenuto affidando il confezionamento a consulenti esterni.

Per quanto concerne la comunicazione interna, l'Ufficio Stampa redige una *newsletter* interna contenente dati di *business* (prima in formato cartaceo e attualmente disponibile sulla intranet aziendale), che viene inviata alle IR per controllo sui dati di natura finanziaria.

4.2.3 I soggetti coinvolti nel processo di comunicazione finanziaria

Le informazioni raccolte nel corso dell'intervista con l'IRO di Edison circa le procedure utilizzate in azienda per la preparazione di documenti e momenti di incontro con la comunità finanziaria mettono in luce l'elevato numero di soggetti coinvolti nella produzione di informativa destinata al mercato. Questi comprendono infatti:

- le IR;

- l'Ufficio Amministrazione;
- l'Ufficio Pianificazione e Controllo;
- il CFO, che è stato nominato dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari;
- l'Ufficio Stampa;
- l'Ufficio Pubbliche Relazioni;
- l'Ufficio Comunicazione;
- la Direzione Relazioni Esterne e Comunicazione;
- l'Ufficio Societario, che riporta al General Counsel;
- il CEO;
- alcuni consulenti esterni.

In sintesi, al processo di comunicazione finanziaria partecipano diverse funzioni appartenenti all'area finanza (IR, Amministrazione, Pianificazione e Controllo), comunicazione (Ufficio Stampa, Pubbliche Relazioni, Comunicazione) e legale (Ufficio Societario), oltre a membri del top management (CFO, Direzione Relazioni Esterne e CEO) e ad alcuni consulenti esterni.

Tra le funzioni che riportano al CFO, l'Ufficio Amministrazione e l'Ufficio Pianificazione e Controllo si occupano essenzialmente della redazione dei rendiconti contabili obbligatori, mentre le IR sono impegnate principalmente nelle forme di comunicazione più dirette nei confronti del mercato e degli investitori, con una netta separazione dei ruoli. L'area della comunicazione è incaricata della preparazione di messaggi rivolti a un più ampio insieme di destinatari (es. comunicati), mentre l'Ufficio Societario è coinvolto soltanto con finalità di controllo su aspetti specifici. Un controllo più esteso è invece riservato al top management a cui è richiesta l'approvazione delle bozze dei documenti predisposte da altri soggetti, mentre il ruolo dei consulenti è marginale rispetto alla comunicazione finanziaria "fisiologica", il che è senza dubbio comprensibile in un'azienda di questa dimensione.

L'insieme dei soggetti coinvolti e il loro intervento nella comunicazione finanziaria sono riepilogati in *Figura 7*.

	<i>Prospetti di bilancio</i>	<i>Nota integrativa</i>	<i>Relazione sulla gestione</i>	<i>Comunicati stampa</i>	<i>Presentazioni</i>	<i>Incontri one-to-one</i>	<i>Visite</i>	<i>Sezione IR sito web</i>	<i>Annual review</i>	<i>Newsletter interna</i>
Investor relation				C	P	P	P	P	P	C
Amministrazione	P	P								
Pianificazione e controllo			P							
CFO	C	C	C	C	C					
Ufficio Stampa				P						P
Ufficio Pubbliche Relazioni								O		
Ufficio Comunicazione								P		
Dir. Relazioni Esterne e Comunicazione	C	C	C							
Ufficio Societario			C	C						
CEO	C	C	C	C	C					
Consulenti esterni									P	

Legenda:

P: attività di preparazione in senso stretto

C: attività di controllo

O: *owner* dei contenuti

Figura 7 - I soggetti coinvolti nel processo di codifica e i veicoli di comunicazione

(Fonte: elaborazione da dati raccolti attraverso interviste)

4.3 Analisi delle forme di comunicazione finanziaria adottate

4.3.1 Il bilancio annuale

La struttura del bilancio annuale Edison comprende:

- una sezione iniziale (“Il gruppo”), incorporata dal 2006 all’interno della relazione sulla gestione, che contiene una presentazione del gruppo, la lettera del presidente agli azionisti, informazioni relative al top management e agli organi sociali, dati relativi ai titoli e all’azionariato, una sintesi dell’andamento e dei risultati del gruppo e una rassegna dei principali fatti avvenuti nell’esercizio;
- la relazione sulla gestione, unica per il bilancio consolidato e di esercizio;
- il bilancio consolidato, corredato dalla nota integrativa, da informazioni circa l’area di consolidamento e dalla relazione della società di revisione;
- il bilancio d’esercizio, corredato dalla nota integrativa, dall’elenco delle partecipazioni e dalla relazione della società di revisione.

L’analisi delle prime due sezioni per i tre anni di osservazione ha evidenziato una struttura sostanzialmente costante, con lievi variazioni relative alla suddivisione in paragrafi e con un incremento graduale della *disclosure*, con particolare riferimento ai profili della *corporate governance* e del *risk management*.

A partire dal 2005 è stata infatti inserita nella relazione sulla gestione una nuova sezione dedicata alle differenti tipologie di rischi finanziari e alla loro gestione, che presenta una descrizione qualitativa ed estremamente sintetica dell’argomento, la quale rinvia a una più ampia trattazione all’interno della nota integrativa al bilancio consolidato, in cui sono descritti singolarmente i rischi a cui l’azienda è esposta, le modalità di copertura adottate e sono presentati gli strumenti derivati utilizzati.

Per quanto concerne le altre classi di informazioni, la *disclosure* sul gruppo comprendono la presentazione di una struttura semplificata, del commento alle principali operazioni di acquisizione e vendita e della natura dei rapporti infragruppo e con parti correlate, con indicazione dei volumi, delle politiche adottate e dei riflessi sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria.

Il quadro economico di riferimento è tracciato focalizzando l’attenzione sullo scenario macroeconomico, mentre l’analisi delle dinamiche di settore è riportata con indicazione di diverse grandezze fisiche relative alla domanda, senza informazioni

relative ai *competitor*. Con riguardo al settore di attività, fortemente regolamentato, la relazione riporta l'evoluzione della normativa, senza tuttavia fornire informazioni sintetiche e facilmente comprensibili con riferimento al mercato in cui opera, così da rendere la lettura del bilancio particolarmente complessa per gli investitori che non abbiano competenze specifiche sul *business* dell'energia. Tale difficoltà potrebbe essere almeno parzialmente mitigata dall'inserimento in bilancio di un glossario volto ad agevolare la comprensione dei termini tecnici necessariamente utilizzati per la descrizione dell'attività aziendale e dei risultati conseguiti.

L'informativa di segmento ha ampio spazio soprattutto per quanto concerne i settori di attività (energia elettrica, idrocarburi, *corporate*), per cui vengono presentati separatamente i risultati economici e finanziari, mentre la *disclosure* per area geografica si limita all'indicazione dei ricavi per area di produzione e di destinazione nel solo bilancio annuale 2004.

Il profilo tecnico e dei processi, relativo essenzialmente alle operazioni volte all'incremento della capacità installata, è trattato con notevole grado di approfondimento attraverso la comunicazione di una notevole quantità di dati espressi in termini fisico-tecnici e con una particolare attenzione al profilo degli investimenti effettuati.

Le informazioni economico-finanziarie a livello *corporate* sono esposte sia nei conti riclassificati, sia sotto forma di indicatori di bilancio (redditività, indebitamento, solidità), di indici basati su valori di mercato (P/E) e di EPS. Nella relazione sulla gestione al bilancio 2004³⁷⁸ è inoltre presente una sezione specificatamente dedicata alla transizione ai principi contabili internazionali IAS-IFRS, che sono stati adottati dall'azienda a partire dal 2005 nel bilancio consolidato³⁷⁹ e dal 2006 nel bilancio d'esercizio. Per quanto concerne il profilo finanziario, la relazione comprende poi una descrizione delle principali operazioni borsistiche attuate e delle operazioni di finanziamento effettuate nel corso dell'esercizio.

Minore spazio è dedicato invece a tematiche di carattere prettamente strategico e competitivo, con l'indicazione di informazioni assai scarse circa i rapporti con la clientela (relative principalmente ai criteri di segmentazione adottati), e ad approfondimenti riguardanti il personale, con dati circa l'evoluzione del periodo, e

³⁷⁸ Prima dell'adozione, l'azienda ha riportato nel bilancio 2004 lo stato patrimoniale riclassificato di transizione agli IAS al 1 gennaio 2004.

³⁷⁹ La prima adozione con riferimento ai bilanci infrannuali è avvenuta nella relazione semestrale 2005.

l'innovazione, per cui la *disclosure* è focalizzata sulla descrizione delle politiche di investimento e dei progetti di ricerca in corso.

Riferimenti assai limitati, relativi essenzialmente alla normativa e alle certificazioni, sono poi dedicati al profilo ambientale e sociale. Tale aspetto appare comprensibile dal momento che l'azienda ha redatto negli anni di osservazione rapporti sulla sostenibilità³⁸⁰, che sono tuttavia citati, peraltro senza specifici rinvii né indicazioni per il loro reperimento, solo nella relazione sulla gestione del 2005.

Appare inoltre interessante evidenziare che la relazione sulla gestione, e in particolare la sezione dedicata alla *corporate governance*, presenta le procedure di gruppo per la gestione interna e la circolazione esterna delle informazioni riservate³⁸¹ e le linee guida della politica aziendale in tema di rapporti con gli azionisti e gli investitori istituzionali, finalizzate al mantenimento di un costante dialogo con il mercato³⁸² e alla riduzione delle asimmetrie informative, nell'intento di fornire agli investitori dati tempestivi³⁸³ e di garantire la parità di accesso alle informazioni³⁸⁴.

Infine, per quanto concerne il profilo dell'accessibilità, il bilancio è reperibile sul sito di IR aziendale sia in formato pdf (insieme alle relazioni infrannuali) in un'autonoma sezione denominata "Bilanci e Relazioni", sia in una versione interattiva che permette la consultazione in linea con il supporto di una funzione di ricerca e la possibilità di scaricare i dati di interesse in file Excel.

³⁸⁰ In particolare, Edison ha redatto un rapporto sulla sostenibilità (economica, sociale, ambientale) e un bilancio ambientale nel 2006, e un rapporto sulla sostenibilità comprendente anche il profilo ambientale nel 2005 e nel 2004, resi disponibili sul sito *web* aziendale, nella sezione dedicata alla sostenibilità, raggiungibile con un solo collegamento dall'home page del sito.

³⁸¹ Tali procedure sono state modificate nel 2006 dal Consiglio di Amministrazione in relazione ai cambiamenti normativi riguardanti il *market abuse*.

³⁸² In un prospetto relativo alle previsioni del codice di autodisciplina è inoltre segnalata la nomina di un responsabile delle IR, di cui sono indicati i recapiti telefonici e di posta elettronica.

³⁸³ In tale prospettiva viene presentato dalla società l'utilizzo e la ristrutturazione nel 2006 del sito internet aziendale.

³⁸⁴ Edison incentiva, per esempio, la partecipazione di giornalisti ed esperti qualificati alle assemblee.

4.3.2 I bilanci infrannuali

Le relazioni trimestrali e semestrali sono naturalmente più sintetiche del bilancio annuale, ma ne conservano l'impostazione di fondo per quanto concerne l'informativa fornita nella relazione sulla gestione.

La relazione semestrale, pur mantenendo una sostanziale uniformità nei contenuti trattati, presenta una struttura variabile a seconda degli esercizi, che comprende:

- una sezione narrativa, rappresentata in due esercizi (2005 e 2007) da un'introduzione (denominata "Il Gruppo") e dalla relazione sulla gestione e nel solo 2006 costituita interamente dalla relazione sulla gestione;
- il bilancio del gruppo, composto dai prospetti contabili (stato patrimoniale, conto economico, rendiconto finanziario delle disponibilità liquide e prospetto delle variazioni del patrimonio netto) e dalle note;
- il bilancio della società, comprendente stato patrimoniale, conto economico e note illustrative;
- la relazione della società di revisione, relativa a entrambi i bilanci.

La prima sezione, a prescindere dalla suddivisione in due sottosezioni, mantiene sostanzialmente invariati nei tre esercizi considerati i contenuti, che sono presentati sempre nel medesimo ordine. Questi comprendono informazioni sul gruppo (essenzialmente relative alla sua struttura), sul management e i principali azionisti, sui processi (con particolare attenzione per la capacità produttiva e gli investimenti finalizzati al suo sviluppo) e sulle *performance* economico-finanziarie aziendali, corredate dall'esposizione della situazione economica generale e settoriale.

Nella presentazione di tali contenuti, ampio spazio è dedicato all'informativa di segmento: infatti, sia la situazione del settore, con particolare riguardo all'evoluzione della domanda e della normativa, sia i risultati ottenuti sono esposti specificatamente per il segmento energia elettrica e il segmento idrocarburi. A partire dalla relazione semestrale 2006 è stato inoltre inserito, come avvenuto nel bilancio annuale 2005, un breve paragrafo dedicato ai rischi finanziari e alla loro gestione, che ne presenta una sintetica descrizione qualitativa rinviando a una più ampia trattazione all'interno della nota integrativa al bilancio consolidato, dove sono descritti singolarmente i rischi a cui l'azienda è esposta e le modalità di copertura adottate e sono presentati gli strumenti derivati utilizzati.

Estremamente ridotte sono le parti dedicate al personale, all'innovazione e all'informativa ambientale (riguardanti principalmente riferimenti a norme di certificazione), mentre sono sostanzialmente assenti informazioni relative ai rapporti con la clientela e al profilo sociale. A tale riguardo appare interessante notare che nessuna delle relazioni esaminate informa i lettori della redazione di rapporti sulla sostenibilità, pubblicati annualmente dall'azienda dal 2004 in poi. Come già evidenziato con riguardo al bilancio annuale, anche nelle relazioni semestrali sono praticamente inesistenti i riferimenti ai concorrenti: l'azienda si limita a dichiarare di essere «uno dei principali operatori italiani nell'energia»³⁸⁵ o «il secondo operatore italiano nell'energia e primo tra i privati»³⁸⁶, senza alcuna menzione dei propri concorrenti. L'informativa prospettica è praticamente assente, dal momento che le previsioni riguardanti la fine dell'esercizio contengono solo generiche espressioni che anticipano una positiva evoluzione delle attività del gruppo senza ulteriori specificazioni.

Rispetto alla relazione sulla gestione del bilancio annuale, tale sezione narrativa non contiene la lettera del presidente agli azionisti, preparata solo al termine dell'esercizio, né informazioni relative alla *corporate governance*, che effettivamente non sono caratterizzate da una significativa variabilità e non necessitano di frequenti aggiornamenti.

La relazione trimestrale, seppur con lievi variazioni da un esercizio all'altro³⁸⁷, è solitamente composta da:

- una sezione introduttiva (denominata “Il Gruppo”);
- la relazione sulla gestione;
- i prospetti contabili consolidati, comprendenti lo stato patrimoniale, il conto economico, il rendiconto finanziario delle disponibilità liquide³⁸⁸ e, dal primo trimestre 2006, il prospetto delle variazioni del patrimonio netto consolidato;
- le note illustrative alla relazione.

I contenuti della sezione introduttiva sono relativi prevalentemente alla struttura del gruppo, agli eventi di rilievo avvenuti nel corso del trimestre (es. acquisizioni,

³⁸⁵ Relazione semestrale 2006 e 2007.

³⁸⁶ Relazione semestrale 2005.

³⁸⁷ Nel primo trimestre del 2005 e nel terzo trimestre del 2007 la relazione, pur contenendo sostanzialmente gli stessi contenuti, presenta una struttura differente relativamente alla parte iniziale, che è divisa in paragrafi specifici senza alcun riferimento a una sezione introduttiva “Il Gruppo” e alla relazione sulla gestione.

³⁸⁸ Nelle due trimestrali emesse nel 2005, è inoltre presente la variazione della posizione finanziaria netta.

operazioni di finanziamento, accordi commerciali, ecc.) e a una sintesi dell'andamento del gruppo, con indicazione di grandezze economiche, indici di redditività, informazioni sul livello di indebitamento e sulla *performance* del titolo.

La relazione sulla gestione approfondisce tali informazioni economico-finanziarie con indicazioni specifiche relative ai singoli settori in cui opera l'azienda (energia elettrica, idrocarburi, *corporate* e altre attività in portafoglio) e inquadrandole con dati relativi al *background*, concernenti sia la situazione economica generale, con particolare attenzione per l'andamento delle valute e del mercato petrolifero, sia la situazione del settore, con dati relativi alla domanda di energia elettrica e di gas naturale in Italia.

In tutte le relazioni, così come nel bilancio, l'informativa di segmento è fornita in maniera assai dettagliata con riferimento ai settori di attività all'interno della relazione sulla gestione e delle note, mentre i ricavi relativi alle diverse aree geografiche di produzione e di destinazione³⁸⁹ sono presentati soltanto nella relazione del primo trimestre del 2005.

La *disclosure* sui rischi, presente nelle relazioni a partire dal terzo trimestre del 2005, comprende la descrizione dei principali rischi finanziari - e in alcuni casi operativi - a cui l'azienda è esposta³⁹⁰ (es. rischio tassi d'interesse, rischio valutario, rischio prezzo, rischio liquidità, rischio di *default* e *covenant* sul debito) e delle modalità di copertura adottate, con particolare attenzione verso l'utilizzo di strumenti derivati, per cui è inserito un prospetto specifico. Si noti che tale informativa, inserita nelle note illustrative a cui la relazione sulla gestione rinvia per questo specifico argomento, appare analoga a quella presentata nei bilanci annuali, il che evidenzia una forte attenzione a tale tematica da parte dell'azienda.

Rispetto alla relazione semestrale, piuttosto che una sintesi dei medesimi contenuti sembra emergere una selezione delle tematiche più rilevanti e per cui sono più richiesti aggiornamenti: sono infatti del tutto assenti i dati relativi al management e ai principali azionisti, al personale, all'innovazione e al profilo ambientale.

³⁸⁹ A tal proposito appare opportuno richiamare che in quella sede, i ricavi riguardavano per il 94,8% l'area di produzione italiana e per il 93,1% l'area di destinazione italiana.

³⁹⁰ Con lievi differenze tra un periodo e l'altro, sono richiamati i seguenti rischi: rischio tassi d'interesse, rischio valutario, rischio prezzo, rischio liquidità, rischio di *default* e *covenant* sul debito, rischio di credito, rischio *commodity* e tasso di cambio connesso alle attività in *commodity*, rischio di cambio non connesso al rischio *commodity*.

4.3.3 I comunicati price sensitive

Nei tre anni indagati, Edison ha emesso 69 comunicati stampa *price sensitive*, attualmente disponibili nella sezione di IR del sito web aziendale. Tali comunicati sono emessi in occasione di eventi di diversa natura (schematizzati in *Figura 8*), riconducibili sostanzialmente a:

- approvazione dei risultati e del piano industriale da parte del Consiglio di Amministrazione e dell'Assemblea;
- acquisti e vendite di partecipazioni e accordi di natura industriale e commerciale, derivanti dalla strategia aziendale di rifocalizzazione sul *business* energetico;
- nomina e dimissioni dei membri degli organi sociali e del top management;
- altre delibere dell'assemblea;
- altri eventi, quali la *review* annuale delle agenzie di rating, operazioni di finanziamento e così via.

	2005		2006		2007	
Nomina / dimissioni top management	4	18,2%	3	12,0%	0	0,0%
Acquisto / vendita partecipazioni	4	18,2%	3	12,0%	2	9,1%
Calendario finanziario	3	13,6%	2	8,0%	1	4,6%
Accordi commerciali / industriali	3	13,6%	4	16,0%	6	27,3%
Approvazione CdA risultati ann/trim	2	9,1%	4	16,0%	5	22,7%
Approvazione assemblea bilancio	1	4,6%	1	4,0%	1	4,6%
Approvazione CdA piano industriale	1	4,6%	1	4,0%	1	4,6%
Rating	1	4,6%	1	4,0%	1	4,6%
Contenzioso	1	4,6%	1	4,0%	0	0,0%
Altre delibere dell'assemblea	1	4,6%	2	8,0%	2	9,1%
Accordi intergovernativi	0	0,0%	0	0,0%	2	9,1%
Altro	1	4,6%	3	12,0%	1	4,6%
Totale	22	100,0%	25	100,0%	22	100,0%

Figura 8 - Comunicati price sensitive ed eventi descritti

(Fonte: elaborazione da comunicati)

La prima classe di comunicati comprende l'approvazione dei risultati da parte del Consiglio di Amministrazione e dell'assemblea, l'approvazione del piano industriale da parte del Consiglio e la comunicazione al mercato del calendario finanziario.

I comunicati più ricchi in termini di *disclosure* sono emessi in occasione della riunione del Consiglio di Amministrazione che esamina i risultati annuali e infrannuali,

che contengono dati espressi in quantità fisiche relativi ai processi e alla capacità produttiva e i risultati economici e finanziari sia complessivi sia di segmento, con particolare attenzione verso l'andamento economico e l'evoluzione dell'indebitamento. L'approvazione del bilancio da parte dell'assemblea comporta invece l'emissione di un comunicato estremamente sintetico, che riporta l'utile e le decisioni relative alla sua destinazione.

Il piano industriale "a scorrimento" ha un orizzonte di sei anni ed è aggiornato su base annuale dal Consiglio di Amministrazione: a seguito dell'approvazione del nuovo piano l'azienda emette un comunicato *price sensitive* che ne sintetizza le linee guida e gli obiettivi distinti per segmento, e annuncia per il giorno stesso una *conference call* in cui il top management presenta il piano appena approvato alla comunità finanziaria.

Con riferimento alla comunicazione del calendario finanziario, l'azienda emette a fine anno un comunicato che indica le date delle attività consiliari e assembleari relative all'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione del progetto di bilancio e delle relazioni infrannuali, e alle due convocazioni dell'assemblea per l'approvazione del bilancio. Tale comunicato anticipa anche le date delle *conference call*, che hanno luogo nelle stesse giornate delle riunioni del Consiglio, ed è talvolta corretto e sostituito da comunicati successivi relativi allo spostamento di specifiche riunioni, indicando eventuali variazioni anche nell'agenda delle *conference call*.

L'analisi dei documenti disponibili sul sito web ha evidenziato che queste circostanze hanno sempre comportato l'emissione di comunicati, ad eccezione del caso dell'approvazione dei risultati annuali e infrannuali, che appare ridotta negli esercizi 2005 e 2006.

Una rilevante percentuale di comunicati concerne poi l'acquisto o la vendita di partecipazioni e il raggiungimento e il perfezionamento di accordi di natura industriale e commerciale con informazioni di carattere tendenzialmente tecnico e frequenti riferimenti alla strategia in cui tali operazioni possono essere inquadrare: i primi sono più numerosi nel 2005, mentre i secondi li superano negli anni successivi, in linea con l'avanzamento nella della strategia di focalizzazione.

Numerosi comunicati, diffusi in occasione della nomina di membri degli organi sociali e dei vertici aziendali e alle delibere dell'assemblea (es. modifiche apportate allo statuto), riguardano essenzialmente informazioni relative al management e agli azionisti.

La maggior parte dei comunicati è stata emessa nello stesso giorno dell'evento a cui fa riferimento (es. approvazione del bilancio, perfezionamento di un accordo), mentre solo una ridotta percentuale, pari a circa il 7%, riporta le informazioni il giorno successivo.

Per quanto concerne la presenza nei comunicati di dati utili per il reperimento di informazioni ulteriori, negli anni osservati è stata rilevata una crescente indicazione dell'indirizzo del sito web aziendale (*home page*), che passa dal 22% dei casi del 2005 al 100% nel 2007³⁹¹, e di contatti aziendali (con recapito telefonico e posta elettronica), rappresentati prevalentemente dalla Direzione Relazioni Esterne e Comunicazione e dall'Ufficio Stampa nel 2005, e da Ufficio Stampa e IR nel 2006 e nel 2007.

4.3.4 Le presentazioni alla comunità finanziaria

Nei tre anni di osservazione le presentazioni ad analisti finanziari e investitori istituzionali³⁹² sono organizzate essenzialmente per la presentazione dei risultati periodici (annuali, semestrali e trimestrali) e per aggiornamenti strategici annuali³⁹³, per un numero variabile tra quattro e sei presentazioni all'anno in relazione alla possibile presentazione congiunta di più temi³⁹⁴.

Le presentazioni dei risultati periodici e del piano industriale³⁹⁵, in lingua inglese, sono trasmesse in *conference call* il giorno stesso in cui il Consiglio di Amministrazione approva i documenti corrispondenti, in seguito all'emissione di un

³⁹¹ Nel 2006 la percentuale di comunicati che indicano al termine della comunicazione l'indirizzo del sito web aziendale è pari al 60%.

³⁹² Si ricorda che, come già accennato, tali presentazioni sono rivolte essenzialmente agli analisti finanziari e agli investitori, ma sono accessibili anche da altri investitori o soggetti interessati alla società (in modalità *listen-only* per quanto riguarda i giornalisti).

³⁹³ Sulla sezione di *investor relation* del sito è presente anche una presentazione aggiuntiva relativa al progetto riguardante la creazione di un corridoio gas tra Italia Grecia e Turchia, che tuttavia non è stata oggetto di una *conference call* con la comunità finanziaria, bensì di un incontro con le istituzioni finalizzato al raggiungimento di un accordo intergovernativo. Per questo motivo, il materiale disponibile è stato escluso dall'analisi.

³⁹⁴ La presentazione congiunta di risultati e aggiornamento strategico ha avuto luogo soltanto in un'occasione nel marzo 2005 e riguarda contenuti sostanzialmente analoghi a quelli caratteristici delle due tematiche affrontate.

³⁹⁵ Si ricorda che il piano industriale "a scorrimento" è redatto con un orizzonte temporale di sei anni, con revisione e aggiornamento su base annuale.

comunicato *price sensitive* che diffonde una sintesi delle informazioni e annuncia la presentazione indicando le modalità per parteciparvi.

Le presentazioni relative ai risultati annuali e infrannuali hanno una struttura tendenzialmente costante, che comprende: informazioni di sintesi circa la situazione dei settori energia elettrica e idrocarburi, le principali grandezze economico-finanziarie presentate a livello consolidato, il risultato operativo dell'azienda per segmento, grandezze fisiche relative alle fonti e agli impieghi di energia e gas, gli investimenti tecnici e in esplorazione e la variazione delle disponibilità liquide.

Nelle presentazioni riguardanti il piano industriale e gli aggiornamenti strategici sono esposte innanzitutto le principali assunzioni alla base delle previsioni, con riferimento sia al profilo macroeconomico, sia alle dinamiche dei settori in cui l'azienda opera, seguite dagli obiettivi operativi e finanziari, presentati rispettivamente per i diversi anni del piano e per il termine finale della previsione. Gli obiettivi e le azioni strategiche per conseguirli sono presentati separatamente per il segmento energia elettrica e idrocarburi, con particolare attenzione per la dimensione dei processi produttivi attraverso l'indicazione di grandezze fisiche relative alla capacità installata e alle fasi concrete dell'action plan (es. piano di lancio dei nuovi impianti). Gli obiettivi finanziari sono espressi in termini di EBITDA, EBIT, CAPEX, ROI e posizione finanziaria netta a livello consolidato, con la sola specificazione della suddivisione dell'EBITDA su base settoriale.

In linea con l'approfondimento dei temi tecnici e operativi evidenziato nei diversi veicoli di comunicazione, tutte le presentazioni di carattere strategico comprendono poi nella parte conclusiva alcune diapositive riguardanti importanti operazioni e progetti in evoluzione (es. il terminal LNG ad Algeiras, il metanodotto di interconnessione Italia-Grecia).

Oltre ai contenuti informativi citati, in relazione alle rilevanti modifiche riguardanti la composizione dell'azionariato e il controllo di Edison alcune presentazioni contengono informazioni sintetiche (generalmente una sola diapositiva) in cui espongono agli operatori i cambiamenti intervenuti nella proprietà.

Seguendo una prassi molto diffusa in ambito statunitense, tutte le presentazioni disponibili per i tre anni osservati si concludono con un *disclaimer*, che individua negli investitori e negli analisti i destinatari del messaggio, specificando che la comunicazione non costituisce una sollecitazione all'acquisto o alla sottoscrizione di

azioni e contiene informativa prospettica, caratterizzata da un certo grado di rischio e incertezza.

Un aspetto da sottolineare riguarda la presenza nelle presentazioni di carattere strategico di marzo 2005 e gennaio 2006 di un'interessante informativa relativa ai principali *competitor* aziendali nel campo dell'energia elettrica e degli idrocarburi, tendenzialmente assente negli altri documenti rivolti agli investitori: i dati forniti (l'offerta di energia e gas da parte dei diversi operatori in termini fisici) sono tuttavia estremamente sintetici, e sono stati definitivamente eliminati dalle presentazioni a partire dal piano industriale 2007-2012.

Per quanto concerne l'accessibilità del materiale delle presentazioni, si sottolinea che, oltre alla disponibilità delle diapositive in formato pdf, sempre nella sezione di IR del sito web aziendale sono disponibili le registrazioni audio delle *conference call* effettuate a partire dalla fine dell'esercizio 2006, che possono essere scaricate o ascoltate in linea a seconda della presentazione.

Oltre alle presentazioni disponibili sul sito web aziendale, da informazioni presenti nella sezione dedicata alla sostenibilità del sito è possibile venire a conoscenza dell'organizzazione di un *roadshow* a Francoforte e della partecipazione di Edison a tre conferenze per il settore *utilities* organizzate da broker per presentare le società ai loro clienti investitori istituzionali e a due meeting allargati per clienti interessati in modo particolare a Edison. Tali presentazioni, tuttavia, non sono disponibili sul sito aziendale, né appare facilmente comprensibile la motivazione per cui tali informazioni non siano presenti anche nella sezione di IR.

4.3.5 La sezione di investor relation del sito web aziendale

Il sito web aziendale è stato oggetto nello stesso anno di una profonda ristrutturazione che ha rappresentato l'ultima operazione nell'ambito di un processo di modifica dell'immagine aziendale, volto a presentare Edison non più come società di ingegneri, attraverso la comunicazione di messaggi più freschi e giovani. All'interno della ristrutturazione del sito, gli obiettivi del ridisegno della sezione dedicata alle IR sono essenzialmente riconducibili a:

- l'adeguamento dello stile comunicativo alla nuova *brand image*;

- una comunicazione efficace del posizionamento, dei valori e della strategia aziendale a tutti i portatori di interessi;
- il miglioramento dell'accessibilità e della chiarezza delle informazioni sull'azienda;
- l'incremento della trasparenza e la diffusione simmetrica delle informazioni;
- l'aumento dell'interattività.

I criteri alla base del *design* del sito, realizzato con l'assistenza di una società di consulenza specializzata (Hallvarsson & Halvarsson)³⁹⁶, non sono stati puramente di carattere emotivo (focalizzati sulla prima impressione che il sito suscita nell'utente e finalizzati a trattenerlo sul sito il più a lungo possibile) o razionale (concentrati essenzialmente sui contenuti), bensì di tipo “esperienziale”, ossia derivanti da una sintesi delle due logiche.

Con riferimento al profilo dell'accessibilità e della chiarezza, la sezione è raggiungibile con un solo *click* dall'*home page* aziendale e consente un buon orientamento nella navigazione attraverso la presenza della mappa del sito e delle cosiddette briciole di pane, che consentono all'utente di tenere traccia del percorso seguito. All'interno del sito è inoltre presente una funzione di ricerca e per la lettura delle informazioni è possibile in qualsiasi momento modificare la lingua del sito con un singolo click sul pulsante “english” (a cui segue la visualizzazione della stessa pagina in lingua inglese) e aumentare (o ridurre) la grandezza dei caratteri di visualizzazione.

I contenuti del sito possono essere sintetizzati come segue:

- dati sintetici: riguardano il *business* aziendale, la situazione economica, patrimoniale e finanziaria, le azioni, gli *warrant* e i prestiti obbligazionari;
- documenti e altri materiali informativi: comprendono i bilanci, le relazioni infrannuali, le presentazioni agli analisti, gli avvisi, i comunicati e altri documenti relativi alle assemblee dei soci (es. relazioni illustrative);
- una rassegna delle relazioni degli analisti finanziari: comprende i rapporti di analisti *equity* e *fixed income*, con indicazione del broker, del nome dell'analista, della data e della raccomandazione espressa;
- le principali informazioni riguardanti gli assetti proprietari, le acquisizioni e le cessioni;

³⁹⁶ Tale società ha intervistato i manager e ha collaborato alla definizione dei processi e delle responsabilità nella gestione dei contenuti da pubblicare sul sito (*web content management*).

- una serie di strumenti volti a migliorare l'accessibilità e la comprensione delle informazioni su Edison: un archivio generale in cui è raccolta in formato scaricabile la documentazione più rilevante disponibile sul sito, il glossario di termini finanziari ed energetico-ambientali, le domande frequenti e un elenco di *link* utili;
- una sezione denominata “Edison live”: comprende una serie di *feed* RSS e un programma (Edison Synchro) per ricevere sul proprio *desktop* i suoi comunicati stampa, gli eventi e le ultime notizie che riguardano la società, un servizio di *alert* via e-mail e SMS per la comunicazione immediata di comunicati ed eventi, i *podcast*³⁹⁷ delle presentazioni e i collegamenti al *corporate blog* e al sito aziendale “Edison mobile” progettato per essere accessibile ai telefoni cellulari;
- i contatti aziendali e un modulo in linea per la richiesta di documenti.

A fronte della maggioranza dei dati presenti sul sito organizzati per categoria informativa e tipo di documento, appare interessante la presenza di un “*investor kit*” dedicato in maniera specifica agli investitori che intendono approfondire la conoscenza dell'azienda e comprendente i bilanci annuali e infrannuali, la presentazione del più recente piano industriale, il *company profile*, l'*annual review* e gli ultimi tre comunicati emessi.

Per quanto concerne l'equivalenza informativa, appare opportuno sottolineare che l'inserimento dei file audio delle presentazioni o la possibilità di ascolto in linea rappresentano un notevole arricchimento dell'informativa rispetto alla semplice messa a disposizione delle diapositive, dal momento che gli investitori hanno la possibilità di conoscere anche il commento ai risultati effettuato dai vertici aziendali, le domande provenienti dagli analisti finanziari e le relative risposte del top management.

L'interattività è stata incrementata attraverso la predisposizione del bilancio interattivo, del *databook* interattivo e della mappa interattiva di centrali e impianti (principali *asset* del gruppo), mentre gli strumenti presenti nella sezione “Edison live” e la possibilità per gli utenti di richiedere l'invio di una e-mail a seguito

³⁹⁷ Il *podcasting* è un sistema che permette di scaricare automaticamente file audio o video utilizzando un programma gratuito (es. iTunes), cosicché i contenuti arrivano direttamente nel computer e restano a disposizione dell'utente per poterli ascoltare o vedere in un secondo momento con il computer, l'ipod, il cellulare e i lettori di file mp3 e mp4.

dell'aggiornamento³⁹⁸ da parte della società di una specifica pagina di interesse (*page update alert*) sono finalizzati al miglioramento della tempestività nella comunicazione agli investitori.

Il *feedback* relativo ai contenuti e alle funzionalità del sito ristrutturato è stato poi raccolto sia attraverso il premio conseguito nel 2006 come secondo miglior sito aziendale italiano nella classifica stilata annualmente da Hallvarsson & Halvarsson³⁹⁹, sia attraverso un sondaggio effettuato in seguito alla ristrutturazione del sito tra gli analisti finanziari, i cui risultati hanno segnalato il gradimento di questa classe di interlocutori per i risultati del ridisegno.

4.3.6 Gli altri veicoli di comunicazione adottati

Oltre ai documenti finora esaminati, dal 2006 Edison pubblica in maniera del tutto volontaria l'*annual review*, che rappresenta un documento relativamente snello (46 pagine nel 2006, rispetto alle 86 della relazione sulla gestione) volto alla presentazione della società attraverso la comunicazione non solo dei risultati economico-finanziari del periodo, ma anche del profilo strategico e degli obiettivi futuri.

Tale documento, redatto in una veste grafica particolarmente accattivante attraverso un alternarsi di testi, immagini e grafici, tocca in maniera sintetica quasi la totalità delle categorie informative considerate nell'analisi dell'informativa di bilancio, con la sola esclusione dei riferimenti ai rapporti con i clienti e ai concorrenti.

Il gruppo è presentato con riferimento sia alla sua struttura, sia alla composizione dell'azionariato e alla *governance*, e la gestione è descritta con informazioni di dettaglio relative al settore dell'energia elettrica e a quello degli idrocarburi, di cui vengono tratteggiate le principali dinamiche e prospettive future. In aggiunta all'informativa sugli andamenti economico-finanziari a livello *corporate*, infatti, per ciascun *business* sono indicate le attività, i punti di forza, i risultati annuali e le priorità strategiche per il futuro, con particolare attenzione al profilo tecnico oltre che a quello economico-finanziario e con la descrizione dei principali eventi avvenuti nel corso dell'anno.

³⁹⁸ Si noti che ciascuna pagina del sito web di Edison riporta la data di aggiornamento dei contenuti in essa pubblicati.

³⁹⁹ La classifica è disponibile sul sito www.webranking.eu.

Particolari approfondimenti sono poi effettuati in relazione all'informativa di carattere strategico, che riguarda la strategia realizzata, il posizionamento aziendale e le intenzioni future, declinate per i due settori di attività. Oltre a questi aspetti e a differenza della *disclosure* di bilancio, nell'*annual review* sono inoltre presenti informazioni e indicatori quantitativi relativi alla dimensione ambientale, sociale e del personale.

Una funzione analoga a quella del documento appena descritto è svolta dalla presentazione del *company profile*, disponibile nelle sottosezioni dedicate all'*investor kit* e all'archivio generale in formato pdf, che contiene una descrizione sintetica del gruppo e della sua situazione. Anche in questo caso, infatti, sono esposte informazioni relative all'attività di Edison, ai suoi risultati e al suo piano di sviluppo; tuttavia, nei messaggi veicolati attraverso questo profilo l'accento è posto principalmente sulla descrizione sintetica dell'azienda, finalizzata non tanto ad aggiornare i destinatari sulla *performance* dell'anno trascorso (che è comunque comunicata), quanto piuttosto a presentare Edison, anche con informazioni di carattere economico-finanziario e strategiche, a soggetti che ancora non conoscono il suo modello di *business*.

4.4 Alcune considerazioni sul caso Edison

Come sottolineato dall'IRO nel corso dell'intervista e come emerge dall'analisi dei documenti, il caso Edison evidenzia innanzitutto la notevole influenza della fonte sulle caratteristiche assunte dal processo di comunicazione finanziaria, con particolare riferimento alle rilevanti trasformazioni dell'assetto proprietario e al settore di attività. Infatti, le attività e finalità delle IR, e più in generale delle comunicazione finanziaria di Edison, sono state senza dubbio condizionate dall'evoluzione della *governance* dell'azienda, che ha reso necessaria un'informativa legata ad approfondimenti sull'OPA, e in seguito una *disclosure* relativa al programma di investimenti e alle relative operazioni straordinarie. In questa prospettiva, per Edison si può parlare di IR e comunicazione finanziaria "fisiologica" a partire dalla fine del 2005 ed è su questo tipo di attività che vertono i contenuti dell'intervista e la maggior parte dei documenti analizzati.

In secondo luogo, le caratteristiche di Edison intese come antecedenti interni (la strategia di focalizzazione sull'energia e di sviluppo) condizionano fortemente il

messaggio che l'azienda decide di trasmettere al mercato, in cui particolare attenzione è rivolta al profilo strategico e dei processi con l'indicazione di numerosi dati (capacità, fonti, impieghi e così via) relativi a grandezze fisico-tecniche.

La codifica del messaggio coinvolge diverse funzioni e figure aziendali: gli uffici maggiormente impegnati nella preparazione dei documenti e degli incontri col mercato afferiscono all'area finanziaria e quella della comunicazione, che si occupano rispettivamente dei veicoli rivolti principalmente agli investitori e di quelli destinati a raggiungere un pubblico più ampio. All'interno delle aree, poi, uffici distinti si occupano della redazione di documenti diversi, per cui il controllo del top management (effettuato a seconda dei casi dal CFO, dal CEO o dal Direttore delle Relazioni Esterne e Comunicazione) appare il principale meccanismo di coordinamento formale.

La specializzazione dei differenti reparti rispetto ai veicoli di comunicazione e il mancato rinvio all'informativa pubblicata in altri documenti (es. rapporto di sostenibilità) per l'approfondimento dei dati diffusi dall'azienda possono essere considerati come il risultato di una concezione non unitaria del processo di comunicazione finanziaria; d'altro canto, alcune sezioni del sito *web* recentemente ristrutturato, quali l'*investor kit* e l'archivio generale che riuniscono materiali di diversa natura di potenziale interesse per gli investitori, rappresentano elementi che evidenziano una visione multiveicolo del processo indagato.

Per quanto concerne il processo di decodifica delle informazioni comunicate, nell'analisi dei documenti e degli altri veicoli sono state riscontrate alcune criticità, che derivano sostanzialmente da due ordini di problemi, in parte collegati tra loro. In primo luogo, la complessità dell'informativa è collegata a fattori esterni, riconducibili sia alla natura del *business*, la cui piena comprensione richiederebbe competenze di tipo specialistico, sia al contesto di riferimento normativo, che sta attraversando in questi anni una fase di profonde trasformazioni. Per risolvere almeno in parte tali problemi, la comunicazione dovrebbe riguardare non soltanto temi relativi all'andamento del *business* e alla *performance* economico-finanziaria dell'azienda, ma anche informazioni più generali sui mercati di riferimento.

Queste soluzioni sono adottate solo in parte nella comunicazione finanziaria di Edison, anche se il fatto che tali interventi siano abbastanza recenti lasciano auspicare una crescente attenzione verso questo profilo. Tale tendenza riguarda la predisposizione di documenti a carattere finanziario rivolti ai soggetti che intendono avvicinarsi alla società, quali l'*annual review* e il *company profile*, così come la disponibilità di

strumenti specifici volti a migliorare la comprensione dell'informativa prodotta (FAQ e glossario presenti nella sezione di IR del sito web aziendale).

La complessità interpretativa è tuttavia derivante anche da alcune differenze nella forma dei messaggi diffusi attraverso veicoli differenti, in particolar modo con riferimento ai dati relativi alla domanda e agli impieghi di energia elettrica, che sono esposti secondo tassonomie non coincidenti nei rendiconti periodici (annuali e infrannuali), nell'*annual review* e nel *company profile*, e alla descrizione delle categorie dei clienti di Edison, differente nel *company profile* rispetto alle risposte delle FAQ. Ciò potrebbe derivare in parte da uno scarso coordinamento nelle operazioni aziendali di preparazione del messaggio (si ricorda che i diversi documenti sono redatti da soggetti diversi) e parzialmente dalla rapida evoluzione della normativa, per cui tuttavia l'azienda si limita a divulgare brevi aggiornamenti su temi specifici, senza fornire un quadro complessivo del mercato né informazioni di supporto per interpretare le i dati aggregati in base a diverse classificazioni.

Se da un lato tali evidenze inducono a sottolineare la generale necessità di coordinamento nella comunicazione finanziaria, dall'altro possono essere interpretate nel caso specifico come il risultato dell'influenza esercitata dal subsistema dei destinatari sulle caratteristiche del processo: infatti, per il ridotto livello di investitori *retail* e la rilevante presenza di operatori professionali nel capitale aziendale è logico pensare che la comunicazione sia preparata secondo la domanda informativa espressa dai principali destinatari, che sono dotati di maggiori competenze e sono soggetti in misura ridotta alle criticità esposte.

CAPITOLO 5

IL CASO FIAT

5.1 Presentazione dell'azienda

Il gruppo Fiat, nato a Torino nel 1889, svolge attività industriali e servizi finanziari nel settore automotoristico, operando principalmente⁴⁰⁰ nella produzione e vendita di automobili, di macchine per l'agricoltura e le costruzioni, di veicoli industriali e di componenti e sistemi di produzione.

Presentando in estrema sintesi gli avvenimenti precedenti il triennio oggetto di indagine, appare importante ricordare che dal 1999 al 2002, in corrispondenza con il rallentamento del settore *automotive*, la *performance* aziendale ha subito un forte deterioramento per effetto di diversi fattori, riconducibili principalmente ad aspettative irrealistiche circa i propri prodotti, eccessiva diversificazione, sopravvalutazioni nelle acquisizioni, forte indebitamento e complessità organizzativa.

La scomparsa del presidente Umberto Agnelli e le dimissioni dell'amministratore delegato Giuseppe Morchio rappresentano nel 2004 un momento di crisi in anni già difficili sul piano economico e finanziario, a cui ha fatto seguito un rinnovamento dei vertici aziendali, con la nomina di Luca Cordero di Montezemolo a presidente e di Sergio Marchionne ad amministratore delegato.

Il nuovo management ha avviato un piano di ristrutturazione volto a migliorare l'efficienza e la competitività dell'azienda, con una concentrazione degli sforzi sul settore auto. Ciò è stato possibile in particolare con la fine dell'alleanza con General Motors⁴⁰¹ attraverso la risoluzione del *master agreement* e lo scioglimento della *joint venture* nel 2005, che ha comportato per Fiat la conquista di una nuova flessibilità strategica e le ha concesso la libertà di sviluppare strategie di crescita per il settore auto.

In tale segmento, la strategia si è concentrata sui prodotti, attraverso il riposizionamento dei marchi e il rafforzamento dell'identità, sull'efficienza produttiva, riducendo i costi nelle aree non essenziali, e sul potenziamento della rete di vendita, così

⁴⁰⁰ Il gruppo opera inoltre in settori quali i servizi, l'editoria e la comunicazione.

⁴⁰¹ Tale alleanza era stata stretta nel 2000 con la costituzione di due *joint venture* paritetiche relative alle attività europee dei due costruttori nell'ambito della propulsione e degli acquisti.

da favorire il successo nel lancio dei nuovi prodotti. L'identità di prodotto, in particolare per i nuovi modelli, è basata sia sullo stile, in linea con le tendenze manifestate dal mercato in evoluzione⁴⁰², sia sull'innovazione, potenziata per migliorare la qualità: i nuovi lanci (a partire dalla nuova Panda, dalla nuova Croma e dalla Grande Punto) sono studiati per rispondere alle esigenze della clientela, che presenta una frammentazione sempre maggiore, e per migliorare la credibilità dell'azienda agli occhi dei consumatori.

Il miglioramento dell'immagine di Fiat presso i consumatori, indispensabile per un aumento dei margini, passa anche attraverso il rafforzamento della rete distributiva e dei servizi post-vendita, con particolare riferimento al mercato italiano e alle maggiori aree metropolitane europee.

Sotto il profilo organizzativo, questi obiettivi sono perseguiti attraverso l'inserimento in azienda di manager stranieri o con esperienza tradizionale e interventi volti a rendere l'organizzazione più snella.

Per quanto concerne la composizione azionaria, il gruppo Fiat è controllato attraverso partecipazioni azionarie dalla famiglia Agnelli: l'azionista di maggioranza di Fiat è infatti rappresentato da Ifil Investments S.p.A., che è a sua volta controllato (con il 64% circa del capitale) da IFI – Istituto Finanziario Industriale S.p.A., la holding finanziaria di controllo del gruppo Agnelli, le cui azioni ordinarie sono detenute interamente dalla Giovanni Agnelli e C. S.a.p.az., il cui capitale è interamente posseduto dalle famiglie Agnelli e Nasi⁴⁰³. Di seguito è rappresentata l'evoluzione della composizione dell'azionariato negli anni osservati (*Figura 1*):

⁴⁰² Negli ultimi anni il mercato delle autovetture ha infatti subito profondi cambiamenti: le famiglie che acquistano un'auto sono generalmente più piccole, le donne sono cresciute come segmento e gli stili di vita si sono modificati (per esempio, molti consumatori richiedono un equilibrio tra consumi e *performance*).

⁴⁰³ La famiglia Nasi costituisce il ramo della famiglia Agnelli discendente da Carlo Nasi e Aniceta Agnelli, figlia del fondatore della Fiat Giovanni Agnelli.

	2004	2005	2006 ⁴⁰⁴
IFIL Investments S.p.A.	30,06%	30,46%	30,40%
TIAA Cref Inv. Mngt.	4,12%	-	-
Gruppo Generali	3,25%	2,38%	2,21%
Libyan Arab Foreign Inv. Co.	2,71%	2,28%	-
Mediobanca	2,65%	-	-
Gruppo Sanpaolo IMI	2%	-	-
Banca Intesa	-	6,08%	-
Unicredito	-	5,58%	5,71%
Capitalia	-	3,80%	-
BNL	-	2,73%	-
FMR Corp.	-	-	5,05%
Investitori istituzionali italiani	ca 10%	ca 10%	-
Investitori istituzionali esteri	ca 11%	ca 12,5%	-
Investitori istituzionali UE	-	-	21,97%
Investitori istituzionali non UE	-	-	7,76%
Altri azionisti	ca 34%	ca 24%	26,90%

Figura 1 – L'evoluzione nella composizione dell'azionariato (dati di fine esercizio)

(Fonte: Fiat)

Negli anni indagati la rappresentazione delle attività svolte dal gruppo Fiat nella comunicazione finanziaria è stata ridefinita nelle seguenti aree di attività:

- automobili: vi operano Fiat Auto (ridenominata Fiat Group Automobiles S.p.A. nel febbraio 2007), che produce e vende vetture (marchi Fiat, Alfa Romeo e Lancia) e veicoli commerciali (marchio Fiat) e offre servizi di finanziamento a fornitori e *dealer* e servizi di noleggio a clienti, Ferrari e Maserati, produttrici di autovetture sportive di lusso;
- macchine per l'agricoltura e le costruzioni: riguarda il campo dei trattori e delle macchine agricole in cui il gruppo opera attraverso la società Case new Holland (CNH);
- veicoli industriali: vi opera Iveco sia con la produzione e vendita di veicoli industriali, autobus, veicoli antincendio e per impieghi speciali, sia con la prestazione di un'ampia gamma di servizi finanziari a clienti e *dealer*;

⁴⁰⁴ Gli ultimi dati presentati riguardano il 2006, dal momento che al momento in cui si scrive non è disponibile il bilancio annuale 2007 e tali informazioni non sono disponibili sul sito web aziendale.

- componenti e sistemi di produzione: comprendono le attività svolte da Fiat Powertrain Technologies⁴⁰⁵ (motori e cambi per autovetture), Magneti Marelli (sistemi e componenti per autoveicoli), Teksid (componentistica metallurgica) e Comau (sistemi di automazione industriale);
- altri servizi: includono il settore di servizi *business solutions*, l'editoria e la comunicazione (La Stampa, Publikompass) e le holding di partecipazioni.

Il settore auto, come già evidenziato, è stato il *focus* principale dei profondi rinnovamenti strutturali e cambiamenti strategici avvenuti negli ultimi anni, dallo snellimento dell'organizzazione all'attenzione alla qualità del prodotto e ai *brand*, che sono stati il centro intorno al quale riorganizzare la struttura manageriale. In seguito al rinnovamento della strategia e al lancio di nuovi prodotti, le autovetture e i veicoli commerciali, pur in un mercato essenzialmente stabile, hanno fatto registrare negli ultimi anni una *performance* di rilievo in termini di quote di mercato con riferimento all'Europa occidentale. Un miglioramento è apprezzabile anche per quanto concerne Maserati, che sta rafforzando la sua focalizzazione nei mercati di riferimento europei e dedicando grandi risorse allo sviluppo di nuovi modelli, mentre una *performance* particolarmente soddisfacente riguarda Ferrari, che conferma la notevole capacità di attrazione dei suoi prodotti non soltanto nei mercati tradizionali, ma anche in quelli di più recente sviluppo. Pur mantenendo la sua naturale esclusività, nel 2006 Ferrari ha infatti incrementato le consegne al cliente finale del 4,8% per far fronte alla crescente domanda, con l'obiettivo principale di ridurre i tempi di attesa delle proprie vetture e per soddisfare le richieste di quei nuovi mercati che hanno registrato *trend* di crescita particolarmente interessanti.

CNH opera attraverso diversi marchi nel settore delle macchine per l'agricoltura e le costruzioni, ed è tra i principali produttori mondiali di trattori agricoli, mietitrebbia, macchine per il fieno e foraggio, vendemmiatrici e macchine movimento terra, con l'America Settentrionale e l'Europa come mercati di riferimento principali. All'inizio del periodo di osservazione la società ha conosciuto un declino nella quota di mercato delle macchine per l'agricoltura in particolare nel mercato nordamericano, a cui ha reagito attraverso il rinnovamento e l'ampliamento della propria offerta di prodotti.

Iveco ha guadagnato una posizione di leadership nel mercato dell'Europa occidentale grazie a un'offerta che comprende un'ampia e rinnovata gamma di veicoli commerciali, veicoli speciali e bus: tra questi i primi rappresentano i prodotti

⁴⁰⁵ Nel 2005, tale società era considerata parte del settore automobili.

maggiormente venduti, mentre i veicoli speciali e i bus nel 2006 pesavano rispettivamente per il 10% e il 14% circa a livello di fatturato.

Per quanto concerne l'area i componenti e i sistemi di produzione, l'area di attività vede impegnate diverse società ed è stata oggetto di una radicale trasformazione con la nascita di FPT Powertrain Technologies, in cui sono confluite le attività (motori e cambi per autovetture) di cui Fiat ha riacquisito il controllo in seguito allo scioglimento del Master Agreement con General Motors. I sistemi e componenti per autoveicoli, caratterizzati da una forte presenza internazionale e da un'ampia gamma di prodotti, hanno registrato una crescita della quota di mercato e del risultato operativo nella maggior parte delle aree geografiche, la componentistica metallurgica in un contesto di forti tensioni sui costi e sul mercato ha avuto un moderato miglioramento in termini di risultato operativo, mentre la *performance* dei sistemi di automazione industriale ha risentito della situazione del mercato di riferimento, caratterizzato da incertezza, riduzione dei volumi e forte pressione sui prezzi.

Negli altri servizi, il settore delle Business Solutions è ancora oggetto di un processo di trasformazione iniziato negli anni precedenti con la dismissione delle attività non prioritarie e la rifocalizzazione dei servizi prestati al cliente Fiat, mentre l'editoria e la comunicazione hanno registrato nel 2006 un rallentamento nel tasso di crescita per effetto di andamenti contrastanti tra i diversi reparti⁴⁰⁶.

Oltre a tale classificazione, i risultati del gruppo sono presentati nell'informativa periodica anche distinguendo l'andamento delle attività industriali e quello dei servizi finanziari, nell'ambito dei quali operano tre strutture⁴⁰⁷ che operano con partner europei e si occupano di concessioni di finanziamenti ai concessionari, a clienti *retail* e di noleggio a lungo termine.

I principali dati disponibili per la diverse aree di attività sono riepilogati in *Figura 2*.

⁴⁰⁶ In particolare, è stato registrato un *trend* molto positivo per internet, moderatamente positivo per radio, stampa periodica e quotidiana (con una significativa la crescita soltanto nella *free press*), a cui corrispondono una crescita zero per la televisione generalista (al contrario della tv satellitare, in crescita) e un calo significativo per affissioni e cinema.

⁴⁰⁷ Si tratta di Fiat Auto Financial Services, CNH Capital e Iveco Finance, che operano in Europa in partnership con Crédit Agricole, BNP e Barclays rispettivamente.

	<i>Ricavi netti</i>			<i>Risultato operativo</i>			<i>Attività operative</i>		
	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>
Fiat Auto	19.695	19.533	23.702	(1.412)	(818)	727	15.967	16.231	12.948
Ferrari	1.175	1.289	1.447	136	157	183	837	936	918
Maserati	409	533	519	(171)	(85)	(33)	312	235	300
Fiat Powertrain Tech.	-	4.520	6.145	-	81	102	-	4.220	4.103
CNH	9.983	10.212	10.527	399	611	592	15.224	17.860	17.756
Iveco	9.047	8.483	9.136	347	212	565	9.797	6.033	6.131
Magneti Marelli	3.795	4.033	4.455	148	127	175	2.228	2.363	2.294
Teksid	910	1.036	979	(42)	27	26	576	671	616
Comau	1.711	1.573	1.280	30	(8)	(272)	1.042	1.091	933
Business Solutions	976	752	668	34	7	28	636	341	228
Itedi	407	397	401	9	13	12	161	186	243

Figura 2 - Dati relativi alle aree di attività
(Fonte: Fiat; dati espressi in milioni di euro)

La *performance* positiva nella maggior parte delle aree di attività del gruppo si riflette naturalmente anche a livello di risultati complessivi (riepilogati in *Figura 3*), che evidenziano dal 2005, che rappresenta per Fiat l'anno della svolta, il ritorno all'utile in seguito a più esercizi in perdita. La trasformazione di Fiat in un gruppo industriale focalizzato sulle attività automotoristiche ha infatti migliorato sensibilmente l'andamento economico e ha consentito all'azienda il rafforzamento della struttura patrimoniale e la riduzione del debito industriale netto, contribuendo a rafforzare la credibilità dell'azienda, come confermano il miglioramento del *rating*⁴⁰⁸ nel 2006 e nel 2007 e la capacità di attrarre un elevato numero di investitori istituzionali dimostrata dalle più recenti operazioni di finanziamento.

⁴⁰⁸ Nel 2006 e nel 2007 hanno innalzato a più riprese il rating del gruppo le agenzie Fitch Ratings, Moody's e Standard and Poors, per giungere rispettivamente a BBB-, Ba1 e BB+ al termine del 2007.

	2004	2005	2006
Ricavi netti	45.637	46.544	51.832
Risultato della gestione ordinaria	50	1.000	1.951
Risultato operativo	(585)	2.215	2.061
Reddito netto di gruppo	(1.634)	1.331	1.065
Totale attivo	62.522	62.454	58.303
ROE	(37,96%)	15,33%	11,38%
Debt/Equity	0,86	0,34	0,17
EPS di base	(1,699)	1,250	0,789
P/E	-	6,0	13,0

Figura 3 - Andamento economico-finanziario del gruppo Fiat

(Fonte: Fiat; dati espressi in milioni di euro)

Tali risultati hanno inoltre consentito a Fiat di riprendere la distribuzione di dividendi nel 2007⁴⁰⁹, a seguito di un'interruzione di quattro anni.

Per quanto riguarda gli andamenti azionari, si ricorda che fino al 23 agosto 2007 Fiat era quotata sia sulla Borsa Italiana, sia al New York Stock Exchange (NYSE), al quale ha presentato il precedente 3 agosto la richiesta di *delisting* delle proprie *American Depositary Shares* (ADS), mantenendo semplicemente il programma di ADS di livello 1 stabilito con Deutsche Bank. Tale richiesta è stata motivata dal top management con i limitati volumi di contrattazione dei titoli Fiat negli Stati Uniti, e ha comportato quindi per l'azienda la cessazione degli obblighi informativi previsti dal Securities Exchange Act.

Considerando l'andamento del titolo sulla Borsa Italiana, la *performance* del triennio considerato è stata notevolmente positiva, passando da un prezzo per azione ordinaria di 5,975 a 17,498 euro, per una crescita pari al 292,85% sui tre anni. L'apprezzamento del titolo ha conosciuto una notevole accelerazione nel corso del 2006 con il concretizzarsi dei primi risultati del piano di rilancio aziendale e la presentazione del piano strategico 2007-2010, favorevolmente accolto dagli analisti finanziari che dal Fiat Investor and Analyst Day (8-9 novembre 2006) al termine del periodo di osservazione (31 dicembre 2007) hanno emesso solo sedici relazioni su sessantadue con raccomandazione *sell* o *underweight*.

L'andamento del titolo sulla Borsa Italiana nel triennio osservato è illustrato in *Figura 4*.

⁴⁰⁹ Il top management ha annunciato per il periodo 2007-10 una politica di dividendi con un 25% di payout annuale sugli utili netti consolidati.

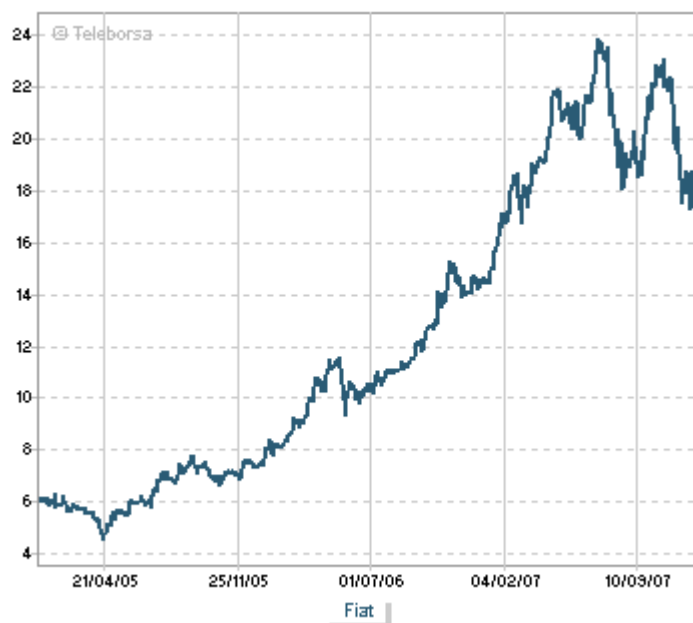


Figura 4 - Andamento del titolo Fiat nel periodo di osservazione
(Fonte: Borsa Italiana)

In seguito alla svolta del 2005, con l'implementazione di una strategia di rifocalizzazione basata sul riposizionamento dei *brand*, sul rinnovamento della gamma di prodotti e sull'impegno dedicato all'innovazione, concentrando gli sforzi del gruppo per il risanamento e per il rilancio dell'auto⁴¹⁰, Fiat ha completato il *turnaround* nell'anno seguente e con il piano strategico 2007-2010 ha indicato al Fiat Investor and Analyst Day del novembre 2006 le intenzioni strategiche e gli obiettivi economico - finanziari per il quadriennio successivo, con specifico riferimento alle diverse aree di attività in cui è impegnato il gruppo.

Il piano prevede per il settore auto una crescita internazionale da realizzarsi attraverso alleanze in grado di far conseguire sinergie al gruppo e di consentire l'accesso ai mercati emergenti, con particolare riferimento alla Cina, all'India, alla Russia, alla Turchia, all'Iran e all'Argentina. Un altro elemento particolarmente rilevante per il raggiungimento degli obiettivi posti dal piano è poi costituito dallo sviluppo del prodotto, in cui sono ricercati risultati soddisfacenti in termini di velocità, costo, qualità e innovazione attraverso la standardizzazione dei componenti, e l'utilizzo di architetture modulari.

⁴¹⁰ In questa prospettiva, Sergio Marchionne è stato nominato amministratore delegato anche di Fiat Auto nel febbraio 2005.

Per quanto concerne i motopropulsori (FPT Powertrain Technologies) e i componenti (Magneti Marelli), il piano 2007-2010 mira al trasferimento dei risultati tecnologici conseguiti ai prodotti, allo sviluppo di ulteriori sinergie e all'espansione delle vendite sul mercato *non-captive*, così da migliorare la redditività e i flussi di cassa attraverso l'incremento dei volumi e la riduzione dei costi.

Le prospettive per i veicoli commerciali riguardano prevalentemente un riposizionamento competitivo volto a incrementare i prezzi a seguito dell'introduzione di veicoli leggeri euro 4 e medio-pesanti euro 5, a cui si accompagna un miglioramento della qualità e un contenimento dei costi derivante dallo snellimento dell'organizzazione; inoltre, attraverso alleanze Iveco sta avviando una strategia di espansione in Cina, volta a cogliere le opportunità del mercato asiatico, per cui è prevista una notevole crescita nei prossimi esercizi.

Per i veicoli per l'agricoltura e le costruzioni è invece in previsione un radicale cambiamento di logica, passando da un approccio di tipo ingegneristico a un'organizzazione maggiormente orientata verso i clienti, al fine di riguadagnare la propria quota di mercato e di colmare il gap creatosi rispetto ai *competitor* sotto il profilo dei margini.

Il piano strategico prevede per il settore dei componenti un forte impegno per favorire la crescita sui clienti *non captive*, giapponesi, e sui mercati di Cina, Russia e India, a cui si accompagnano attività finalizzate allo sviluppo di nuove piattaforme, al contenimento dei costi attraverso attività produttive in Paesi vantaggiosi sotto questo profilo e al continuo miglioramento della qualità attraverso importanti attività di ricerca e sviluppo.

Alla realizzazione del piano strategico sono inoltre chiamati a contribuire i servizi finanziari, che possono fornire un sostegno al gruppo attraverso finanziamenti competitivi e favorire il raggiungimento degli obiettivi negli altri settori di attività aumentando il supporto finanziario ai concessionari e offrendo prodotti finanziari personalizzati a clienti privati e *corporate*.

5.2 L'azienda e i processi di codifica

5.2.1 Le IR e il loro ruolo nella comunicazione finanziaria

All'interno del gruppo un ruolo di particolare rilievo nella comunicazione con gli investitori è svolto dalla funzione IR, presente in Fiat già dagli anni Novanta e attualmente composta da quattro persone che vi si dedicano a tempo pieno.

La funzione IR si occupa prevalentemente della comunicazione esterna rivolta agli investitori *equity* (analisti *buy-side*, gestori, broker), agli investitori del credito (analisti, gestori, broker), agli analisti *sell-side*, alle agenzie di rating⁴¹¹ e in misura minore agli investitori *retail*, inoltre svolge attività a questa strumentali, quali il *benchmarking* con la comunicazione dei concorrenti, la valutazione dell'efficacia del processo e la trasmissione del *feedback* proveniente dal mercato all'interno dell'azienda.

Per quanto concerne il dialogo con la comunità finanziaria, la funzione IR comunica prevalentemente attraverso i seguenti veicoli:

- il bilancio annuale;
- presentazioni dei risultati trimestrali;
- presentazioni rese nell'ambito di *roadshow* tenuti nelle principali piazze finanziarie internazionali;
- presentazioni a conferenze organizzate nell'ambito dei saloni dell'automobile di Ginevra e di Francoforte;
- Fiat Investor & Analyst day;
- *group meeting* con gestori di fondi;
- incontri *one-to-one*;
- comunicazioni dirette con gli analisti e gli altri interlocutori attraverso telefono e posta elettronica.

In sintesi, le IR sono impegnate essenzialmente nelle comunicazioni trasmesse alla comunità finanziaria attraverso canali diretti⁴¹², rappresentati da presentazioni rese in diverse occasioni, incontri di gruppo, individuali e comunicazioni dirette.

⁴¹¹ In particolare, nella comunicazione con le agenzie di rating le IR offrono supporto a Fiat Capital Market.

⁴¹² Infatti, il budget della funzione IR comprende principalmente le spese relative alle trasferte e all'organizzazione degli incontri con la comunità finanziaria.

La rilevanza delle prime è tale da renderle oggetto di un piano annuale delle attività di IR, concordato al termine di ciascun esercizio insieme al CEO al fine di definire i *target* delle presentazioni in termini di piazze finanziarie e di periodi dell'anno, stabilendo gli eventi da promuovere e a cui partecipare durante l'anno. Nel corso dell'esercizio, poi, tale piano può essere integrato dalle IR in accordo con i vertici aziendali in relazione al verificarsi o alla programmazione di eventi specifici, per esempio in vista dell'emissione di un prestito obbligazionario o di un rinnovamento nella strategia aziendale (es. *roadshow* 2007 per l'emissione di un bond).

Tra le diverse tipologie di presentazioni rivolte alla comunità finanziaria, appare interessante sottolineare la rilevanza del Fiat Investor and Analyst Day⁴¹³, che consiste in due giorni di incontri con i vertici aziendali che vengono organizzati ogni due o tre anni per far conoscere ad analisti e investitori l'azienda e le sue prospettive future. Nell'ambito di questo evento hanno luogo diverse presentazioni concernenti l'andamento del gruppo nei diversi settori in cui opera e una presentazione del piano strategico che informa con un elevato livello di *disclosure* sui *driver* della *performance* dell'azienda e sul suo piano economico finanziario. Tale evento è di particolare interesse per gli interlocutori aziendali dal momento che oltre alle presentazioni, le quali coprono con un buon grado di dettaglio i profili informativi più rilevanti relativi ai diversi settori, è possibile per analisti e investitori incontrare direttamente il top management, il che consente loro di apprezzare alcuni aspetti "soft" che rivestono molta importanza ai fini della valutazione delle prospettive aziendali.

Le comunicazioni *spot* e i rapporti quotidiani con i singoli investitori e analisti, con cui si fa fronte alle richieste di delucidazioni e approfondimenti, rappresentano l'attività a cui è dedicata la maggior parte del tempo delle risorse dedicate alle IR. Le sole telefonate per le IR provenienti dagli operatori della comunità finanziaria e rivolte a questo scopo sono circa venti al giorno in media, fatta eccezione per il *black out period*, che consiste nell'intervallo di due settimane precedenti la comunicazione dei risultati trimestrali, in cui i flussi informativi con la comunità finanziaria si limitano al solo supporto per l'approfondimento su tematiche che escludono l'ultimo trimestre; in detto periodo la funzione IR prepara la documentazione necessaria per la *conference call* e svolge attività di supporto al *chief administrative officer* (CAO) e all'Ufficio Stampa per la predisposizione rispettivamente della relazione trimestrale e del comunicato stampa.

⁴¹³ L'ultimo Fiat Investor & Analyst day ha avuto luogo l'8 e il 9 novembre 2006.

Le e-mail rappresentano poi un ulteriore veicolo ampiamente utilizzato per la risposta ai quesiti posti da investitori attuali e potenziali, ma anche per l'invio di informazioni ai soggetti presenti nella mailing list di IR per iniziativa dell'azienda. La risposta alle domande dei propri interlocutori, che consente di ovviare all'insorgere di eventuali difficoltà nel processo di decodifica, è prevalente rispetto all'invio programmato di informazioni, che tuttavia appare estremamente utile per mantenere vivo l'interesse dei destinatari verso la società e per raggiungere tempestivamente numerosi soggetti. La funzione IR di Fiat ha infatti una *mailing list* contenente circa 3.000 contatti, in continua evoluzione e per questo soggetta ad aggiornamenti nel tempo; a tali soggetti non è inviata una vera e propria *newsletter*, bensì i comunicati stampa e alcuni aggiornamenti su base periodica relativi a specifici dati di *business*⁴¹⁴.

Gli invii postali, invece, avvengono solamente su richiesta e sono decisamente limitati (circa 50 all'anno), riguardando principalmente le domande di investitori e altri soggetti⁴¹⁵ di ricevere una copia cartacea del bilancio o delle relazioni infrannuali.

I veicoli elencati sono rivolti a un'insieme eterogeneo di destinatari, in relazione ai quali l'IRO Fiat avverte come principale distinzione quella tra il pubblico *equity* e il pubblico del credito (investitori e analisti): infatti, i primi sono più interessati agli aspetti operativi del *business*, mentre i secondi sono maggiormente focalizzati sugli aspetti finanziari. Con specifico riferimento al pubblico *equity*, la maggior parte delle informazioni sono di interesse per tutti gli interlocutori, tuttavia gli analisti cercano ogni segnale debole e sono attenti soprattutto ai dati operativi, ai dettagli e ai trend, che servono per l'aggiornamento dei loro modelli, mentre gli investitori sono più interessati a prospettive dell'azienda, con un orizzonte temporale più ampio.

Più in generale, l'impressione dell'IRO è che negli ultimi anni i contenuti della comunicazione finanziaria di Fiat desiderati dai destinatari siano notevolmente cambiati: in passato nel settore automobilistico i dati maggiormente appetiti dalla comunità finanziaria riguardavano i costi, la capacità produttiva e le quote di mercato, mentre adesso c'è più attenzione per i dati che possano presentare la strategia aziendale, i rischi e le opportunità, i fattori critici di successo e il quadro competitivo in cui

⁴¹⁴ Tali aggiornamenti hanno un *template* con contenuti standard, riguardante essenzialmente dati operativi (per esempio, per esempio, il numero di immatricolazioni trimestrali di vetture e veicoli commerciali nei principali paesi in cui opera l'azienda).

⁴¹⁵ Queste richieste provengono spesso da istituti di credito e università.

l'azienda opera⁴¹⁶, spostando necessariamente l'asse della comunicazione con la comunità finanziaria sempre più verso la *voluntary disclosure*.

A fronte di tale domanda informativa, le modifiche apportate di anno in anno alla comunicazione finanziaria dell'azienda sono attualmente di tipo incrementale, in seguito a un cambiamento radicale orientato a una maggiore apertura verificatosi nel 2004 per effetto dell'arrivo del nuovo CEO.

L'attività di *benchmarking* svolta dalla funzione IR riguarda sia monitoraggio del mercato attraverso studi dei risultati finanziari e commerciali dei principali competitor (Market Watch), sia un'analisi comparativa con l'attività IR dei concorrenti (anche operanti in settori differenti) che, pur non configurandosi come un'attività ordinaria, viene svolta al fine di cogliere spunti di riflessione. In questa prospettiva, un certo grado di confronto deriva inoltre dai rapporti con i colleghi che si occupano di IR in altre aziende, con cui esistono momenti di incontro sia in occasione di eventi collegati alle IR, sia per i contatti mantenuti al fine di coordinare le date delle presentazioni così da evitare sovrapposizioni.

La valutazione della comunicazione finanziaria comprende il monitoraggio, effettuato senza una formale pianificazione, delle reazioni iniziali degli analisti alla *disclosure* aziendale, per esempio a seguito della presentazione dei risultati trimestrali.

L'efficacia interna ed esterna della comunicazione è generalmente valutata senza il ricorso a parametri quantitativi, bensì attraverso un esame della qualità dell'informativa offerta e attraverso le informazioni disponibili circa la soddisfazione dei destinatari. Infatti, anche se tale approccio può apparire scarsamente oggettivo, i soggetti a contatto con la comunità finanziaria ricevono sempre un *feedback* nella comunicazione (per esempio, *feedback* formali a seguito dei *roadshow*, e-mail, telefonate), che rende possibile una certa conoscenza della soddisfazione del proprio interlocutore. Al contrario, il numero delle relazioni prodotte dagli analisti non viene considerato un buon indicatore dal momento che non rappresenta una variabile su cui l'azienda è in grado di esercitare il proprio controllo, essendo condizionata da molteplici fattori esterni. Volendo cercare misure più oggettive per valutare l'attività di IR, si può piuttosto esaminare se la funzione IR è riuscita a far fronte a tutte le richieste di

⁴¹⁶ Questi comprendono per esempio capacità di contenere i costi (economie di scala, sinergie intra e extra gruppo, convergenza/standardizzazione componenti, ecc.), le misure di *performance*, l'analisi dei dati, la qualità dei prodotti, i nuovi prodotti, il management, le strategie di sviluppo, la *brand recognition* e le sinergie intra ed extra-gruppo.

informazioni giunte all'azienda, senza tralasciare alcun interlocutore, o in alternativa il numero di incontri *one-to-one*.

I *feedback* ricevuti dal mercato vengono quindi comunicati al top management con un flusso continuo di informazioni attraverso relazioni, conversazioni dirette e e-mail, ma senza la previsione di momenti formali di incontro.

Dal punto di vista organizzativo, appare interessante notare che la funzione IR risponde direttamente al Group Treasurer, ma in molte circostanze (per esempio, nel corso dei roadshow) svolge attività a diretto contatto con il CEO.

5.2.2 Il processo di codifica

Bilancio e relazioni infrannuali

La redazione del bilancio, così come le relazioni infrannuali, comprende numerose fasi e coinvolge diversi soggetti. L'ufficio responsabile del processo è l'Ufficio Amministrazione e Controllo, ma la preparazione riguarda un insieme più ampio di partecipanti, poiché i dati pubblicati provengono direttamente dalle aree e dai responsabili interessati a seconda dell'argomento trattato.

La bozza iniziale e le versioni successive dei documenti vengono redatte dall'Ufficio Reporting e Bilancio con la collaborazione del Controllo e con il contributo di tutte le funzioni (comprese le IR), tra cui i rapporti esistenti sono continui nell'ambito di un processo definito dall'IRO Fiat come fortemente integrato, con un approccio di tipo *bottom-up*. Il controllo finale sui documenti, prima dell'esame del Consiglio di Amministrazione, è quindi affidato al Group Treasurer.

Comunicati stampa

L'avvio del processo dell'emissione di comunicati stampa per la tempestiva diffusione di notizie al mercato è determinato da una decisione del top management, in seguito alla quale i comunicati sono materialmente preparati dall'Ufficio Stampa.

Compito dell'Ufficio Stampa centrale del gruppo, che riporta alla funzione Communication⁴¹⁷ è quello di mantenere relazioni con giornalisti italiani e stranieri in maniera efficace e tempestiva: il gruppo Fiat è infatti molto spesso al centro dell'attenzione dei *media* ed è per questo necessaria un'intensa attività in risposta alla

⁴¹⁷ Tale funzione è costituita al 90% dallo stesso Ufficio Stampa.

stampa. Altrettanto intensa è la parte propositiva, di sostegno e promozione delle attività aziendali in stretta collaborazione con gli uffici stampa dei settori specializzati per le comunicazioni di prodotto, iniziative di marketing, ecc.. L'Ufficio Stampa centrale del gruppo si occupa di comunicazione economico-finanziaria, sindacale e corporate, mentre alla funzione IR spetta il delicato compito, congiuntamente all'Ufficio Media Relations e all'Ufficio Legale, di effettuare controlli sulla diffusione all'esterno di informazioni *price sensitive*, inviate poi materialmente dall'Ufficio Stampa.

Presentazioni

Come già precisato a proposito dell'attività della funzione IR, la scelta di organizzare presentazioni rivolte agli analisti finanziari e investitori istituzionali deriva dalla formazione del piano annuale di IR, predisposto ed eventualmente integrato dalle IR in accordo con il CEO.

A seguito di tale decisione, generalmente la presentazione è materialmente preparata dalla funzione IR, che la discute e la concorda con il CEO prima degli incontri. Per le presentazioni dei risultati trimestrali, invece, il processo di *review* è più collegiale e coinvolge diversi soggetti: intervengono infatti anche il Group Treasurer, il Group Controller, l'Ufficio Stampa e gli Affari Legali.

In vista del Fiat Investor & Analyst day viene inoltre redatto il piano strategico, che viene predisposto attraverso un processo particolarmente articolato, che coinvolge numerosi soggetti interni all'azienda, con particolare riferimento al CEO, ai responsabili dei *brand*, alle IR, al Group Treasurer, al Group Controller, all'Ufficio stampa e agli Affari Legali. Le linee guida del piano sono innanzitutto definite dal CEO, mentre la sua preparazione è affidata a un processo collegiale in cui le IR hanno un forte ruolo di coordinamento e visione complessiva. Per quanto concerne la stesura della presentazione, particolare attenzione è rivolta al profilo della comprensibilità, al fine di descrivere in maniera chiara e con messaggi di facile interpretazione le principali informazioni di *business*.

Incontri one-to-one

La maggior parte degli incontri di approfondimento su tematiche di sviluppo o di *performance* del gruppo vengono condotti dalle IR e avvengono sulla base delle richieste di gestori di fondi, broker e analisti *sell-side*, in seguito a una valutazione della domanda e in relazione ai vincoli di agenda. In alcuni casi è prassi organizzare un

incontro iniziale tra l'IR e gli investitori che non abbiamo una conoscenza approfondita o aggiornata del Gruppo per proseguire successivamente, se l'investitore è interessato, con un incontro con il top management.

In occasione di roadshow tali incontri si svolgono alla presenza del CEO o del CFO: al Salone dell'Automobile di Francoforte, per esempio, la presentazione è seguita da due giorni di incontri *one-to-one* della durata di un'ora circa. Di ogni incontro, avvenuto presso la sede aziendale o nel corso di altri eventi, le IR conservano una traccia attraverso appunti, così da creare uno storico degli incontri con ciascun investitore.

Visite in azienda

La visita degli stabilimenti industriali rappresenta un veicolo di comunicazione assai richiesto e apprezzato per gli investitori e gli analisti che seguono il gruppo Fiat, interessati a entrare in contatto con la componente più "concreta" dell'attività aziendale e a valutare direttamente le condizioni in cui si svolgono i processi produttivi.

Tali visite sono organizzate dalla funzione IR che si appoggia per gli aspetti logistici ai diversi reparti di volta in volta coinvolti e alle Pubbliche Relazioni. La disponibilità dell'azienda a soddisfare tali richieste è massima, tuttavia per motivi organizzativi legati alla sicurezza è difficile esaudire in tempi molto brevi le domande di singoli interlocutori, perciò le domande sono registrate in modo da poter ricontattare gli interessati per visite successive in cui vengono accorpate più richieste.

Sito internet

La gestione della sezione di IR del sito internet aziendale avviene interamente *in house*, attraverso la collaborazione di diverse funzioni, che ricorrono a consulenti e fornitori esterni solo con riferimento a servizi occasionali o di natura specifica (es. *newswire*).

All'interno dell'azienda, la gestione materiale del sito è affidata all'Ufficio IT, mentre il design è curato dall'Ufficio Comunicazione; per la sezione di IR i requisiti del sito e la struttura dei contenuti, così come le decisioni relative agli aggiornamenti sono di competenza dell'ufficio IR, che si coordina con l'Ufficio IT per l'esecuzione materiale delle operazioni programmate.

5.2.3 I soggetti coinvolti nel processo di comunicazione finanziaria

Le informazioni raccolte nel corso delle interviste evidenziano che la codifica dei messaggi destinati agli investitori e agli operatori della comunità finanziaria è un processo che coinvolge numerosi soggetti, prevalentemente interni al gruppo e dedicati alla preparazione delle informazioni da divulgare al mercato attraverso veicoli specifici. A tale fase della comunicazione finanziaria partecipano infatti:

- le IR, che svolgono un ruolo di particolare rilievo in particolare nella codifica dei messaggi trasmessi al mercato attraverso canali diretti;
- l'Ufficio Controllo, che partecipa attivamente alla redazione del bilancio;
- l'Ufficio Reporting e Bilancio, impegnato nella preparazione dei bilanci annuali e delle relazioni trimestrali;
- il Group Controller, coinvolto in parte nella redazione del bilancio e nella codifica delle presentazioni rivolte alla comunità finanziaria per l'esposizione dei risultati e del piano strategico in occasione del Fiat Investor and Analyst Day;
- il Group Treasurer, che svolge attività di controllo sulla redazione del bilancio e partecipa al processo collegiale di preparazione delle principali presentazioni, in cui spesso interviene direttamente;
- i responsabili dei brand, che sono chiamati a partecipare alla codifica del messaggio per i temi in cui sono interessati direttamente;
- l'Ufficio Stampa, che prepara direttamente i comunicati e interviene con altri soggetti nella preparazione delle presentazioni di risultati e piano strategico;
- le Pubbliche Relazioni, che coadiuvano le IR nell'organizzazione delle visite in azienda;
- l'Ufficio Comunicazione, che cura il design del sito web aziendale (e di conseguenza anche della sezione IR);
- gli Affari Legali, coinvolti nella preparazione delle presentazioni in cui viene diffusa un'ampia *disclosure* di carattere prospettico ;
- l'Ufficio IT, che gestisce materialmente il sito web aziendale;
- il CEO, che interviene nella codifica attraverso controlli e partecipazione diretta alla preparazione di alcuni messaggi;
- i consulenti esterni, che svolgono un ruolo occasionale o marginale nella gestione del sito internet del gruppo.

Alla comunicazione partecipano quindi soggetti operanti nell'area dell'amministrazione, finanza e controllo (IR, Ufficio Controllo, Ufficio Reporting e Bilancio), nell'area della comunicazione e dei rapporti istituzionali (Ufficio Stampa, Pubbliche Relazioni, Ufficio Comunicazione), nell'area legale (Ufficio Legale), in attività di supporto (Ufficio IT) e membri del top management (Group Treasurer, Group Controller, CEO).

A seconda del veicolo considerato, le attività di codifica sono affidate in prevalenza a un ufficio (es. comunicati stampa) o a un processo di carattere collegiale (es. presentazioni dei risultati), evidenziando un coordinamento di tipo formale soltanto nel secondo caso.

A grandi linee, le evidenze raccolte indicano che le IR svolgono un ruolo di estrema rilevanza nell'ambito della comunicazione di natura essenzialmente volontaria trasmessa attraverso canali diretti, mentre le altre funzioni dell'area finanziaria sono impegnate soprattutto nella preparazione dell'informativa dovuta e partecipano con altri soggetti alla codifica dei messaggi a questa collegati (es. presentazioni dei risultati trimestrali), in cui è coinvolta anche l'area legale. L'area comunicazione è impegnata in particolare nella preparazione dei messaggi diffusi tramite veicoli interessati in misura minore da dati di carattere economico-finanziario, mentre l'Ufficio IT e i consulenti esterni svolgono sostanzialmente attività di supporto nella gestione del sito web aziendale.

La partecipazione del top management alla comunicazione al mercato appare notevole, soprattutto con riferimento all'impegno profuso nelle presentazioni alla comunità finanziaria in un momento assai delicato per il gruppo. Si noti che tra le maggiori figure aziendali impegnate nel processo il CFO non è presente poiché in Fiat non esiste una figura unica responsabile delle attività di amministrazione, finanza e controllo, che sono invece ripartite tra il Group Controller e il Group Treasurer, i quali sono nominati congiuntamente dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari e riportano direttamente al CEO.

L'insieme dei soggetti coinvolti nella codifica del messaggio rivolto agli investitori e il loro intervento nella comunicazione finanziaria sono riepilogati in *Figura 5*.

	<i>Bilanci annuali e infrannuali</i>	<i>Comunicati stampa</i>	<i>Presentazioni</i>	<i>Presentazioni risultati</i>	<i>Presentazioni Fiat Investor and Analyst Day</i>	<i>Incontri one-to-one</i>	<i>Visite</i>	<i>Sezione IR sito web</i>
Investor Relation	S	C	A-P	P	P	P	P	P
Ufficio Controllo	P							
Ufficio Amministrazione e Controllo	P							
Group Controller				P	P			
Group Treasurer	C			P	P			
Responsabili dei brand					P			
Ufficio Stampa		P		P	P			
Pubbliche Relazioni							P	
Media Relations		C						P
Ufficio Comunicazione								P
Affari Legali		C		P	P			
Ufficio IT								P
CEO		A	A-C	C	A-P-C			
Consulenti esterni								P

Legenda:

A: avvio del processo

P: attività di preparazione in senso stretto

S: attività di supporto

C: attività di controllo

Figura 5 - I soggetti coinvolti nel processo di codifica e i veicoli di comunicazione

(Fonte: elaborazione da dati raccolti attraverso interviste)

5.3 Analisi delle forme di comunicazione finanziaria adottate

5.3.1 Il bilancio annuale

Il bilancio annuale Fiat ha mantenuto negli anni di osservazione la medesima struttura, che comprende:

- la lettera del presidente e dell'amministratore delegato⁴¹⁸;
- la relazione sulla gestione, all'interno della quale è presente un'ampia sezione dedicata all'andamento della gestione per settori di attività;
- il bilancio consolidato del gruppo Fiat, comprensivo dei prospetti⁴¹⁹, della nota integrativa e di un'appendice contenente l'elenco delle società del gruppo;
- il bilancio d'esercizio di Fiat S.p.A., composto di prospetti⁴²⁰ e nota integrativa;
- le relazioni della società di revisione e del collegio sindacale;
- le relazioni e le proposte sugli argomenti all'ordine del giorno.

A queste sezioni nei tre anni di osservazione è stata aggiunta un'appendice dedicata alla transizione ai principi contabili internazionali, pubblicata come parte integrante della relazione sulla gestione nel 2004, all'interno del bilancio consolidato nel 2005 e nel bilancio d'esercizio nel 2006, anno in cui sono presentati anche lo stato patrimoniale e il conto economico redatti in conformità ai dettami della delibera Consob n. 15519 del 27 luglio 2006, concernente le disposizioni circa gli schemi da adottare nei bilanci IAS-IFRS. La sezione dedicata alla transizione comprende contenuti variabili nel tempo: nel 2004 l'informativa è rivolta essenzialmente a comunicare ai lettori del bilancio le principali differenze esistenti tra principi italiani e standard internazionali, con l'anticipazione di alcune opzioni ed esenzioni già stabilite per l'adozione, mentre

⁴¹⁸ La lettera del Presidente e dell'Amministratore delegato è presentata in tutti gli anni indagati: nel 2004 è definita "Relazione introduttiva" ed è inserita all'interno della relazione sulla gestione, mentre negli anni seguenti assume l'attuale denominazione e precede la relazione.

⁴¹⁹ Nel 2004 sono presentati tra i prospetti solo lo stato patrimoniale e il conto economico e il rendiconto finanziario è pubblicato nella relazione sulla gestione, mentre a partire dal 2005 con l'applicazione dei principi IAS-IFRS il rendiconto finanziario e il prospetto delle variazioni del patrimonio netto vengono inseriti nella sezione dedicata ai prospetti contabili.

⁴²⁰ Come nel caso del bilancio consolidato, i prospetti si sono arricchiti di rendiconto finanziario (che per Fiat S.p.A. non era presente nella relazione sulla gestione) e prospetto delle variazioni del patrimonio netto con la transizione agli IAS, avvenuta nel bilancio 2006.

nell'anno di transizione (2005 per il consolidato e 2006 per il bilancio d'esercizio) le informazioni sono più precise e contengono riferimenti specifici ai prospetti pubblicati.

Rispetto alle categorie informative considerate nell'analisi, la relazione sulla gestione appare un documento sostanzialmente completo e ricco sotto il profilo della *disclosure*, in grado di fornire una sintetica presentazione della società e della sua attuale situazione con l'indicazione di alcuni dati specifici per approfondimenti su particolari aree di interesse (es. ricerca e innovazione).

Il gruppo è presentato brevemente attraverso informazioni relative alla sua struttura societaria, e di riflesso ai settori in cui opera, con *disclosure* specifiche circa i rapporti infragruppo e le parti correlate. Più in generale, l'informativa di settore è particolarmente ricca: nella parte iniziale della relazione sono fornite informazioni di dettaglio sui prodotti e servizi offerti per ciascun segmento, con indicazioni relative ai loro punti di forza e al loro inquadramento nella strategia aziendale, mentre la sezione finale è interamente dedicata alla presentazione dell'andamento della gestione per settori di attività. Questo è rappresentato per i diversi settori produttivi a cui appartengono le diverse società (Fiat Auto, Maserati, Ferrari, ecc.), con l'indicazione di contenuti variabili per ciascuna di esse: per tutte sono pubblicati alcuni dati sintetici di natura economica patrimoniale e finanziaria, unitamente a un commento sintetico sullo scenario e sui risultati ottenuti, a tali dati sono poi aggiunte alcune informazioni rilevanti rispetto all'attività specifica o alla situazione dell'azienda, quali approfondimenti sulla strategia, sull'innovazione, sul profilo commerciale e così via.

Le informazioni sullo scenario sono presentate prevalentemente in questa sezione con riferimento ai differenti segmenti, ma sono anche esposte nell'ambito delle previsioni per l'esercizio successivo, espresse in forma qualitativa (ma non generica) e sempre declinate nei diversi settori di attività.

Coerentemente con la strategia adottata, particolare attenzione è inoltre dedicata alla *disclosure* sull'innovazione tecnologica, a cui è dedicata un'intera sezione che descrive l'attività e i risultati ottenuti nell'esercizio dalle due aziende del gruppo che si occupano di innovazione (Centro Ricerche Fiat ed Elasis), con indicazioni specifiche sui progetti in corso e sul loro grado di avanzamento (es. domande di brevetti, brevetti registrati).

La relazione sulla gestione dedica ampio spazio all'analisi della situazione economico-finanziaria a livello *corporate*, presentando una sintesi dell'andamento economico, della situazione patrimoniale e finanziaria con rendiconto finanziario

consolidato delle disponibilità liquide, stato patrimoniale e conto economico riclassificati, corredati da note illustrative e da dati di dettaglio relativi al contributo apportato dalle attività industriali e finanziarie.

Appare invece interessante notare che, nonostante i frequenti richiami alla forte concorrenzialità del mercato di riferimento in diverse sezioni della relazione (nel commento all'andamento economico, alle scelte di ristrutturazione compiute ecc.), l'informativa sui *competitor* e sulla clientela sia decisamente scarna e limitata a riferimenti poco precisi in diversi punti del documento.

Anche le informazioni di carattere strategico sono presenti in più parti della relazione, tuttavia sono espresse - con riferimento al gruppo e ai settori - in maniera assai chiara sia per quanto concerne la strategia realizzata sia con riguardo alle intenzioni strategiche, e appaiono spesso riprese per commentare i risultati e giustificare gli obiettivi nella fase di risanamento attraversata negli esercizi indagati. La gestione dei rischi non è invece presentata nella relazione sulla gestione, bensì discussa (a partire dal 2005) al principio della nota integrativa al bilancio consolidato.

L'informativa sulle risorse umane comprende sia l'evoluzione del personale nel corso dell'esercizio e le attività svolte per la sua valorizzazione (es. formazione), sia dati di dettaglio relativi alle relazioni industriali nei diversi Paesi in cui opera il gruppo e alle conseguenze dei piani di ristrutturazione sul personale, con indicazione degli ammortizzatori sociali a cui l'azienda ha fatto ricorso nella gestione delle eccedenze occupazionali.

Per quanto concerne la dimensione sociale e ambientale, oltre a una sintetica informativa focalizzata sui risultati ottenuti circa l'impatto dei propri prodotti e della sua attività, Fiat riporta nei tre bilanci annuali esaminati una sintetica sezione intitolata "Rapporto di sostenibilità" in cui annuncia la predisposizione di tale documento, redatto dal 2004 con periodicità annuale, e ne indica finalità e contenuti, specificando (solo nel 2006) anche le coordinate per reperirlo sul sito web aziendale, dove è disponibile un questionario di valutazione per inviare all'azienda un *feedback* sull'iniziativa.

Un approccio simile è adottato anche per l'informativa sulla *corporate governance*, che è oggetto di una sezione dedicata, in cui è innanzitutto comunicata l'esistenza di una relazione sulla *corporate governance* redatta annualmente e disponibile sul sito web aziendale; i suoi aspetti più rilevanti rispetto alla relazione sulla gestione sono poi ripresi in forma sintetica, con particolare riferimento al consiglio di

amministrazione, ai comitati istituiti, al sistema di controllo interno, al collegio sindacale e ai piani di *stock option* adottati a favore dei dirigenti.

Infine, per quanto concerne direttamente la comunicazione finanziaria rivolta agli investitori, la relazione sulla gestione comprende una sezione dedicata agli azionisti in cui l'azienda dichiara che la comunicazione con gli azionisti e gli investitori istituzionali è un suo primario interesse, promosso con una politica attiva e attraverso un programma di IR sinteticamente delineato, con indicazione dell'indirizzo del sito e dei contatti per azionisti e titolari di ADR.

5.3.2 I bilanci infrannuali

Le relazioni semestrali presentano per i tre anni indagati la medesima struttura, che, con lievi variazioni imputabili principalmente alla transizione ai principi contabili internazionali⁴²¹, comprende le seguenti sezioni:

- una parte narrativa⁴²², in cui sono presentati prevalentemente dati relativi all'andamento economico – finanziario del gruppo, a livello *corporate* e rispetto ai singoli settori di attività;
- i prospetti contabili consolidati⁴²³ e le note illustrative a fine semestre;
- un breve paragrafo dedicato all'informativa sui rapporti infragruppo e con le parti correlate;
- una sezione relativa ai fatti di rilievo intervenuti dopo la fine del semestre e alla prevedibile evoluzione della gestione per l'esercizio in corso;
- un'appendice contenente l'elenco delle società del gruppo Fiat;
- i prospetti contabili di Fiat S.p.A.⁴²⁴, corredati da informazioni di dettaglio sull'andamento economico e finanziario;

⁴²¹ Nella semestrale 2005 e 2006, in cui i principi IFRS sono adottati rispettivamente nei prospetti consolidati e separati, è infatti presente un'appendice dedicata alla transizione ai principi IFRS nelle sezioni corrispondenti, in cui sono specificate le esenzioni, le riconciliazioni e la descrizione della transizione con riguardo alle principali poste.

⁴²² Tale sezione non ha una denominazione specifica, ma comprende diversi paragrafi distinti talvolta raggruppati sotto un unico titolo (es. "Andamento economico finanziario del Gruppo Fiat nel primo semestre").

⁴²³ Tali prospetti comprendono nel 2007 anche il conto economico, lo stato patrimoniale e il rendiconto finanziario redatti in conformità alla Delibera Consob n.15519 del 27 luglio 2006.

⁴²⁴ Al conto economico e allo stato patrimoniale si aggiungono, con la transizione ai principi internazionali nel 2006 anche il rendiconto finanziario e il prospetto delle variazioni del patrimonio netto,

- la relazione della società di revisione sulla relazione semestrale.

La sezione narrativa, analizzata utilizzando come riferimento le categorie informative già considerate per il bilancio, è decisamente snella (con una lunghezza compresa tra le ventitré e le trentadue pagine) e focalizzata prevalentemente su un'informativa di carattere economico – finanziario. Tali dati sono presentati in primo luogo con riferimento all'intero gruppo, per cui è presente un prospetto di sintesi, seguito dall'esposizione e dal commento dei diversi risultati economici (risultato della gestione ordinaria, risultato operativo, risultato ante imposte e risultato netto), della situazione patrimoniale e del rendiconto finanziario consolidato.

Informazioni analoghe sono poi pubblicate con riguardo ai segmenti: l'andamento economico è presentato con riferimento al settore automobili (con specifica indicazione dei valori relativi alle diverse società che lo compongono), alle macchine per l'agricoltura e le costruzioni, ai veicoli industriali, ai componenti e sistemi di produzione e alle altre attività, mentre la situazione patrimoniale e il rendiconto finanziario sono redatti facendo riferimento alla suddivisione tra attività industriali e servizi finanziari.

Nel complesso, nelle relazioni semestrali è possibile rilevare, così come nel bilancio annuale, una *disclosure* di tipo economico-finanziario focalizzata sull'indicazione e sul commento di numerose grandezze in valore assoluto, a cui si accompagna la comunicazione di un numero assai ridotto di indicatori di bilancio o quozienti di borsa.

A differenza del bilancio annuale, la *disclosure* sulle altre categorie è estremamente limitata: le informazioni sul gruppo si riferiscono principalmente all'illustrazione delle operazioni di cessione e acquisizione effettuate in attuazione del piano di risanamento, i dati su management e azionisti sono ridotti alla composizione del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale, mentre con riguardo ai dipendenti è semplicemente indicata la loro evoluzione in termini quantitativi. Lo scenario, i prodotti e la strategia vengono presentati non in sezioni dedicate, ma nel corso dell'illustrazione dell'andamento aziendale per spiegare l'origine e le motivazioni dei risultati conseguiti, mentre le informazioni sui rapporti con le forze competitive e con la clientela, sull'innovazione e sui temi ambientali e sociali sono sostanzialmente assenti.

e con il 2007 il conto economico e lo stato patrimoniale ai sensi della Delibera Consob n.15519 del 27 luglio 2006.

Tali contenuti suggeriscono che la funzione attribuita alla relazione semestrale dall'azienda sia quella di aggiornare circa l'andamento economico-finanziario del gruppo e dei differenti settori di attività in cui esso opera, fornendo informazioni di dettaglio solo in relazione alla illustrazione e alla spiegazione dei risultati ottenuti e rinviando al bilancio annuale per i contenuti meno soggetti a variazioni nel corso dell'esercizio (es. *corporate governance*, politiche nella gestione del personale ecc.).

Per quanto concerne il profilo dell'utilizzo dei canali di comunicazione finanziaria da parte dell'azienda, appare interessante rilevare che la relazione semestrale nella pagina dell'indice informa i lettori che la relazione è disponibile anche su internet, specificando l'indirizzo del sito web aziendale.

La relazione trimestrale, seppur con un maggior grado di sintesi, contiene sostanzialmente le stesse categorie informative presentate nella semestrale e, con l'eccezione della relazione del primo trimestre 2005⁴²⁵, mantiene nei tre anni indagati la medesima struttura che comprende sinteticamente⁴²⁶:

- una sezione introduttiva, focalizzata su dati economico-finanziari relativi al gruppo e ai singoli segmenti;
- i prospetti contabili consolidati, che in conformità a quanto richiesto dai principi contabili internazionali comprendono lo stato patrimoniale, il conto economico, il rendiconto finanziario e il prospetto delle variazioni del patrimonio netto;
- le note illustrative.

I contenuti informativi della parte narrativa, così come la sua ampiezza, ricalcano sostanzialmente quelli già descritti a proposito della relazione semestrale con riguardo all'informativa relativa sia all'andamento *corporate*, sia alla *performance* dei segmenti. Per quanto concerne la prima, il documento presenta inizialmente alcune grandezze di sintesi di natura economica e patrimoniale e una relazione introduttiva⁴²⁷,

⁴²⁵ In tale relazione i contenuti in seguito esposti e la sezione introduttiva comprendente la *disclosure* sull'andamento economico e finanziario costituiscono l'oggetto esclusivo della sezione denominata "Prospetti contabili consolidati e relative note di commento".

⁴²⁶ Come già rilevato a proposito del bilancio, anche le due relazioni trimestrali del 2005 comprendono un'appendice dedicata alla transizione ai principi contabili internazionali: la prima (redatta in occasione del passaggio agli IAS-IFRS) presenta sia la descrizione degli standard e le principali differenze rispetto ai principi italiani, sia le informazioni relative alla prima applicazione (es. esenzioni) e le riconciliazioni accompagnate da informazioni di dettaglio riguardanti le singole poste, la seconda è invece meno ampia e più focalizzata sulla riconciliazione e sulle relative note.

⁴²⁷ Si noti che nelle relazioni trimestrali relative al terzo trimestre sia la sintesi dei risultati presente nella relazione introduttiva sia la descrizione dell'andamento economico del gruppo sono presentate con riferimento al trimestre e ai primi nove mesi dell'esercizio.

che riassume i principali risultati ottenuti, riepiloga gli eventi di rilievo avvenuti in seguito alla fine del trimestre e le prospettive per l'esercizio in corso; in seguito sono pubblicate informazioni quantitative relative all'andamento economico, finanziario e alla situazione patrimoniale del gruppo, corredate da commenti e spiegazioni dei risultati ottenuti.

L'informativa di segmento è oggetto di particolare attenzione ed è resa con riferimento all'aspetto economico, finanziario e patrimoniale sia per le aree di attività (che comprendono automobili, macchine agricole e per le costruzioni, veicoli industriali, componenti e sistemi produttivi e altre attività), sia per le attività svolte (attività industriali e servizi finanziari).

Con riguardo alle altre categorie informative, dati concernenti lo scenario, i prodotti e la strategia sono pubblicati nell'ambito dell'illustrazione dei risultati economici e finanziari, e sono presenti in brevi sezioni autonome dati relativi alla composizione degli organi sociali e alle dinamiche del personale.

Come già rilevato a proposito della relazione semestrale, anche al principio della relazione trimestrale i lettori vengono informati che questa è disponibile su internet, specificando l'indirizzo del sito web aziendale, diversamente da questo documento tuttavia la trimestrale non comprende nella parte iniziale alcun indice, che potrebbe invece consentire al lettore un più rapido orientamento e una migliore consultazione della relazione.

5.3.3 *I comunicati price sensitive*

Negli anni di osservazione, Fiat ha emesso 144 comunicati *price sensitive* per la tempestiva comunicazione al mercato di informazioni in grado di modificare il prezzo del titolo, relative sia a eventi esterni, sia a operazioni aziendali di carattere ricorrente o meno.

Per quanto concerne i primi, le occasioni più frequenti sono rappresentate da dichiarazioni dell'azienda effettuate in maniera volontaria o dietro richiesta di Consob in risposta a *rumour* diffusi sul mercato in un periodo caratterizzato da numerose cessioni di partecipazioni e modifiche nelle alleanze, configurando un tipico esempio di comunicazione di tipo reattivo.

Gli eventi ricorrenti che hanno condotto all'emissione di comunicati sono rappresentati principalmente dalle attività svolte periodicamente dal Consiglio di Amministrazione, relative all'approvazione dei risultati annuali e infrannuali e alla comunicazione del calendario finanziario dell'anno successivo. Appare interessante rilevare che i primi contengono naturalmente un ampio numero di dati economico-finanziari, riferiti sia al gruppo sia ai singoli segmenti, ma anche dettagliati commenti sui risultati conseguiti, con indicazioni che collegano le *performance* all'attuazione della strategia aziendale. Nell'esposizione della *performance* del periodo (e più in generale di informazioni economico - finanziarie), particolare attenzione è inoltre posta al raffronto tra i risultati raggiunti e gli obiettivi prefissati, al fine di fornire elementi concreti circa la possibilità di realizzare effettivamente il progetto strategico del gruppo.

Per quanto riguarda la presentazione dei risultati annuali, si evidenzia che è l'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione (e la conseguente convocazione dell'assemblea) a rappresentare il momento della più ampia comunicazione, con la prima pubblicazione anche dei prospetti contabili consolidati e della capogruppo, mentre in occasione dell'approvazione da parte dell'assemblea nel 2005 e nel 2006 non è stato emesso alcun comunicato *price sensitive*, e nel 2007 soltanto un comunicato con informativa assai limitata.

Oltre a comunicare dati di sintesi di natura economico-finanziaria, i comunicati che informano sull'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione, così come quelli relativi alla transizione agli IAS o ai risultati preliminari, annunciano generalmente anche l'organizzazione di una *conference call* per lo stesso giorno con indicazione delle coordinate del sito per consentire agli interessati di parteciparvi. Il collegamento tra i due veicoli di comunicazione è biunivoco: infatti, anche nell'archivio delle presentazioni dei risultati (per cui sono disponibili le diapositive) sono inseriti i *link* ai file dei comunicati stampa corrispondenti, che commentano in modo più esteso la *performance* rispetto alle sole diapositive.

Gli altri eventi che hanno determinato l'emissione di comunicati stampa sono strettamente correlati all'attuazione del piano di risanamento del gruppo, basato su una strategia di focalizzazione sul settore automobilistico, sul rafforzamento della struttura patrimoniale e sulla riorganizzazione.

Con riferimento al primo aspetto, è interessante notare che i comunicati relativi agli accordi commerciali rappresentano la più frequente motivazione nella diffusione di comunicati *price sensitive* e riguardano diverse fasi dell'implementazione del piano: nel

2005 sono prevalentemente riferiti agli sviluppi e alla conclusione dell'alleanza industriale con General Motors, che ha condotto alla risoluzione del Master Agreement il 13 maggio 2005, mentre negli esercizi successivi riguardano le nuove alleanze con partner operanti in Paesi caratterizzati da un alto tasso di crescita, quali Cina, India e Russia.

La modifica della struttura finanziaria è quindi oggetto dei comunicati emessi in occasione degli aumenti di capitale del 2005 e dei finanziamenti attraverso prestiti obbligazionari nel 2006 e nel 2007, che contengono prevalentemente informazioni economico – finanziarie di dettaglio sull'operazione relativa.

Il rafforzamento della struttura manageriale, in terzo luogo, ha comportato nel periodo di osservazione alcuni interventi di riorganizzazione e la nomina di manager stranieri o comunque con esperienze internazionali alle spalle, che sono state oggetto di comunicati *price sensitive* in particolare all'avvio del piano di risanamento.

Appare interessante notare che, come nel caso dell'approvazione dei risultati, numerosi comunicati relativi a eventi specifici (es. accordi commerciali) non si limitano a fornire informazioni di dettaglio circa le operazioni effettuate e circa prodotti e processi, ma presentano l'evento inquadrandolo nell'ambito della strategia aziendale, al fine di offrire una *disclosure* completa in grado di sviluppare la fiducia degli investitori nel piano di rilancio aziendale.

In questa prospettiva possono essere interpretate anche le operazioni di acquisto di azioni proprie da parte dell'azienda e di azioni della società da parte di esponenti del top management (anch'esse oggetto di comunicati *price sensitive*), che costituiscono il tipico segnale inviato al mercato per sottolineare l'impegno e la fiducia dell'azienda nel raggiungimento degli obiettivi fissati.

Gli eventi che hanno condotto all'emissione di comunicati *price sensitive* nel triennio indagato sono sintetizzati in *Figura 6*.

	2005		2006		2007	
Accordi commerciali/industriali	11	24,44%	11	23,91%	9	16,98%
Approvazione risultati dal CdA	6	13,33%	5	10,87%	5	9,43%
Acquisto azioni proprie	0	0,00%	0	0,00%	15	28,30%
Acquisto / vendita partecipazioni	5	11,11%	7	15,22%	1	1,89%
Finanziamenti attraverso debito	2	4,44%	6	13,04%	4	7,55%
Risposta a rumour / richieste di Consob	4	8,89%	5	10,87%	1	1,89%
Nomina / dimissioni top management	4	8,89%	3	6,52%	2	3,77%
Rating	0	0,00%	3	6,52%	6	11,32%
Esame budget da CdA	1	2,22%	1	2,17%	2	3,77%
Acquisto azioni da top management	1	2,22%	3	6,52%	0	0,00%
Aumenti di capitale	3	6,67%	0	0,00%	0	0,00%
Calendario finanziario	1	2,22%	1	2,17%	0	0,00%
Riorganizzazione societaria	2	4,44%	0	0,00%	0	0,00%
Delibere dell'assemblea	0	0,00%	0	0,00%	2	3,77%
Transizione agli IAS	2	4,44%	0	0,00%	0	0,00%
Altro	3	6,67%	1	2,17%	6	11,32%
<i>Totale</i>	<i>45</i>	<i>100,00%</i>	<i>46</i>	<i>100,00%</i>	<i>53</i>	<i>100,00%</i>

Figura 6 - Comunicati price sensitive ed eventi descritti

(Fonte: elaborazione da comunicati)

Per quanto riguarda il momento in cui il comunicato è emesso rispetto all'evento riportato, la maggioranza dei comunicati riporta le informazioni nel giorno stesso dell'avvenimento (per esempio, il giorno in cui l'agenzia comunica l'innalzamento del rating), tuttavia circa un quarto dei comunicati non contiene riferimenti temporali precisi, indicando semplicemente che una determinata operazione è stata effettuata oppure si verificherà in futuro, senza indicare se la decisione sia stata annunciata il giorno stesso da un esponente del top management, approvata dal consiglio di amministrazione o altro, rendendo così difficile comprendere il grado di certezza associato all'evento futuro.

Al fine di favorire l'approfondimento delle notizie diffuse e il contatto diretto con l'azienda, con positivi effetti sul processo di decodifica, quasi la totalità dei comunicati⁴²⁸ (con l'eccezione di quelli emessi all'approvazione dei risultati) riportano a margine del testo l'indirizzo del sito web aziendale e i riferimenti per contattare l'azienda, generalmente costituiti da indirizzo, numero telefonico, fax e indirizzo di posta elettronica dell'Ufficio Comunicazione (Fiat Communications).

Con riferimento al profilo dell'accessibilità, tutti i testi dei comunicati sono disponibili nella sezione di IR del sito web aziendale in una sottosezione dedicata e

⁴²⁸ Con precisione, 121 su 144 nell'arco del triennio.

immediatamente visibile, inoltre i comunicati relativi all'approvazione dei risultati sono disponibili anche nella pagina web delle presentazioni, come informazioni aggiuntive rispetto alle sole diapositive.

In sintesi, considerando nel suo complesso il ricorso ai comunicati *price sensitive*, questi appaiono un veicolo frequentemente utilizzato dall'azienda per informare con tempestività gli investitori circa le diverse fasi dell'attuazione del progetto strategico e presentano a loro volta collegamenti con altri veicoli, quali le presentazioni agli analisti e la sezione IR del sito web aziendale.

5.3.4 Le presentazioni alla comunità finanziaria

Come già evidenziato, Fiat comunica attraverso presentazioni rivolte alla comunità finanziaria in occasione dell'approvazione dei risultati annuali o infrannuali da parte del Consiglio di Amministrazione, nel corso dei Saloni dell'Automobile che hanno periodicamente luogo a Ginevra e a Francoforte, nell'ambito di *roadshow* programmati dall'azienda (che negli ultimi anni hanno toccato le principali piazze finanziarie europee e statunitensi)⁴²⁹ o di incontri organizzati da gestori e intermediari finanziari.

A queste motivazioni si è aggiunta nel solo 2005 la transizione agli IAS-IFRS, per cui l'azienda ha effettuato una presentazione volta a descrivere i provvedimenti che hanno condotto all'adozione dei principi contabili internazionali evidenziando le differenze rispetto ai principi italiani, per poi esporre l'impatto della transizione sui propri conti; appare interessante notare che la riconciliazione è presentata non soltanto per i dati consuntivi, ma anche per gli obiettivi aziendali, così da permettere agli investitori di valutare il loro raggiungimento con i risultati aziendali espressi secondo i nuovi principi.

Oltre all'occasione che ha dato avvio alla comunicazione, queste classi di presentazioni si differenziano per il canale utilizzato: generalmente gli interventi relativi ai risultati (così come la presentazione sul passaggio agli IAS), precedentemente annunciati in comunicati *price sensitive*, sono infatti trasmessi attraverso *conference call*, in cui gli analisti e gli investitori possono ascoltare e porre domande (i giornalisti e tutti gli altri interessati sono ammessi solo in modalità *listen-only*), mentre le altre si

⁴²⁹ A tali *roadshow* possono partecipare il CEO/CFO con la funzione IR oppure solamente quest'ultima.

svolgono in sedi diverse da quella aziendale in compresenza fisica di esponenti aziendali e pubblico.

Per quanto concerne le figure aziendali impegnate in questa forma di comunicazione, la loro partecipazione è strettamente collegata al contenuto dell'intervento: la presentazione dei risultati è resa dal CEO Sergio Marchionne, dal Group Treasurer e dall'IRO, ai *roadshow* partecipano generalmente il CEO e le IR, mentre al Saloni dell'Automobile la presentazione dell'azienda è curata dal CEO, dalle IR e dai responsabili di *brand* direttamente coinvolti.

La struttura delle presentazioni, per quanto simile all'interno della stessa tipologia, non è rigidamente fissata⁴³⁰, in particolare nel caso dei *roadshow* si adatta sia alla particolare situazione dell'azienda che ai destinatari a cui il messaggio è rivolto: nel caso delle presentazioni negli Stati Uniti, per esempio, la parte introduttiva che descrive l'azienda e le *performance* degli ultimi anni è tendenzialmente più ampia rispetto a quella degli incontri avvenuti nelle maggiori piazze finanziarie europee.

Nel complesso, il contenuto delle presentazioni è costituito da informazioni relative allo scenario, al processo e ai prodotti, ai rapporti con le forze competitive, alla clientela e alla strategia, con ampio spazio dedicato alla *disclosure* settoriale e all'informativa economico-finanziaria. Naturalmente, il peso delle diverse classi è funzione dell'evento in relazione al quale è organizzata la presentazione: nella discussione dei risultati l'attenzione è focalizzata sui dati di carattere economico-finanziario, con sintetici richiami alla strategia e agli aspetti più operativi del *business*, mentre il contrario è vero per gli interventi effettuati nel corso dei Saloni dell'Automobile, e un equilibrio intermedio caratterizza le presentazioni rese nell'ambito di *roadshow* all'estero.

I dati concernenti prodotti e processi sono oggetto di grande attenzione, il che appare senza dubbio comprensibile considerando che il punto centrale del risanamento del gruppo è rappresentato dal riposizionamento del *brand*⁴³¹ attraverso il lancio di nuovi modelli, maggiormente rispondenti ai bisogni dei differenti segmenti del mercato, ma anche frutto di fasi di lavorazione comuni. Tale strategia, come già ricordato, si fonda innanzitutto sulla percezione che la clientela ha della qualità offerta, sia in termini

⁴³⁰ Anche se la struttura della presentazione varia a seconda dell'occasione, alcune diapositive generali sul gruppo o relative alla strategia sono state utilizzate in molteplici incontri differenti.

⁴³¹ L'attenzione per la promozione del brand è rintracciabile nella stessa veste grafica delle presentazioni agli analisti finanziari, che nel 2007 si aprono e si chiudono con diapositive completamente occupate da fotografie degli ultimi modelli lanciati, privi di titolo (indicato nella seconda diapositiva) e talvolta arricchite da slogan (es. "500 wants you!").

di prodotto, sia in termini di servizi post-vendita, che è riflessa nella comunicazione con la pubblicazione di dati relativi a ricerche di mercato e di testimonianze (es. lettere dei clienti finali) di *customer satisfaction*.

Le informazioni fornite circa i rapporti con le forze competitive comprendono un numero limitato di dati relativi a fornitori e *competitor*, mentre assai numerose sono le indicazioni riguardanti i clienti, con particolare riferimento a quelli del settore auto, di cui sono descritte le tendenze evolutive che hanno guidato la progettazione dei nuovi modelli. Un tema ricorrente è inoltre rappresentato dalle attività implementate per il miglioramento della rete distributiva, che è stata nel passato uno dei punti di debolezza del gruppo ed è invece indispensabile per il successo nel lancio di nuovi prodotti.

La strategia è senza dubbio l'elemento maggiormente presente negli interventi del top management di fronte alla comunità finanziaria: ciò è evidentemente conseguenza del piano di risanamento predisposto dalla società, che è intenzionata a creare consenso e fiducia intorno al suo progetto, e fornisce un importante contributo alla spiegazione e al commento di obiettivi e risultati aziendali.

Per quanto concerne l'informativa di carattere economico-finanziario, è interessante notare che la maggior parte delle presentazioni contiene l'indicazione di obiettivi di questa natura, che riguardano sia il raggiungimento degli obiettivi fissati negli esercizi precedenti, sia la comunicazione di target per il futuro. Questo atteggiamento di responsabilità rispetto alle previsioni effettuate appare un elemento essenziale per sviluppare negli investitori fiducia verso il top management e verso il progetto aziendale, obiettivo che nelle presentazioni viene perseguito anche in maniera più esplicita, attraverso messaggi di vario genere volti a riconoscere alcune debolezze della passata gestione e a sottolineare un nuovo impegno nel conseguimento dei risultati e nella trasparenza con il mercato⁴³².

Appare quasi superfluo sottolineare poi che nella *disclosure* veicolata tramite le presentazioni vi sia un ampio spazio dedicato all'informativa di segmento, dal momento che la maggior parte dei dati comunicati, siano essi di natura strategica, operativa o economico-finanziaria, riguardano un particolare settore di attività del gruppo.

⁴³² Tra gli altri aspetti di interesse riguardanti l'informativa economico-finanziaria e il suo collegamento con la strategia, sembra interessante evidenziare la comunicazione di dati di estremo dettaglio relativi ai finanziamenti (es. maturità del debito), in linea con l'obiettivo strategico di rafforzamento della struttura finanziaria aziendale.

Salvo un'unica eccezione⁴³³, le presentazioni rese da Fiat contengono al termine dell'intervento una diapositiva contenente un *safe harbor statement*, volto a limitare il rischio di contenziosi derivante dalla comunicazione di informazioni prospettiche, soggette a rischi e incertezza, e recante l'indicazione dei fattori al di fuori del controllo dell'azienda che potrebbero condizionare l'avverarsi delle previsioni effettuate.

L'ultima diapositiva di quasi tutte le presentazioni contiene poi i riferimenti per ricevere ulteriori informazioni e chiarimenti dall'azienda, che comprendono l'indirizzo del sito web aziendale, l'indirizzo di posta elettronica e il numero di fax della funzione di IR, i nominativi e i recapiti telefonici degli *investor relator*.

Oltre alle presentazioni periodiche e a quelle rese nell'ambito di roadshow e saloni dell'auto, un ruolo di estremo rilievo nel panorama della comunicazione finanziaria del gruppo è assegnato all'evento biennale del Fiat Investor and Analyst Day, che, come già evidenziato, non si limita a una tradizionale presentazione del piano strategico, comprendendo più interventi e anche la possibilità di incontrare direttamente il top management e di visionare i prodotti aziendali⁴³⁴.

Nel corso dell'ultimo Investor and Analyst Day, che si è svolto al Lingotto⁴³⁵ l'8 e il 9 novembre 2006, sono state tenute presentazioni relative agli obiettivi delle principali società del gruppo operanti in differenti settori di attività (Fiat Auto, FPT Powertrain Technologies, Magneti Marelli, Iveco, CNH e i servizi finanziari) e al piano strategico 2007-2010, con possibilità per il pubblico di intervenire con domande per ottenere dettagli e chiarimenti al termine di ogni singola presentazione.

Gli interventi dei responsabili di *brand* relativi ai segmenti di attività di loro competenza sono focalizzati sulle intenzioni strategiche e sugli obiettivi futuri, espressi sia in termini qualitativi, sia con l'indicazione di grandezze economico-finanziarie; la situazione corrente e l'*action plan* per l'implementazione della strategia sono inoltre esposti con un elevato grado di dettaglio, con particolare riferimento alla comunicazione di informazioni relative ai processi e ai prodotti e all'illustrazione dei profili tecnologici e di innovazione collegati. Per ciascun settore, l'esposizione delle prospettive future non riguarda soltanto le strategie concernenti le singole aree di *business*, ma specifica quale

⁴³³ La presentazione in oggetto è stata resa nell'ambito di un *roadshow* in Europa.

⁴³⁴ Nel corso dell'ultimo Investor and Analyst Day, è stata infatti organizzata un'esposizione di prodotti aperta alla visita dei partecipanti.

⁴³⁵ Il precedente Fiat Investor and Analyst Day era stato organizzato al Balocco, la pista prova del gruppo Fiat.

contribuito queste siano in grado di apportare alla strategia di *corporate* e al conseguimento degli obiettivi per essa fissati.

La presentazione del piano strategico a livello di gruppo è tenuta in chiusura dell'evento, con la partecipazione del CEO Sergio Marchionne e del Group Treasurer Maurizio Francescatti, ed è fortemente focalizzata sugli obiettivi di carattere economico-finanziario e sulle ipotesi alla base delle previsioni del top management, senza soffermarsi sulla strategia realizzata e sull'action plan, dal momento che i risultati ottenuti e le azioni realizzative riguardanti i differenti settori di attività sono già ampiamente esposte negli interventi effettuati dai responsabili di *brand*. Con riferimento ai dati previsionali comunicati, la presentazione contiene inoltre una simulazione dell'impatto che vi potrebbe avere la mancata realizzazione delle ipotesi, indicando i potenziali scostamenti della *performance* aziendale.

Infine, con riguardo al profilo dell'accessibilità delle informazioni veicolate attraverso le differenti tipologie di presentazioni considerate, per ciascuna è disponibile sul sito web aziendale un file con le diapositive in formato pdf, inoltre per la maggior parte delle presentazioni relative ai risultati sono accessibili anche il comunicato relativo all'evento e la registrazione audio-video (o soltanto audio) dell'incontro, accessibile a seguito di una breve registrazione e disponibile per un determinato lasso di tempo⁴³⁶. Con particolare riferimento al Fiat Investor and Analyst Day, è interessante rilevare che sono disponibili in formato pdf tutte le presentazioni, suddivise in file in cui sono contenute le diapositive proprie di ciascun oratore; inoltre l'intero evento può essere seguito in diretta o in differita tramite *webcast*, comprensivo della sezione delle domande e risposte e disponibile in lingua inglese (in cui sono state tenute le presentazioni) oppure italiana (con traduzione simultanea).

5.3.5 La sezione di investor relation del sito web aziendale

Il collegamento alla sezione di IR è direttamente visibile nella *home page* del sito aziendale con la denominazione "Azionisti e Investitori", e offre la possibilità di accedere direttamente ai contenuti ricercati al suo interno, attraverso la comparsa di un menu a tendina che permette di visualizzare immediatamente la pagina di interesse senza passare per la *home page* di IR. L'accessibilità alle informazioni è inoltre favorita

⁴³⁶ Per questo motivo, alcuni collegamenti a webcast sono rimasti in evidenza sul sito anche se ormai scaduti.

dalla presenza di una mappa del sito, con *link* diretti alle singole sezioni e a una funzione di ricerca interna dei dati desiderati.

Come è prassi ormai comune, da qualunque pagina del sito è possibile modificare la lingua utilizzata in inglese, tuttavia la leggibilità delle informazioni è talvolta ridotta dall'apertura di alcune finestre che non consentono all'utente la visualizzazione a schermo pieno, obbligando alla lettura di caratteri di dimensioni decisamente contenute.

Per quanto concerne la struttura e i contenuti, l'esame dell'area di IR del sito web aziendale ha sostanzialmente confermato le affermazioni rese nel corso dei colloqui con l'IRO, che considera come funzione principale di tale veicolo la possibilità di rendere accessibili e disponibili le informazioni al mercato, offrendo agli investitori una sorta di archivio della comunicazione aziendale. Il contenuto della sezione è annunciato a partire dalla *home page* aziendale, in cui è indicato che l'area "Azionisti e Investitori" è dedicata ai soggetti interessati a seguire i principali parametri economici aziendali, l'andamento dei titoli, i comunicati finanziari e i futuri appuntamenti istituzionali. La struttura con cui tali informazioni sono presentate all'investitore comprende le seguenti sottosezioni:

- *corporate governance*: vi sono inserite la relazione, i documenti d'informazione annuale, alcune informazioni relative ai piani di stock option e numerosi *filing model*;
- calendario eventi: indica le date dei Consigli di Amministrazione per l'esame dei risultati periodici e dell'Assemblea per l'approvazione del bilancio;
- pubblicazioni finanziarie: comprendono i bilanci, le relazioni infrannuali, i prospetti di riconciliazione 20-F, schede con l'indicazione di dati economico-finanziari storici, prospetti informativi e collegamenti ipertestuali ai documenti d'offerta e/o ai regolamenti dei più significativi prestiti obbligazionari emessi dalle società del gruppo Fiat;
- info per gli investitori: includono le presentazioni alla comunità finanziaria, l'elenco degli analisti che seguono Fiat, un prospetto di sintesi con il rating attribuito a Fiat dalle maggiori agenzie, altri documenti rilevanti (es. il master agreement con General Motors) e i contatti dell'ufficio IR;
- info per gli azionisti: riguardano gli eventi societari, la distribuzione dei dividendi, gli aumenti di capitale e la gestione dei titoli;

- comunicati *price sensitive*: vi sono raccolti, scaricabili in formato pdf, tutti i comunicati emessi a partire dal 1 luglio 2003;
- avvisi finanziari: comprende gli avvisi relativi alle assemblee e alla disponibilità dei bilanci e delle relazioni infrannuali presso la sede sociale, Borsa Italiana S.p.A. e sul sito *web*;
- e-mail *alert selection*: consente di inviare all'azienda il proprio indirizzo di posta elettronica per ricevere aggiornamenti su diversi temi a scelta dell'utente⁴³⁷.

In sintesi, il sito più che offrire nuove informazioni al mercato funge da contenitore delle comunicazioni passate e dei dati di interesse nei rapporti con gli azionisti attuali, rendendo disponibili per un esteso arco temporale i documenti finanziari e i materiali delle presentazioni, in linea con il principio dell'equivalenza informativa.

La progettazione del sito, in ogni caso, appare effettuata principalmente in funzione delle esigenze di soggetti professionisti o che comunque già conoscono con un certo grado di approfondimento il gruppo e le sue *performance*: sono infatti assenti non soltanto strumenti di interesse per chi si avvicina all'azienda (quali il glossario e l'elenco delle domande frequenti), ma anche informazioni immediatamente disponibili in pagine html - e non in file scaricabili - relative ai profili dei prodotti, dei processi e della strategia, solo per citarne alcuni. In questo senso, il sito web appare concepito sostanzialmente come uno strumento per avvalersi dei vantaggi del canale internet per la distribuzione di documenti e materiali predisposti in funzione di obblighi normativi e altre forme di comunicazione di carattere volontario, senza che per esso vengano codificati messaggi *ad hoc*, destinati per esempio a coloro che attraverso la rete cercano un primo contatto con l'azienda.

Se il profilo dell'interattività appare scarsamente considerato in ragione dell'assenza di bilanci in versione interattiva e di strumenti di analisi utilizzabili in linea, la sezione IR sfrutta la possibilità di inserire file multimediali con l'inserimento dei file audio-video delle principali presentazioni alla comunità finanziaria, che sono particolarmente interessanti per gli investitori *retail* dal momento che consentono loro di ascoltare non solo il discorso tenuto dai vertici aziendali, ma anche le domande del pubblico e le relative risposte. A questo proposito, appare interessante sottolineare che le presentazioni del Fiat Investor and Analyst Day, tenute in lingua inglese, sono

⁴³⁷ Questi comprendono il calendario eventi, le presentazioni agli investitori, gli avvisi finanziari, i comunicati stampa *price sensitive*, le pubblicazioni finanziarie e gli altri comunicati stampa.

disponibili in *webcast* in seguito a una rapida registrazione in lingua inglese o con traduzione simultanea in lingua italiana a scelta dell'utente.

5.4 Alcune considerazioni sul caso Fiat

L'analisi del processo di codifica dei messaggi rivolti alla comunità finanziaria e delle caratteristiche presentate dai principali veicoli utilizzati da Fiat per l'informativa di carattere economico - finanziario mostrano un quadro assai articolato della comunicazione finanziaria del gruppo con riferimento ai suoi diversi subsistemi.

La fonte delle informazioni dirette agli analisti e agli investitori attuali e potenziali è costituita sostanzialmente dall'azienda, che opera avvalendosi di consulenti o fornitori di servizi esterni solo per attività occasionali, il che è reso naturalmente possibile dalle risorse e dalle competenze che un grande gruppo può destinare alla comunicazione finanziaria, mantenendo così il controllo del processo e la libertà di gestire direttamente i flussi informativi indirizzati al mercato. All'interno del gruppo, i soggetti che si occupano di diverse attività connesse alla *disclosure* sono numerosi e fanno capo ad aree differenti, che comprendono l'amministrazione, finanza e controllo, la comunicazione e i rapporti istituzionali, l'area legale, le attività di supporto e alcuni membri del top management.

La preparazione dei documenti e degli incontri con gli investitori è generalmente affidata a un'area specifica e prevede spesso la collaborazione di più uffici, salvo il caso di alcuni veicoli, quali la presentazione dei risultati periodici e il Fiat Investor and Analyst Day, in cui la codifica rappresenta un processo collegiale in cui sono coinvolti numerosi soggetti; nel complesso, i colloqui con l'IRO hanno evidenziato un elevato grado di coordinamento formale rispetto alla preparazione dei singoli documenti/eventi, mentre non è chiaro quale sia il livello di coordinamento tra le attività preparatorie relative a veicoli differenti.

Indubbiamente un ruolo di particolare rilevanza è svolto dalla funzione di IR, che, pur fornendo contributi più o meno estesi a seconda dei casi, è coinvolta nella preparazione dei messaggi diffusi al mercato attraverso ciascuno dei veicoli considerati, il che appare un elemento di estremo interesse rispetto alla domanda di ricerca e suggerisce l'esistenza di un certo grado di coordinamento (più o meno formalizzato)

nella preparazione e nella gestione dell'informativa finanziaria, che sarebbe interessante approfondire con ulteriori analisi.

Per il momento, ciò può trovare una parziale conferma nelle evidenze emerse dall'analisi dei veicoli adottati dal gruppo Fiat e dei messaggi in essi contenuti, che ha rilevato la presenza di numerosi collegamenti tra veicoli diversi: si pensi al rinvio contenuto nel bilancio alla relazione di *corporate governance* e al rapporto di sostenibilità, alla presenza dell'indirizzo del sito web nei comunicati stampa e così via.

Questo approccio da un lato consente di focalizzare il contenuto del messaggio e di offrire i relativi approfondimenti senza appesantire eccessivamente il documento, dall'altro non esclude la ridondanza di alcune informazioni in più veicoli: alcuni messaggi e alcuni profili informativi indagati, infatti, sono volutamente ripetuti dall'azienda per sottolinearne l'importanza con gli investitori e vengono solitamente richiamati in veicoli diversi con una prospettiva differente. Ciò avviene in particolare per le tipologie di informazioni maggiormente rilevanti per la spiegazione della *performance* e per ottenere fiducia dal mercato, che nel caso studiato sono rappresentate prevalentemente da dati sui processi e sui prodotti, informazioni sui segmenti, dati sulla strategia e di natura economico - finanziaria, con particolare attenzione per l'informativa previsionale corrispondente. Il risanamento del gruppo, infatti, è stato uno degli oggetti principali della comunicazione finanziaria Fiat, che si è concentrata prevalentemente sul riposizionamento dei *brand*, sul rinnovamento dei prodotti e sulle strategie relative alle diverse aree di attività, con indicazione di informazioni economico - finanziarie riguardanti i risultati raggiunti, che vengono costantemente confrontati con gli obiettivi precedentemente fissati al fine di riguadagnare la fiducia della comunità finanziaria. I contenuti presenti in diversi veicoli appaiono non genericamente ripetute, quanto piuttosto riprese secondo la specifica prospettiva del veicolo utilizzato: le informazioni strategiche, per esempio, rappresentano l'oggetto principale delle presentazioni del piano strategico e in questo sono esposte in maniera completa, mentre in bilancio sono presentate in forma sintetica a supporto della spiegazione dei risultati di periodo.

Per quanto concerne i canali, una particolare attenzione è riservata ai canali diretti, che consentono una comunicazione più ricca con analisti e investitori attraverso incontri privati o con gruppi di interlocutori, la cui preparazione è affidata prevalentemente alle IR. La codifica dell'informativa da diffondere nel corso di tali eventi è poi affidata a un numero maggiore di soggetti per la comunicazione dei risultati

e di informazioni previsionali, che è caratterizzata da un notevole livello di approfondimento nell'ambito del Fiat Investor and Analyst Day.

Il canale internet è utilizzato principalmente per le comunicazioni dirette con analisti finanziari e investitori istituzionali, mentre il sito web di IR svolge essenzialmente una funzione di archivio, in cui i soggetti interessati possono reperire documenti e materiale relativo alle comunicazioni emesse dall'azienda e informazioni operative destinate agli azionisti piuttosto che nuovi messaggi finalizzati a favorire il contatto con nuovi investitori potenziali.

La decodifica da parte dei destinatari della comunicazione finanziaria è indubbiamente semplificata dalla chiara e schematica esposizione delle informazioni che caratterizza il bilancio e le relazioni infrannuali, focalizzata su alcuni profili e presentata di anno in anno in base a una struttura costante, che agevola il reperimento dei dati di interesse. A tal proposito, l'analisi dei messaggi predisposti per i differenti veicoli pare suggerire una forte attenzione di Fiat verso la chiarezza della comunicazione, che costituisce certamente un presupposto importante per convincere un mercato scettico della bontà di un nuovo progetto strategico. Tale impegno verso la chiarezza appare collegato principalmente a questa finalità piuttosto che alla volontà di comunicare con investitori *retail* dotati di scarse competenze di natura finanziaria: sono infatti assenti dal sito di IR e dal bilancio annuale alcuni strumenti volti a semplificare la decodifica per tali soggetti, quali glossari di termini tecnici, schede di presentazione della società e domande frequenti.

I principali destinatari della comunicazione finanziaria di Fiat appaiono quindi rappresentati da operatori professionali, che presentano un buon livello di cultura finanziaria e una buona conoscenza dei diversi veicoli di comunicazione utilizzati dall'azienda. La comunicazione finanziaria del gruppo appare infatti coerente con le caratteristiche di questi destinatari sia per la limitata ridondanza rilevata nei differenti veicoli, sia per l'impegno profuso non solo dalle IR, ma anche da numerosi soggetti aziendali (top management *in primis*) nella comunicazione attraverso canali diretti, che si adattano con flessibilità alle esigenze informative degli interlocutori, consentendo la realizzazione di un'informativa più ricca verso i destinatari e migliorando la capacità dell'azienda di ricevere un *feedback* dai propri interlocutori.

CAPITOLO 6

IL CASO BENETTON GROUP

6.1 Presentazione dell'azienda

Benetton Group è un gruppo internazionale che opera fin dalla nascita nel 1965 nel settore dell'abbigliamento *casual* e *sportswear* e nella produzione di tessili, con una gamma di prodotto che copre l'intera linea di abbigliamento e la produzione che spazia dalla filatura alla vendita al dettaglio, passando per la vendita di semilavorati e capi finiti a dettaglianti. Il suo *core business* è rappresentato dall'abbigliamento, in cui il gruppo ha una consolidata identità italiana di stile, qualità e passione, e opera attraverso i marchi United Colors of Benetton (*casual*), Sisley (più orientato al *fashion*), Playlife (abbigliamento per il tempo libero) e Killer Loop (*streetwear*).

Dopo l'esperienza del *business* dell'attrezzo sportivo, conclusa nel primo semestre 2003 con la cessione, l'azienda ha affrontato uno scenario europeo difficile, caratterizzato da una concorrenza crescente, da una forte attenzione alla spesa da parte dei consumatori e da un crescente interesse per il rapporto qualità-prezzo, impostando un'importante politica di incentivi alla rete dei partner commerciali e stabilendo il suo *focus* strategico nelle azioni di efficienza, nell'ottimizzazione del sistema produttivo e organizzativo e nel forte contenimento dei costi di struttura. Tra gli avvenimenti recenti, appare inoltre necessario ricordare che nel corso del periodo di osservazione, e più precisamente il 13 novembre 2006, l'amministratore delegato Silvano Cassano e il CFO Pier Francesco Facchini hanno rassegnato a sorpresa le proprie dimissioni rispettivamente per divergenze con la proprietà circa lo sviluppo del gruppo all'estero e per motivazioni personali, provocando così un brusco calo del titolo in borsa; le loro cariche sono state attribuite in seguito a Gerolamo Caccia Dominioni (CEO) e Emilio Foà (CFO), che hanno iniziato la loro attività rispettivamente a partire da giugno e aprile 2007.

Per quanto concerne la struttura proprietaria, Benetton Group è stata fondata ed è tuttora controllata dalla famiglia Benetton: l'azionista di maggioranza della capogruppo è infatti Edizione Holding S.p.A., una *holding* di partecipazioni con sede a Treviso interamente posseduta dalla famiglia Benetton.

Di seguito è rappresentata l'evoluzione della composizione dell'azionariato negli anni osservati (*Figura 1*):

	2004	2005	2006
Edizione Holding S.p.A.	67,144	67,144	66,733
Investitori istituzionali e banche	17,220	9,718	17,294
Altri investitori	15,636	23,138	15,973
<i>Totale</i>	<i>100,000</i>	<i>100,000</i>	<i>100,000</i>

Figura 1 – L'evoluzione nella composizione dell'azionariato (dati di fine esercizio)

(Fonte: Benetton Group)

Come anticipato, Benetton opera nelle diverse fasi del *business* dell'abbigliamento dalla filatura alla vendita al dettaglio, che avviene attraverso una rete di vendita basata su un network internazionale di partner costituito da oltre 5.000 negozi che nel concorrono alla formazione di circa l'80% dei ricavi di vendita. Tale rete rappresenta uno degli elementi fondamentali del *business model* del gruppo ed è oggetto di una stretta collaborazione e di un'importante politica di incentivi volta a favorire la capacità di investimento dei partner per l'apertura di nuovi negozi, il rinnovamento di quelli esistenti e una maggiore competitività in termini di prezzo al cliente finale.

Oltre alla rete di negozi dei partner, l'azienda opera anche attraverso negozi di proprietà a gestione diretta, che sono localizzati generalmente in aree di prestigio di grandi città europee e sono stati oggetto di investimenti e ampliamento nel corso dei tre anni considerati.

Nel triennio di osservazione la strategia aziendale si è focalizzata in modo particolare sul prodotto e sulla rete distributiva: l'azienda ha infatti concentrato i suoi sforzi sul *restyling* dei negozi, sulle nuove aperture, sul servizio alla rete e sul prodotto, così da realizzare una razionalizzazione delle collezioni e raggiungere un miglior rapporto qualità-prezzo.

Per quanto concerne i settori in cui opera il gruppo, l'informativa di segmento è articolata a partire dal 2005⁴³⁸ in base alle seguenti attività:

⁴³⁸ Fino al 2004 compreso la suddivisione in settori è stata la seguente:

- *casual*: comprendente la produzione e l'attività di retail relativa ai marchi United Colors of Benetton; Undercolors e Sisley e ai prodotti complementari (es. accessori, calzature);
- abbigliamento e attrezzo sportivo: relativo dal 2004 ai marchi Playlife e Killer Loop, in precedenza anche a Nordica, Rollerblade e Prince;
- manifatturiero e altri: composto principalmente dalle vendite di materie prime, semilavorati, servizi industriali e dai proventi e oneri immobiliari.

- abbigliamento, rappresentativo dell'abbigliamento *casual* (con i marchi United Colors of Benetton, Undercolors e Sisley), dell'abbigliamento sportivo (sviluppato con i marchi Playlife e Killer Loop) e comprensivo anche dei dati relativi all'attività delle società immobiliari del gruppo;
- tessile, che include le attività di produzione e vendita di materie prime (tessuti, filati ed etichette), semilavorati e servizi industriali;
- altri e non allocati, relativa alle attività relative all'attrezzo sportivo per quanto riguarda la produzione effettuata per conto terzi da parte di una società produttiva del gruppo.

Per quanto concerne l'abbigliamento, che rappresenta il segmento principale in termini di fatturato, l'andamento positivo dei ricavi è influenzato principalmente dagli effetti della politica di sviluppo della rete distributiva, nell'ambito della quale è stato riconosciuto ai partner un aumento dei margini, dalle iniziative intraprese per la crescita della rete commerciale diretta, e dal miglioramento del mix di prodotto che ne ha comportato un buon accoglimento sul mercato. Il marchio principale è rappresentato dallo storico United Colors of Benetton (UCB), che pesa per quasi la metà dei ricavi, seguito da UCB Bambino (quasi un terzo), dedicato all'abbigliamento infantile, e da Sisley (quasi un quinto), maggiormente sofisticato, attento alle nuove tendenze e caratterizzato da uno stile metropolitano.

Il settore del tessile, che consegue circa due terzi dei propri ricavi da transazioni con economie esterne, ha subito negli ultimi anni una situazione di mercato difficile, che ha avuto un impatto negativo sia sul piano del fatturato che su quello dei margini, rendendo necessaria una riorganizzazione nell'ambito della quale è stato chiuso uno stabilimento al termine del 2005.

I principali dati disponibili per le diverse aree di attività sono riepilogati in *Figura 2*.

	<i>Abbigliamento</i>			<i>Tessile</i>			<i>Altri e non allocati</i>		
	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>
Ricavi verso terzi	1.568	1.629	1.772	106	100	95	30	36	44
Ricavi	1.568	1.631	1.774	300	270	254	30	36	44
Margine di contribuzione	628	625	651	26	17	15	2	2	3
EBITDA	285	267	253	26	18	19	1	1	4
Risultato operativo	150	160	172	8	(2)	5	0	0	3

Figura 2 - Dati relativi alle aree di attività
(Fonte: Benetton Group; dati espressi in milioni di euro)

Oltre all'informativa per settore di attività, l'azienda comunica la composizione del fatturato complessivo per aree geografiche, che evidenzia il carattere internazionale del gruppo, per cui circa metà delle vendite riguardano l'estero e in prevalenza il mercato europeo.

I risultati a livello *corporate* (Figura 3) nel triennio di osservazione hanno indubbiamente risentito dello scenario critico per quanto concerne la concorrenza e l'evoluzione della domanda verso modelli di consumo meno propensi alla spesa, ciò nonostante è possibile rilevare una crescita sia a livello di fatturati sia in termini di redditività, a cui si accompagna una riduzione del rapporto tra debito e patrimonio.

	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>
Ricavi	1.704	1.765	1.911
Margine di contribuzione	654	643	669
Risultato operativo	158	157	180
Reddito netto di gruppo	109	112	125
Totale attivo	1.654	1.626	1.710
ROI	9,54%	9,67%	10,50%
ROE	9,02%	8,87%	9,47%
Debt/Equity	0,36	0,28	0,27
EPS di base	0,60	0,62	0,69
P/E	16,2	15,5	21,0
Dividend yield	3,9	3,5	2,6

Figura 3 - Andamento economico-finanziario di Benetton Group
(Fonte: Benetton Group; dati espressi in milioni di euro)

I risultati positivi conseguiti hanno consentito al gruppo di attuare una politica di distribuzione dei dividendi caratterizzata da un *payout ratio* mai inferiore al 50% rispetto all'utile netto consolidato, con il pagamento di un dividendo pari a 0,34 euro gli esercizi 2004 e 2005 e di 0,37 euro per l'esercizio 2006.

Per quanto concerne l'andamento del titolo, è innanzitutto necessario precisare che le azioni Benetton sono quotate presso la Borsa Italiana dal 1986 e presso il Frankfurt Stock Exchange dal 1988. Fino al terzo trimestre 2007, la società era quotata anche sul NYSE⁴³⁹, a cui ha inoltrato il 12 settembre una domanda di deregistrazione e *delisting*, che è stata accettata e resa effettiva dal 19 ottobre 2007: tale decisione è stata presa alla luce del processo di globalizzazione dei mercati finanziari e di internazionalizzazione della Borsa Italiana, per cui l'azienda ha constatato che al basso volume degli scambi sul NYSE corrispondeva il fatto che i maggiori azionisti statunitensi trattavano il titolo direttamente sulla Borsa Italiana.

Considerando la *performance* del titolo sulla Borsa Italiana, che rappresenta il principale mercato di quotazione in termini di volumi, è possibile osservare un brusco calo all'inizio del periodo di osservazione in corrispondenza della comunicazione dei risultati annuali dell'esercizio 2004, a cui segue un lungo periodo di crescita del titolo, in cui l'azienda conclude importanti accordi per l'espansione all'estero e per la *brand extension*. L'apprezzamento si interrompe quindi con un calo in occasione della presentazione dei risultati del primo trimestre 2006, a cui fa seguito pochi mesi dopo un'ulteriore diminuzione del prezzo imputabile alle dimissioni contemporanee di CEO e CFO. Dalla fine del 2006, in cui si registra un apprezzamento a cui contribuisce anche la nomina dei nuovi membri del top management, le oscillazioni del prezzo del titolo appaiono più contenute e generalmente corrispondenti come tempistica alle comunicazioni dei risultati periodici.

L'andamento del titolo sulla Borsa Italiana nel triennio osservato è illustrato in *Figura 4*.

⁴³⁹ La quotazione al NYSE risale al giugno 1989, quando Benetton ha fatto partire un'offerta pubblica di 7.000.000 American Depositary Shares (ADS, certificati azionari su titoli esteri), ciascuno dei quali avrebbe dato diritto a ricevere due azioni ordinarie, e li ha quotati alla Borsa di New York. In seguito, nel 1994, nell'ambito di un'offerta globale è stata effettuata un'offerta pubblica di 11.000.000 azioni di nuova emissione.

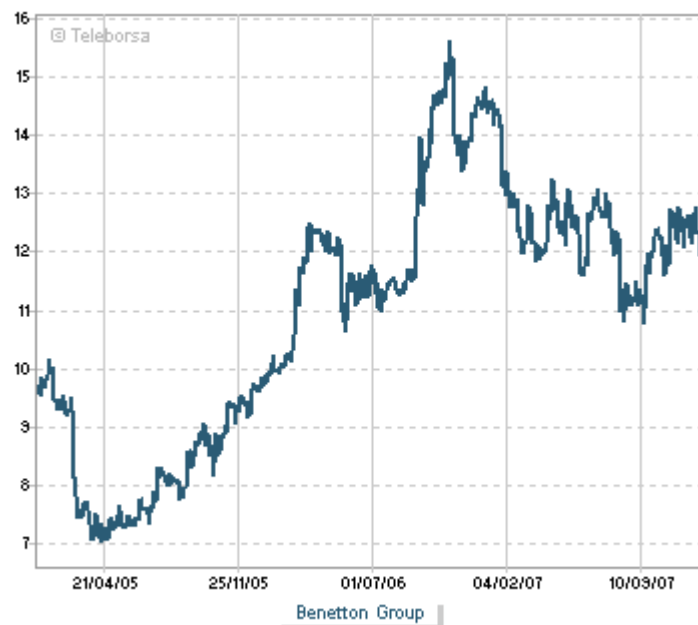


Figura 4 - Andamento del titolo Benetton Group nel periodo di osservazione
(Fonte: Borsa Italiana)

Con riferimento alle intenzioni strategiche manifestate dal gruppo per i prossimi esercizi, non sono disponibili presentazioni o materiali specifici relativi a un vero e proprio piano industriale⁴⁴⁰, anche se alcune indicazioni possono essere estrapolate dai bilanci e dalle informazioni contenute nelle presentazioni in cui vengono discussi i risultati periodici.

Tali fonti indicano che, in parallelo alle azioni rivolte alla crescita sul mercato nazionale, l'azienda punta per il futuro su mercati emergenti come Cina ed India, dove è già tra gli attori maggiormente presenti con attività di distribuzione in Cina e produzione e distribuzione in India, Paese che rappresenterà nel futuro la testa di ponte per la penetrazione in altri mercati asiatici. La crescita futura è incentrata infatti sull'espansione geografica e sulla *brand extension* in aree complementari all'abbigliamento, accompagnate a una maggior segmentazione dell'offerta finalizzata al miglioramento dei risultati nel mercato nazionale.

⁴⁴⁰ L'ultima presentazione disponibile riguardante un piano strategico è quella avente per oggetto il piano industriale con orizzonte temporale 2004-2007.

6.2 L'azienda e i processi di codifica

6.2.1 Le IR e il loro ruolo nella comunicazione finanziaria

L'esigenza di comunicare con il mercato finanziario è sorta per Benetton con la quotazione alla Borsa di Milano nel 1986 ed è cresciuta nel 1989 con la quotazione a Wall Street, mercato più attivo ed esigente in termini di informativa. Inizialmente questa attività è stata svolta dal Direttore della Programmazione Finanziaria (figura analoga a quella dell'attuale CFO), che forniva spiegazioni circa i dati presentati in bilancio e apportava correzioni ai modelli degli analisti, finché nel 1992 è stata istituita una funzione dedicata di IR, in cui sono attualmente impiegate quattro persone a tempo pieno (IRO, senior, junior, figura di supporto).

La funzione IR si occupa sia della comunicazione verso l'esterno, sia di quella verso l'interno, che in altri contesti è spesso limitata o comunque sottovalutata.

L'attività di comunicazione interna, che avviene sia attraverso momenti di incontro istituzionalizzati, sia attraverso comunicazioni specifiche nel rapporto quotidiano, riguarda contatti con diverse funzioni aziendali:

- Funzione commerciale: la finalità è conoscere il *sentiment* del *business*, l'andamento dei diversi *brand* e dei vari mercati;
- Controllo di Gestione e Contabilità: si tratta di contatti molto frequenti⁴⁴¹, volti a vedere i riflessi numerici degli andamenti discussi con la funzione commerciale, per capire l'origine dei dati pubblicati in bilancio, fondamentale per acquisire la necessaria padronanza delle cifre su cui possono essere richiesti dettagli e approfondimenti;
- Pianificazione strategica: l'obiettivo è ricevere aggiornamenti e sviluppare considerazioni di carattere strategico;
- Ufficio stampa: si tratta di contatti volti a realizzare un efficace coordinamento nell'emissione di comunicati stampa di tipo *price sensitive* e commerciale, concordando il *timing* e il contenuto delle comunicazioni.

Pur con una frequenza differente a seconda degli interlocutori interessati, tali contatti sono abituali e riunioni o incontri con altre funzioni aziendali sono spesso stimolati dalla stessa funzione IR.

⁴⁴¹ La funzione IR partecipa anche alle riunioni per la preparazione del budget.

La comunicazione verso l'esterno è rivolta principalmente ad analisti⁴⁴² e investitori attuali e potenziali, mentre i rapporti con gli investitori del *fixed income* e con le agenzie di *rating* non sono curati dalla funzione IR bensì dalla Tesoreria, con cui le IR comunque si coordinano regolarmente.

I principali veicoli utilizzati per tale processo comprendono:

- comunicazioni *one-to-one* attraverso incontri privati, posta elettronica e telefono⁴⁴³;
- *conference call* organizzate per la presentazione dei risultati trimestrali, semestrali e annuali;
- *roadshow*, organizzati cercando il giusto *timing*⁴⁴⁴ per mantenere viva l'attenzione sull'azienda⁴⁴⁵;
- presentazioni del piano strategico, fondamentali per comunicare con gli investitori attuali e potenziali;
- eventi organizzati per focalizzare l'attenzione su temi specifici (per esempio l'introduzione di un nuovo prodotto, la presentazione di una nuova collezione);
- visite degli stabilimenti produttivi e dei negozi: la visita dei negozi è particolarmente importante poiché permette di comprendere come l'azienda si presenta al mercato e di formarsi un'opinione sulla *shopping experience* Benetton;
- la sezione di IR del sito web aziendale.

Oltre al coinvolgimento nella comunicazione finanziaria, la funzione IR svolge poi alcune attività a questa strumentali, che comprendono la *peers analysis*, volta al

⁴⁴² Benetton ha inoltre riattivato la prassi di effettuare presentazioni organizzate dagli analisti per i loro commerciali, che rappresentano per l'azienda strumenti molto efficaci per attirare l'attenzione del mercato.

⁴⁴³ Lo scambio di e-mail è più frequente nei contatti con gli analisti e consiste principalmente in risposte a richieste di soggetti esterni, mentre gli invii postali avvengono solo su richiesta e riguardano prevalentemente l'invio dei bilanci in forma cartacea.

⁴⁴⁴ Per esempio, l'azienda incontra i gestori quando creano il portafoglio e non quando i portafogli sono allocati, e contatta gli analisti con un certo anticipo, in modo da consentire eventuali aggiornamenti nei modelli.

⁴⁴⁵ In periodi normali l'ufficio IR ha due o tre conversazioni telefoniche con analisti o investitori al giorno, quando i contatti calano a uno a giorni alterni significa che il mercato "chiama poco" ed è necessario trovare degli strumenti per attirare l'attenzione sull'azienda. Il punto di vista delle IR è che in ogni momento l'azienda e le persone che vi lavorano si muovono verso gli obiettivi fissati per cui, al di là della presentazione dei risultati, la comunità finanziaria può essere aggiornata su particolari aree o progetti e attraverso contatti e incontri è possibile spiegare meglio l'attività aziendale e il suo andamento.

benchmarking con i maggiori concorrenti circa la posizione competitiva e l'andamento del titolo, e l'*investor targeting*, ossia un'analisi volta a identificare quali fondi presentano logiche di investimento in linea con la strategia aziendale, quali fondi sono presenti nei *peers*, ma non in Benetton e così via.

Le diverse attività sono sostanzialmente ripartite tra le quattro persone dedicate alle IR in funzione delle loro competenze specifiche e naturalmente l'allocazione può essere condizionata dal periodo dell'anno e da altri fattori esterni, quali i corsi di borsa⁴⁴⁶.

L'IRO si occupa prevalentemente della comunicazione interna, con particolare riferimento agli aspetti strategici, e della comunicazione con i gestori⁴⁴⁷, che rappresenta un'attività critica dal momento che coinvolge gli ultimi decisori circa le scelte di investimento: tali soggetti sono infatti caratterizzati da una visione più ampia e sono particolarmente interessati al profilo strategico, perciò il dialogo con loro richiede notevoli competenze circa la storia aziendale, il mercato, i *player*, le dinamiche del settore e così via.

La figura *senior* gestisce prevalentemente i rapporti con gli analisti finanziari, spiegando le intenzioni strategiche dell'azienda e declinandole in maniera tale da renderle fruibili nei loro modelli: infatti agli analisti più esperti e competenti interessano soprattutto l'origine e la motivazione dei valori di bilancio piuttosto che le singole cifre. Il dialogo con gli analisti richiede competenze tecniche (per poter comunicare utilizzando lo stesso linguaggio), la comprensione delle dinamiche orizzontali tra le diverse grandezze economico-finanziarie, la conoscenza dei modelli e una certa autorevolezza per dimostrare ai propri interlocutori che si conosce l'azienda e si è aggiornati sul suo andamento. Negli ultimi anni, è emersa inoltre una nuova criticità nei rapporti con gli analisti finanziari: infatti, la riduzione dei fondi dedicati alle ricerche degli analisti ha comportato una riduzione nel livello delle competenze⁴⁴⁸, rendendo così più complesso il dialogo tra questi soggetti e le aziende.

⁴⁴⁶ Nell'agosto 2007, per esempio, la funzione IR è stata molto impegnata nel rispondere alle richieste di analisti e investitori allarmati a seguito della crisi scatenata dai mutui statunitensi.

⁴⁴⁷ Le informazioni richieste variano infatti a seconda degli interlocutori: a grandi linee, gli analisti finanziari *sell-side* sono più interessati a informazioni di tipo quantitativo sui diversi aspetti della gestione, mentre i gestori e gli analisti *buy-side* domandano essenzialmente informazioni qualitative e strategiche.

⁴⁴⁸ A titolo di esempio, molte attività svolte in passato da figure *senior* sono attualmente eseguite da *junior*.

La figura *junior* si occupa principalmente di attività di supporto alla comunicazione con gli analisti, sia con riferimento ai contatti diretti, sia per quanto concerne l'analisi del *consensus*, e di specifici progetti interni, legati per esempio allo sviluppo del sito *web*.

La figura di supporto è estremamente flessibile e svolge prevalentemente attività di assistenza, di coordinamento e di preparazione di incontri e visite. Inoltre, sono di sua competenza alcune attività specifiche, quali:

- la redazione del *weekly market report* (rivolto al top management), in cui ogni lunedì sono sintetizzati l'andamento del prezzo e le principali notizie con commenti su azienda e concorrenti relative alla settimana trascorsa;
- la preparazione delle Benetton Group News, che raccolgono le principali notizie della settimana sulla società, pubblicate sul sito IR e diffuse dalle principali agenzie di stampa;
- la gestione del database dei contatti, che contiene per ogni incontro di interlocutori esterni con la funzione IR (partendo dagli appunti presi durante i meeting) i riferimenti della persona, la data del meeting, la motivazione e il contenuto dell'incontro, così da tener traccia delle comunicazioni in modo da poter preparare i successivi incontri conoscendo con precisione le informazioni già fornite in precedenza.

Alcune delle attività di IR collegate alla comunicazione esterna sono oggetto di un piano annuale di IR, che comprende *conference call*, *roadshow*, altri incontri con gli analisti e una serie di contatti da incontrare nel corso dell'esercizio. Tale piano, che presenta un certo grado di flessibilità e può subire modifiche durante l'anno, è preparato dalle IR tenendo conto delle informazioni provenienti sia dal management sia dall'esterno, in seguito per l'approvazione la bozza è posta all'attenzione del CFO, che rappresenta il riporto funzionale delle IR⁴⁴⁹, e del CEO, che rappresenta con il CFO il riporto gerarchico.

Il budget della funzione IR si compone principalmente delle seguenti voci: personale, viaggi, servizi (*roadshow*, organizzazione eventi), canone del sito *web*, canone delle agenzie di informazione e consulenze, che riguardano prevalentemente servizi di *shareholder identification*, analisi della *market perception* e formazione delle persone recentemente entrate a far parte della funzione IR.

⁴⁴⁹ Le IR hanno infatti un doppio riporto.

L'efficacia della comunicazione finanziaria è valutata internamente in base al numero dei *meeting* e alle informazioni raccolte nei *feedback form*, compilati da tutti i soggetti che hanno partecipato a incontri con le IR (anche durante i *roadshow*) e riguardanti una valutazione complessiva dell'incontro, dei contenuti, della proattività delle persone incontrate e di eventuali criticità rilevate in relazione a procedure e contenuti⁴⁵⁰. In questa prospettiva, Benetton svolge attività di *benchmarking* con riguardo alla comunicazione finanziaria dei concorrenti, prendendo in considerazione anche aziende che operano in altri settori, per esempio analizzando la comunicazione di società italiane ed estere che hanno vinto nell'esercizio premi e riconoscimenti in questo ambito.

6.2.2 Il processo di codifica

Bilancio e relazioni infrannuali

L'*owner* del processo relativo alla redazione del bilancio è l'Ufficio Bilanci, che vi dà avvio disegnando un calendario di tappe e incontri con IR, Ufficio Stampa e grafici per scegliere la forma e i contenuti del documento. In particolare, le proposte relative ai contenuti volontari da inserire in bilancio partono dalle IR e dall'Ufficio Stampa, che curano la redazione della relazione sulla gestione, mentre la forma e gli aspetti grafici sono curati dalle IR. Le bozze sono in seguito controllate dal CFO prima dell'esame da parte del Consiglio di Amministrazione. Per le relazioni infrannuali viene seguita la medesima procedura del bilancio, con cui le relazioni hanno in comune anche il *format*, che viene mantenuto costante per tutto l'esercizio (bilancio annuale, una relazione semestrale e due trimestrali) e modificato da un periodo all'altro.

Comunicati stampa

Il CEO ha la responsabilità dell'intero processo di preparazione e diffusione dei comunicati stampa, regolato da una specifica procedura di disclosure.

La proposta dell'emissione di un comunicato stampa, per quanto concerne il momento e il contenuto, parte dalle IR, ed è seguita dalla redazione di una bozza da parte dell'Ufficio Stampa. La bozza torna poi alle IR, che dopo averla controllata la inoltrano al CFO per l'approvazione, a cui fanno seguito il controllo e l'approvazione da

⁴⁵⁰ Talvolta un *feedback* di questo tipo è ottenuto anche dai broker che lo raccolgono dai loro clienti.

parte del CEO. La bozza è inviata anche all'Ufficio Amministrativo per il controllo della correttezza dei valori comunicati e, nel caso di comunicati di tipo *price sensitive*, deve essere approvata anche dal Consiglio di Amministrazione.

L'invio al NIS è effettuato dall'Ufficio Affari Societari, in seguito il comunicato è inviato alle *mailing list* dell'Ufficio Stampa e delle IR dalle rispettive funzioni.

Infine, un *provider* esterno diffonde sui principali portali finanziari e alle agenzie di stampa il comunicato in versione *full-text*, per una precisa scelta aziendale derivante dalla volontà di mantenere il controllo della comunicazione, evitando che sintesi del comunicato possano distorcere le informazioni divulgate.

Presentazioni

Le presentazioni, come già anticipato, possono riguardare i risultati periodici (annuali e trimestrali), il piano strategico o incontri organizzati con una pubblico di investitori e analisti nell'ambito di *roadshow*.

Le prime hanno luogo sulla base di quanto previsto dal piano annuale di IR, che ha avvio dalla proposta delle IR ed è successivamente approvato dal CFO e dal CEO.

La funzione IR decide *timing*, forma e contenuto delle presentazioni, che vengono poi approvate dal CFO e dal CEO e, con riferimento ai contenuti riguardanti aspetti di *business* specifici, sono inoltre verificati dai direttori di marchio e dagli altri direttori interessati dai dati in oggetto.

Il *template* della presentazione powerpoint, che per scelta contiene più grafici rispetto a tabelle con numeri, è modificato ogni anno dalla funzione IR, ma mantenuto costante per tutte le quattro presentazioni riferite ai risultati di un esercizio (annuali e infrannuali).

Gli inviti alle presentazioni avvengono sulla base dei contatti presenti nella *mailing list* delle IR, che sono complessivamente 1.600 e vengono filtrati per piazza in occasione dei *roadshow*. Generalmente alle presentazioni partecipano poi circa la metà delle persone invitate, con circa 50-70 partecipanti alle *conference call* e 80-90 persone presenti agli incontri in compresenza fisica.

Per quanto concerne la presentazione del piano strategico, è innanzitutto opportuno sottolineare che la necessità di emettere un nuovo piano è manifestata dal CEO, che avvia un processo in cui sono coinvolti più soggetti e funzioni.

Nell'ambito di tale processo, il CEO e il CFO decidono le linee guida per la costruzione del piano e scelgono i *desiderata* in termini di contenuti, mentre alla

redazione del piano collaborano anche le IR e il Controllo di Gestione. Definiti contenuto e forma, le IR preparano la presentazione per il Consiglio di Amministrazione, che approva il piano e decide quali informazioni comunicare al mercato. Cinque minuti dopo la trasmissione del comunicato con la sintesi del piano strategico, sul sito viene quindi postata un'intervista al CEO pre-registrata, denominata CEO focus.

Infine, la proposta di organizzare un *roadshow* parte dalla funzione IR, che prepara il materiale necessario e partecipa alle presentazioni insieme ad altre figure aziendali, variabili a seconda dell'importanza del *roadshow*, del suo contenuto e dei vincoli di agenda.

Incontri one-to-one

Gli incontri privati con cui analisti e investitori possono incontrare il top management seguono una sequenza determinata: il primo incontro avviene sempre con la funzione IR (*pre-meeting*) e solo in un secondo momento, dopo aver ricevuto le prime informazioni sulla storia dell'azienda, sull'andamento e sulle prospettive strategiche, con i vertici aziendali; in particolare, all'incontro con le IR può seguire il *meeting* con il CFO e solo in un terzo momento agli interlocutori esterni è possibile incontrare il CEO.

La disponibilità dell'azienda, nel rispetto di tale sequenza, è massima ed è vincolata solamente alla soluzione di eventuali problemi di agenda e al rispetto del *black out period* nei 15 giorni lavorativi prima della comunicazione dei risultati.

Il contenuto degli incontri è sintetizzato in appunti con cui viene alimentato il *database* dei contatti, che è particolarmente utile per:

- prepararsi agli incontri successivi con gli stessi soggetti;

- analizzare quali sono i temi di maggior interesse e le richieste più ricorrenti degli analisti finanziari e degli investitori;

- informare e preparare i membri del top management con incontri meno frequenti con la comunità finanziaria;

- preparare gli *store manager* per le visite degli investitori informandoli sulle domande più ricorrenti.

Visite in azienda

Le visite in azienda, particolarmente apprezzate dagli interlocutori aziendali, sono organizzate - e talvolta sollecitate nel corso di incontri *one-to-one* - dalle IR, che valutano l'importanza degli investitori che ne fanno richiesta, si occupano del coordinamento con le altre funzioni aziendali e accompagnano i visitatori.

Il coordinamento riguarda anche la comunicazione: la maggior parte delle informazioni comunicate durante la visita sono infatti concordate con l'Ufficio Relazioni Esterne, con cui le IR si incontrano in riunione almeno una volta all'anno per stabilire un canovaccio comune per le visite, arricchito con contenuti specifici a seconda che le visite coinvolgano investitori (e quindi le IR) o altri soggetti (accompagnati dalle Relazioni Esterne).

Sito internet

L'obiettivo principale del sito è la comunicazione con il pubblico *retail* e con gli investitori istituzionali, per cui vengono rese disponibili informazioni con diversi livelli di profondità e pubblicate tutte le informazioni comunicate al mercato.

La preparazione del messaggio è di competenza delle IR, sia per quanto concerne i nuovi contenuti, di cui si occupa la figura *junior*, sia per quanto riguarda gli aggiornamenti, curati dalla figura di supporto; l'esecuzione è poi affidata a fornitori esterni, che possiedono la piattaforma su cui è ospitato il sito.

6.2.3 I soggetti coinvolti nel processo di comunicazione finanziaria

La codifica e le attività di preparazione e invio dei messaggi trasmessi alla comunità finanziaria attraverso i veicoli esaminati rappresentano un processo al quale partecipano numerosi soggetti interni ed esterni a Benetton Group.

Riepilogando le evidenze raccolte nel corso dei contatti con l'IRO e con la figura *senior* delle IR del gruppo, la figure e le funzioni interessate da tale processo sono le seguenti:

- le IR, che intervengono in modo differente nella preparazione di tutti i flussi informativi presi in considerazione nello studio dei casi;
- l'Ufficio Bilanci, che coordina e ha un ruolo chiave nel processo di redazione di bilanci annuali e infrannuali;

- l'Amministrazione, che controlla il contenuto dei comunicati stampa prima della loro emissione;
- il Controllo di Gestione, che partecipa alla formulazione del piano strategico;
- il CFO, che è stato nominato anche dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari e svolge essenzialmente controlli su diversi documenti;
- l'Ufficio Stampa, coinvolto nel processo di redazione del bilancio e con un ruolo chiave nella stesura dei comunicati stampa;
- l'Ufficio Relazioni Esterne, che organizza visite agli stabilimenti aziendali e si coordina con le IR per le visite di loro competenza;
- l'Ufficio Affari Societari, incaricato dell'invio dei comunicati stampa al NIS;
- i grafici interni, che collaborano alla preparazione del bilancio;
- il CEO, impegnato essenzialmente in attività di controllo ma anche direttamente coinvolto nella redazione del piano strategico;
- i consulenti /fornitori esterni, a cui l'azienda si rivolge per la diffusione dei comunicati stampa e per le attività esecutive collegate alla gestione del sito di IR.

In sintesi, la principale fonte dei messaggi è rappresentata dall'azienda, che si avvale della collaborazione di soggetti esterni specializzati solamente con riferimento ad attività tecniche e considerate poco rilevanti rispetto al controllo delle informazioni e alla gestione del processo di comunicazione finanziaria.

All'interno dell'azienda poi le aree coinvolte nel processo sono molteplici, comprendendo l'amministrazione, finanza e controllo, di cui possono essere considerate parte anche le IR per via della posizione nell'organigramma, l'area della comunicazione e delle relazioni esterne, l'area legale, i grafici e il top management.

Per quanto le aree di amministrazione, finanza e controllo e di comunicazione e relazioni esterne, e a un livello inferiore anche gli uffici che le compongono, siano tendenzialmente più coinvolte nella preparazione di messaggi specifici, appare estremamente interessante rispetto alla domanda di ricerca notare che le IR svolgono un ruolo, seppur non sempre centrale, nella preparazione di tutti i messaggi. Tale evidenza, unitamente alle affermazioni degli intervistati circa il ruolo svolto dalle IR a livello di comunicazione interna con diverse funzioni aziendali, induce a ritenere che le IR possano avere non solo una visione complessiva della situazione aziendale, indispensabile per sostenere le conversazioni con gli operatori della comunità

finanziaria, ma anche una visione d'insieme della comunicazione finanziaria trasmessa al mercato.

L'attività del top management è generalmente limitata a controlli sulle bozze dei documenti destinati alla comunità finanziaria, mentre gli altri soggetti svolgono sostanzialmente attività di supporto. Tra questi è opportuno ricordare la presenza di grafici aziendali, che collaborano alla stesura del bilancio così da richiamare anche nella sua veste grafica elementi collegati all'identità del gruppo e ai suoi marchi⁴⁵¹.

L'insieme dei soggetti coinvolti nella codifica del messaggio rivolto agli investitori e il loro intervento nella comunicazione finanziaria sono riepilogati in *Figura 5*.

⁴⁵¹ La creatività e lo stile del gruppo affiorano nei documenti di natura economico-finanziaria anche per quanto concerne l'impaginazione del bilancio in formato cartaceo, che viene curata molto al fine di presentare un documento piacevole e accattivante alla vista.

	<i>Bilanci annuali e infrannuali</i>	<i>Comunicati stampa</i>	<i>Presentazioni risultati</i>	<i>Presentazioni del piano strategico</i>	<i>Roadshow</i>	<i>Incontri one-to-one</i>	<i>Visite</i>	<i>Sezione IR sito web</i>
Investor Relation	P	A-C	P	P	A-P	P	P	P
Ufficio Bilanci	O-A-P							
Amministrazione		C						
Controllo di Gestione				P				
CFO	C	C	C	P	C			
Ufficio Stampa	P	P						
Ufficio Relazioni Esterne							P	
Ufficio Affari Societari		I						
Grafici interni	P							
CEO		O-C	C	A-P	C			
Consiglio di Amministrazione		C						
Consulenti/fornitori esterni		I						I

Legenda:

A: avvio del processo

O: *owner* del processo

P: attività di preparazione in senso stretto

C: attività di controllo

I: attività di diffusione / invio

Figura 5 - I soggetti coinvolti nel processo di codifica e i veicoli di comunicazione

(Fonte: elaborazione da dati raccolti attraverso interviste)

6.3 Analisi delle forme di comunicazione finanziaria adottate

6.3.1 Il bilancio annuale

Il bilancio annuale di Benetton Group presenta nel triennio di osservazione una struttura distinta per il bilancio consolidato e per il bilancio di esercizio, entrambe sostanzialmente costanti da un periodo all'altro, eccezion fatta per alcuni profili informativi che sono stati oggetto di ampliamenti incrementali.

Il bilancio consolidato è composto dalle seguenti sezioni:

- un'introduzione, denominata "Il Gruppo Benetton", che comprende informazioni relative alla composizione degli organi sociali, alle principali società consolidate e alla convocazione dell'Assemblea, la lettera agli azionisti al Presidente del gruppo, alcuni dati finanziari di sintesi e dal 2006 un'intervista al Vice Presidente sulle prospettive future dell'azienda;
- la relazione sulla gestione;
- i prospetti di bilancio, composti da stato patrimoniale, conto economico, rendiconto finanziario e prospetto delle variazioni del patrimonio netto;
- le note esplicative, che contengono informazioni di dettaglio circa i valori presentati nei prospetti e dal 2006 l'informativa settoriale;
- la relazione della società di revisione;
- i prospetti supplementari, che comprendono informazioni sull'area di consolidamento e ulteriori dati di dettaglio di carattere economico - finanziario (es. tabella dei tassi di cambio) o collegati ai processi e ai prodotti;
- il glossario (inserito nel 2006), che contiene la spiegazione di termini relativi sia al *business* (es. collezione continuativa) sia a grandezze di carattere economico - finanziario;
- una parte dedicata alla transizione ai principi contabili internazionali presente nel bilancio 2005⁴⁵².

Considerando congiuntamente la sezione introduttiva e la relazione sulla gestione, le informazioni sul gruppo presenti in bilancio riguardano essenzialmente la struttura del gruppo e i rapporti con parti correlate, per cui sono pubblicate sia descrizioni qualitative sia dati economico-finanziari, mentre i dati sullo scenario

⁴⁵² Nel bilancio 2004 erano già presenti alcune informazioni in proposito all'interno di uno specifico paragrafo della relazione sulla gestione.

pubblicati in bilancio riguardano prevalentemente il settore di riferimento, di cui sono sinteticamente presentate le principali tendenze e linee evolutive.

Per quanto concerne le informazioni sui processi e sui prodotti, un'ampia *disclosure* è dedicata ai marchi, per cui sono presentate sia informazioni qualitative sia dati relativi alle vendite, alle licenze, con specifico riferimento agli accordi conclusi nell'esercizio, all'organizzazione produttiva, per cui vengono forniti aggiornamenti relativi alle delocalizzazioni, al modello distributivo e ai miglioramenti dei sistemi IT.

La *disclosure* riguardante i segmenti, che sono stati modificati nel bilancio 2005 a seguito della cessione del *business* dell'attrezzo sportivo, è presentata con riferimento sia ai settori di attività, sia alle aree geografiche in cui opera il gruppo, con indicazione per i primi di dati economici corredati da un commento e di dati relativi alle vendite per le seconde.

Particolarmente ampia è poi l'informativa economico - finanziaria relativa al gruppo: comprende infatti dati economici, patrimoniali, finanziari, indicatori economico - finanziari e dati azionari e borsistici di carattere consuntivo, a cui si accompagnano dati quantitativi prospettici relativi a ricavi, risultati economici, investimenti, indebitamento e *cash flow*, espressi in maniera puntuale o sotto forma di intervalli chiusi. Nell'esposizione delle informazioni di carattere economico-finanziario è inoltre possibile rilevare una particolare attenzione per il profilo della comprensibilità e della chiarezza dei dati pubblicati, che vengono favorite con l'inserimento delle formule con cui vengono calcolati gli indici di bilancio e attraverso i grafici dell'andamento del titolo in cui sono indicati gli eventi rilevanti avvenuti in corrispondenza delle date in cui la tendenza ha subito delle modifiche⁴⁵³. Lo stesso approccio è inoltre ravvisabile nella scelta effettuata nel 2006 di inserire in bilancio un glossario con definizioni e spiegazioni relative alla terminologia utilizzata sia di natura economico-finanziaria, sia con riferimento ad aspetti operativi.

La relazione sulla gestione non contiene una sezione specificatamente dedicata al profilo strategico, tuttavia, una sintesi della strategia aziendale e dei risultati ottenuti attraverso la sua implementazione è disponibile nella lettera del Presidente nell'intervista al Vice Presidente (inserita nel 2006) e nella presentazione dell'evoluzione prevedibile della gestione; inoltre numerose considerazioni di carattere strategico sono presenti nell'esposizione di argomenti di carattere prevalentemente operativo. La *disclosure* sui rischi è stata oggetto di un notevole ampliamento

⁴⁵³ Grafici di questo tipo sono inseriti soltanto nel bilancio 2006.

dell'informativa negli anni osservati: infatti, nel bilancio 2004 era presente soltanto un breve paragrafo dedicato alla gestione dei rischi finanziari (rischio di cambio, rischio di tasso, rischio di credito), mentre nel 2005 a questo si è aggiunta un'autonoma sezione del bilancio dedicata ai fattori di rischio, che nel 2006 è stata ampliata e inserita all'interno della relazione sulla gestione, con una descrizione dei rischi di diversa natura a cui l'azienda è sottoposta, che comprendono rischi strategici, di mercato, operativi, finanziari e legali.

L'informativa sul personale è sintetica e si concentra prevalentemente sugli interventi di riorganizzazione e sulla descrizione dell'avvio di progetti specifici di formazione.

Con riguardo ai dati relativi a management e azionisti, la relazione contiene la composizione organi sociali, l'avviso di convocazione dell'assemblea, informazioni sugli azionisti, sui piani di incentivazione del management e una sezione dedicata alla *corporate governance*, di cui è indicata la disponibilità anche sul sito web⁴⁵⁴ aziendale e all'interno della quale sono indicati i riferimenti delle IR e il rispetto di procedure per la divulgazione di informazioni al mercato.

La *disclosure* riguardante l'innovazione si concentra sulla partecipazione a ricerche per il miglioramento della qualità del prodotto ed è generalmente presente nelle sezioni corrispondenti, sono invece estremamente limitate, se non assenti, le informazioni sui rapporti con le forze competitive, sulla clientela e quelle relative al profilo ambientale e sociale⁴⁵⁵. Rispetto a tali profili informativi sorprende in particolare l'assenza di dati relativi alla rete distributiva, che oltre a rappresentare uno degli elementi principali del *business model* del gruppo è stata recentemente oggetto di rinnovamento sia per quanto concerne i negozi di proprietà dei partner-imprenditori sia con riferimento all'espansione dei negozi gestiti direttamente da Benetton.

Appare interessante notare che la relazione comprende inoltre una breve sezione dedicata alle IR, in cui vengono presentate le attività svolte in tale ambito nel corso dell'esercizio, sia in termini di presentazioni e incontri diretti, sia con riguardo agli sviluppi della sezione IR del sito aziendale (a cui nel 2006 è dedicato un paragrafo autonomo) e ai risultati delle analisi di identificazione dell'azionariato. Nel bilancio 2006, in particolare, l'informativa è focalizzata sui destinatari della comunicazione, con

⁴⁵⁴ Il rinvio è allo specifico indirizzo in cui la relazione è disponibile.

⁴⁵⁵ Alla dimensione sociale è dedicata un'autonoma sezione del sito di IR.

l'indicazione del numero di soggetti coinvolti e del numero di broker che hanno pubblicato note sul gruppo.

Per completezza, è stato esaminato anche il contenuto narrativo del bilancio d'esercizio, che negli anni di osservazione è strutturato come segue:

- relazione sulla gestione;
- prospetti di bilancio, che comprendono per ciascuno dei tre esercizi indagati stato patrimoniale, conto economico, rendiconto finanziario e prospetto delle variazioni del patrimonio netto;
- nota integrativa⁴⁵⁶, denominata poi note esplicative a seguito della transizione agli IAS-IFRS;
- proposte di deliberazione;
- relazione del collegio sindacale e della società di revisione;
- una sezione dedicata al passaggio ai principi contabili internazionali nel bilancio 2006.

L'esame della relazione sulla gestione ha evidenziato notevoli differenze di contenuto rispetto alla relazione del bilancio consolidato: i temi affrontati sono infatti focalizzati principalmente su aspetti relativi alla struttura del gruppo, alla *corporate governance* e alla *performance* economico-finanziaria, coerentemente con la natura di Benetton Group S.p.A. che in seguito alla riorganizzazione societaria effettuata al termine dell'esercizio 2003 si è consolidata nel ruolo di holding di partecipazioni e di società di prestazioni di servizi finanziari, amministrativi, legali e fiscali svolti a favore delle società del gruppo.

Per quanto concerne il profilo della leggibilità, appare assai utile la veste grafica adottata da Benetton nei bilanci annuali e infrannuali, in cui ogni pagina contiene a margine l'elenco delle sezioni del bilancio (relazione sulla gestione, prospetti di bilanci, ecc.) con evidenziata la sezione a cui la pagina in oggetto appartiene, rendendo così più semplice per il lettore l'orientamento in un documento particolarmente voluminoso come il bilancio.

⁴⁵⁶ Dalla nota integrativa nel 2006 è stata eliminata e costituita come parte autonoma una sezione dedicata ai prospetti supplementari, in cui sono presentate le partecipazioni possedute in società italiane ed estere, e le partecipazioni possedute direttamente e indirettamente in società controllate e collegate.

6.3.2 I bilanci infrannuali

Le relazioni semestrali disponibili per l'analisi sul sito di IR aziendale, pur prive di cambiamenti radicali relativi ai contenuti informativi, presentano un' articolazione interna parzialmente differente da un esercizio all'altro, che può essere sintetizzata come segue:

- una sezione introduttiva (“Il Gruppo”), contenente l'indicazione della composizione degli organi sociali e dei principali dati economico-finanziari di sintesi;
- la relazione sulla gestione;
- i prospetti di bilancio consolidato, che comprendono conto economico, stato patrimoniale, rendiconto finanziario e prospetto delle variazioni del patrimonio netto;
- le note esplicative, comprensive di informazioni sulla posizione finanziaria, informativa settoriale e dati supplementari;
- la relazione della società di revisione;
- i prospetti supplementari, che contengono informazioni relative all'area di consolidamento.

Nel complesso, l'informativa presente nella relazione sulla gestione e nella sezione introduttiva, che si presentano come documenti assai sintetici, appare focalizzata sulla presentazione dei risultati economico-finanziari del semestre, che vengono discussi e commentati a livello *corporate* e di segmento con riferimenti anche al profilo dei prodotti e a quello strategico, che tuttavia non sono oggetto di paragrafi dedicati. Tali aspetti, spesso collegati ai diversi marchi del gruppo, sono menzionati con particolare grado di dettaglio e con dati quantitativi soprattutto con riferimento alla descrizione dell'ampliamento della rete distributiva, all'espansione geografica e agli investimenti effettuati in diverse aree (es. rete distributiva, IT) nell'implementazione della strategia aziendale.

Sono inoltre presenti in forma più sintetica rispetto al bilancio annuale, informazioni riguardanti il gruppo, il management e gli azionisti, che illustrano i principali mutamenti organizzativi e societari, i rapporti con parti correlate, la distribuzione dei dividendi, gli amministratori e i piani di *stock option*.

Rispetto al bilancio annuale, nei contenuti della relazione semestrale appare sostanzialmente invariata la ricchezza e il grado di dettaglio delle informazioni

economico-finanziarie riguardanti il livello *corporate* e i differenti settori di attività del gruppo, ampiamente discusse e commentate con numerosi riferimenti ai marchi, alle aree geografiche e alla strategia aziendale. Decisamente ridotta, e talvolta del tutto assente, è la sezione dedicata ai rischi, che si limita a informazioni sui rischi di natura finanziaria; analogamente limitate appaiono poi le indicazioni riguardanti lo scenario, il personale e l'innovazione, mentre non sono pubblicati i dati relativi alla *performance* del titolo in borsa.

Le relazioni trimestrali sono documenti decisamente più sintetici⁴⁵⁷, che tuttavia conservano sostanzialmente immutata la struttura della relazione semestrale, componendosi di:

- un'introduzione dedicata alla descrizione del gruppo (denominata appunto "Il Gruppo"), che comprende l'indicazione della composizione degli organi sociali e di alcuni dati di sintesi di carattere economico-finanziario;
- la relazione sulla gestione;
- i prospetti di bilancio consolidato, che comprendono conto economico, stato patrimoniale, rendiconto finanziario e prospetto delle variazioni del patrimonio netto;
- le note esplicative, che contengono informazioni sulla posizione finanziaria, *disclosure* settoriale e dati supplementari.

A eccezione della relazione al primo trimestre del 2005, che presenta un'informativa molto sintetica relativa solo ai risultati (*corporate* e di settore), ai fatti di rilievo del periodo e alle prospettive future, i contenuti presenti nelle sezioni narrative della relazione trimestrale ricalcano sostanzialmente quelli già citati a proposito della relazione semestrale. In altri termini, anche l'informativa trimestrale è focalizzata sui dati economico-finanziari relativi al gruppo nel suo complesso e ai settori in cui opera, discussi con collegamenti al profilo dei prodotti e alla dimensione strategica e integrati con le principali informazioni riguardanti il gruppo, il suo management e gli azionisti.

Con riguardo alle informazioni economico-finanziarie relative all'intero gruppo, si rileva inoltre che la relazione del terzo trimestre presenta sia i risultati relativi ai nove mesi trascorsi, sia quelli riguardanti il solo trimestre, comparati in entrambi i casi con i corrispondenti periodi dell'esercizio precedente.

Appare infine interessante notare che l'ultima pagina di tutte le relazioni esaminate, così come nel caso dei bilanci annuali e delle relazioni semestrali, contiene

⁴⁵⁷ La lunghezza media dell'intero documento nel periodo di osservazione di aggira intorno alle cinquanta pagine, a eccezione del primo trimestre 2005 (16 pagine) e del terzo trimestre 2005 (73 pagine).

oltre alla sede e ai dati legali dell'azienda anche l'indirizzo internet del sito del gruppo, i riferimenti telefonici e di posta elettronica della Direzione Stampa e Comunicazione e delle IR, così da favorire un approfondimento delle informazioni ovvero un flusso informativo di ritorno, per esempio per richieste di chiarimenti, da parte dei lettori del bilancio.

6.3.3 I comunicati price sensitive

Nel triennio indagato Benetton Group ha emesso complessivamente quarantacinque comunicati *price sensitive*, aventi per oggetto principalmente la comunicazione dei risultati, di accordi industriali o commerciali, di dati relativi all'espansione della rete distributiva e di dimissioni e nomine di esponenti del top management⁴⁵⁸. In particolare, gli eventi che hanno condotto all'emissione di comunicati *price sensitive* nel triennio indagato sono illustrati in *Figura 6*.

	2005		2006		2007	
Accordi commerciali/industriali	4	26,67%	2	12,50%	1	7,14%
Approvazione risultati annuali/trimestrali dal CdA	4	26,67%	5	31,25%	5	35,71%
Dati preconsuntivi	2	13,33%	0	0,00%	1	7,14%
Transizione agli IAS-IFRS	2	13,33%	0	0,00%	0	0,00%
Approvazione bilancio dall'assemblea	1	6,67%	1	6,25%	1	7,14%
Finanziamenti attraverso debito	1	6,67%	0	0,00%	1	7,14%
Nomina / dimissioni top management	0	0,00%	3	18,75%	1	7,14%
Approvazione 20-F dal CdA	0	0,00%	1	6,25%	1	7,14%
Apertura nuovi negozi	0	0,00%	0	0,00%	3	21,43%
Altro	1	6,67%	4	25,00%	0	0,00%
<i>Totale</i>	<i>15</i>	<i>100,00%</i>	<i>16</i>	<i>100,00%</i>	<i>14</i>	<i>100,00%</i>

Figura 6 - Comunicati price sensitive ed eventi descritti

(Fonte: elaborazione da comunicati)

Come evidenziato in *Figura 6*, la comunicazione dei risultati riguarda dati preconsuntivi, ossia valori preliminari, non ancora esaminati dal Consiglio di Amministrazione, dati approvati dal Consiglio e il bilancio annuale approvato dall'Assemblea; sempre collegati all'informativa obbligatoria periodica sono inoltre i

⁴⁵⁸ I comunicati relativi alle nomine del top management riguardano essenzialmente la comunicazione delle dimissioni di Silvano Cassano e Pier Francesco Facchini nel 2006, a cui sono seguite le nomine dei nuovi CEO e CFO.

comunicati emessi in occasione della transizione ai principi contabili internazionali e all'approvazione del prospetto di riconciliazione 20-F.

I risultati presentati nei comunicati stampa relativi all'approvazione delle relazioni infrannuali da parte del Consiglio di Amministrazione sono generalmente discussi in maniera sintetica, con l'indicazione di dati relativi allo scenario e ai prodotti, collegamenti con la strategia aziendale e talvolta con l'aggiornamento delle previsioni per la chiusura dell'esercizio. La successiva approvazione del bilancio da parte del Consiglio di Amministrazione contiene invece meno dati economico-finanziari ed è maggiormente focalizzata sulle delibere dell'assemblea (es. nomine), con l'eccezione del comunicato che annuncia l'approvazione del bilancio 2005 a cui è allegata la lettera del Presidente, in cui sono discussi i risultati consuntivi e vengono comunicate strategie e prospettive per il futuro.

Nel solo comunicato relativo alla transizione ai principi contabili internazionali emesso nel 2005 è data notizia della *conference call* relativa programmata per il giorno seguente, con indicazione del sito web di IR e del numero telefonico per parteciparvi: tale messaggio non è ripetuto negli altri comunicati relativi all'approvazione dei risultati periodici, tuttavia la prassi aziendale di tenere una *conference call* lo stesso giorno dell'approvazione dei risultati da parte del Consiglio di Amministrazione è esposta nel comunicato con cui sono annualmente fissati gli appuntamenti del calendario societario.

Diversi comunicati riguardano poi la conclusione di accordi di natura prevalentemente commerciale con partner stranieri, e contengono una descrizione dell'attività delle due controparti indicando per sommi capi le condizioni degli accordi e il loro inquadramento nella strategia aziendale. Le partnership sono infatti collegate alle prospettive di *brand extension* (es. accordo con Selective Beauty per i profumi, con Allison per l'*eyewear*) e di penetrazione nei mercati emergenti (es. accordo con Zorlu Holding e Boyner Group in Turchia, con Trent in India), che rappresentano due tra i principali elementi della strategia di crescita del gruppo.

Informazioni ancor più operative sono poi contenute nei comunicati che annunciano l'apertura di nuovi negozi, in prevalenza *concept store*, con indicazioni precise circa lo stile del punto vendita, la sua collocazione e l'immagine che esso intende veicolare al mercato, arricchite da informazioni relative alla presenza nel mercato in oggetto e al contributo che la nuova apertura può apportare in questa prospettiva.

Per quanto concerne la presenza di collegamenti o rinvii all'informativa trasmessa con diversi canali o veicoli, nella maggior parte dei casi i comunicati esaminati non contengono riferimenti né al sito web, né contatti con specifici uffici (es. le IR), ad eccezione di alcuni casi in cui è indicato l'indirizzo del sito internet di IR per il *download* di un documento o il recapito telefonico della funzione IR. A tal proposito, è interessante notare che rilevanti modifiche apportate al sito, quali l'inserimento del bilancio in versione interattiva, sono state oggetto di un comunicato *ad hoc*, volto a favorire la conoscenza e l'utilizzo di tale veicolo ulteriore.

6.3.4 Le presentazioni alla comunità finanziaria

Per il triennio di osservazione, sono disponibili sul sito di IR Benetton diciassette presentazioni, aventi per oggetto la diffusione dei risultati annuali e infrannuali, con quattro presentazioni (annuale, semestrale e due trimestrali⁴⁵⁹) per ciascun esercizio, l'esposizione della strategia aziendale ovvero contenuti specifici, quali la transizione ai principi contabili internazionali nel 2005.

Per quanto concerne i risultati periodici, la loro presentazione segue una procedura formalizzata ed è strutturata sostanzialmente nello stesso modo in tutti gli esercizi osservati, con la presenza delle seguenti informazioni:

- dati economici, presentati attraverso il conto economico consolidato, l'esposizione dei ricavi per settore di attività e la composizione di alcuni raggruppamenti di costo⁴⁶⁰, di risultati intermedi⁴⁶¹ per settore, dei proventi e oneri finanziari;
- dati patrimoniali, illustrati nello stato patrimoniale funzionale e in due prospetti relativi rispettivamente al capitale di funzionamento e agli investimenti effettuati in attività operative;
- il rendiconto finanziario.

⁴⁵⁹ I risultati semestrali dell'esercizio 2007 sono presenti sul sito di IR sia in materiale scritto e audio con riferimento ai risultati preliminari, sia con le sole diapositive per i risultati approvati dal Consiglio; non è tuttavia chiaro dalle informazioni disponibili in linea se (ed eventualmente in quale sede o forma) le seconde siano state discusse.

⁴⁶⁰ Si tratta di costo del venduto e spese variabili di vendita e delle spese generali e amministrative.

⁴⁶¹ Questi comprendono il risultato operativo della gestione ordinaria, l'EBIT, l'EBITDA.

In occasione della presentazione dei risultati del terzo trimestre, il top management commenta la *performance* dei nove mesi, ma in aggiunta al materiale riguardante tale discussione sono messe a disposizione del pubblico sul sito di IR anche alcune diapositive relative al terzo trimestre, composte solamente da dati economico-finanziari e caratterizzate da una veste grafica differente⁴⁶².

Ad eccezione della presentazione relativa al terzo trimestre 2007, in cui l'informativa viene ampliata con dati di scenario e informazioni in forma narrativa, il contenuto delle presentazioni è interamente costituito da informazioni di natura economico-finanziaria, esposte in forma tabellare, a cui sono aggiunte una diapositiva con alcune considerazioni di sintesi in forma narrativa a partire dal terzo trimestre 2006 e un *disclaimer* dalla presentazione dei risultati annuali dell'esercizio 2006⁴⁶³. In tale presentazione e in quella relativa ai risultati del terzo trimestre 2007 sono inoltre esposti alcuni dati prospettici di natura economico-finanziaria e fisico-tecnica (es. ordini), che derivano dal budget già presentato e approvato internamente.

Contenuti di carattere esclusivamente economico-finanziario, espressi sempre in forma tabellare, caratterizzano anche la presentazione relativa alla transizione ai principi contabili internazionali di febbraio 2006, in cui sono rappresentati gli impatti derivanti dall'applicazione dei nuovi standard, la riconciliazione del conto economico e dello stato patrimoniale, l'articolazione dei segmenti e la riconciliazione per segmento del conto economico.

L'estrema sintesi che caratterizza le diapositive è comunque compensata, per coloro che non possono partecipare alla *conference call* in diretta, dalla disponibilità sul sito di IR dei comunicati stampa relativi all'approvazione dei risultati e delle trascrizioni delle presentazioni, che tuttavia sono limitate agli interventi del top management e non comprendono la parte finale delle domande e delle risposte. Le presentazioni dei risultati tenute negli esercizi 2006 e 2007 sono inoltre disponibili sul sito in formato mp3 e in *webcast* audio con inclusione della sezione di domande e risposte, mentre quelle relative al 2005 possono essere ascoltate solo in linea tramite *webcast*⁴⁶⁴.

⁴⁶² In particolare, viene mantenuto il *format*, ma modificato il colore dello sfondo.

⁴⁶³ Nella sola presentazione dei risultati annuali dell'esercizio 2006 è presente una diapositiva riguardante le previsioni per il futuro in termini di ricavi, EBITDA, investimenti e indebitamento.

⁴⁶⁴ Il *webcast* video è disponibile (e ancora funzionante) solo con riferimento al discorso del CEO, denominato "CEO focus", del 4 marzo 2005.

La veste grafica varia di anno in anno, rimanendo la medesima per tutte le presentazioni relative allo stesso esercizio, così da evidenziare i differenti riferimenti temporali del materiale che rimane a lungo disponibile al pubblico sul sito di IR.

Nelle presentazioni dei risultati intervengono solitamente il CEO, il CFO e l'IRO, tuttavia in seguito alle dimissioni di Silvano Cassano e Pier Francesco Facchini e prima della nomina dei nuovi CEO e CFO gli interventi sono stati effettuati dall'IRO, coadiuvato dal responsabile dell'Ufficio Stampa e dalla figura *senior* delle IR. Appare inoltre curioso il fatto che nonostante le presentazioni siano discusse in lingua inglese dal management, le diapositive relative a tutti gli interventi aventi per oggetto i risultati periodici⁴⁶⁵ sono preparate e rese disponibili sul sito IR soltanto in lingua italiana.

Per quanto concerne le tre presentazioni a contenuto strategico disponibili sul sito IR per il triennio considerato, non sono disponibili informazioni, eccetto la data, circa le circostanze in cui sono state rese per cui non è possibile sapere se siano state effettuate attraverso *conference call* o nell'ambito di *roadshow* e i materiali di questo genere inseriti nel sito non possono essere direttamente associati a eventi specifici. Un'analogha difficoltà riguarda la situazione opposta: nella presentazione dei risultati del semestre e del terzo trimestre del 2007 sono infatti indicate le date di un *roadshow* in Europa con le tappe previste, ma sul sito di IR non è disponibile alcun tipo di materiale a esse collegato.

Le tre presentazioni esaminate riguardano un'analisi delle tendenze del mercato da parte del CEO e due presentazioni volte a presentare l'azienda e il suo progetto strategico.

La prima è stata diffusa tramite *conference call* a seguito della comunicazione dei risultati preliminari dell'esercizio 2004 ed è finalizzata alla descrizione dell'evoluzione del mercato e all'esposizione di alcuni risultati preliminari, a cui segue l'esame delle azioni intraprese per contrastare i *trend* in atto e degli obiettivi futuri espressi in termini economico-finanziari.

Le altre due presentazioni sono caratterizzate invece da un contenuto prettamente qualitativo, focalizzato in un caso su aspetti strategici connessi alle prospettive di crescita del gruppo, e nell'altro su una sorta di introduzione al gruppo in

⁴⁶⁵ Sono in lingua inglese solo le diapositive riguardanti le presentazioni di carattere strategico, mentre anche la presentazione relativa alla transizione agli IAS è resa disponibile sul sito con diapositive in italiano.

cui vengono toccati i principali temi strategici e i maggiori progetti collegati ai processi e ai prodotti finalizzati all'attuazione della strategia di crescita aziendale.

Infine, appare interessante rilevare che diversamente da quanto osservato per altri veicoli (es. bilancio) la maggior parte delle presentazioni⁴⁶⁶ non contiene alcun riferimento al sito di IR o ad altri recapiti per contattare direttamente l'azienda al fine di ricevere chiarimenti sulle informazioni diffuse.

6.3.5 La sezione di investor relation del sito web aziendale

La sezione IR del sito web di Benetton Group, raggiungibile con un unico collegamento dalla *home page*, rappresenta un veicolo assai articolato e contenente un'informativa finanziaria estremamente ricca su numerosi profili informativi.

Le informazioni presenti e i documenti disponibili sono suddivisi in numerose sottosezioni che possono essere sintetizzate come segue:

- *disclosure* relativa a specifici profili informativi di natura non economico-finanziaria: comprende le informazioni sul gruppo, sulla dimensione sociale e su management e azionariato;
- informazioni relative al titolo: includono grafici interattivi, in cui la *performance* dell'azione nei differenti mercati può essere confrontata con i principali indici, le quotazioni storiche del titolo, uno strumento per il calcolo del valore corrente e del rendimento dell'investimento in azioni Benetton e prospetti di confronto tra l'andamento del titolo sui mercati di quotazione e i principali indici borsistici;
- dati economico-finanziari di sintesi: permettono la costruzione di grafici in linea su grandezze selezionate;
- documenti finanziari: è presente un archivio di presentazioni, comunicati stampa, bilanci annuali e infrannuali, e una sezione contenente tutti i file audio in formato mp3 disponibili per il *download*;
- informazioni sui principi contabili internazionali IAS-IFRS: comprende i diversi documenti (o estratti) preparati dall'azienda in occasione della transizione e un glossario contenente il contenuto minimo da presentare in bilancio in base a tali standard;

⁴⁶⁶ L'indicazione del sito di IR è infatti presente in tre presentazioni, di cui una soltanto riporta anche i recapiti delle IR.

- dati relativi all'informativa secondaria e agli intermediari informativi: consistono in una sintesi di articoli sul gruppo Benetton comparsi sulla stampa nazionale e internazionale e in un elenco degli analisti finanziari che seguono il titolo, comprensivo dell'indicazione per ciascuno dell'azienda, del recapito telefonico e delle date delle ultime ricerche preparate e pubblicate;
- informazioni rivolte a chi desidera conoscere il gruppo: comprendono un pacchetto di documenti e informazioni utili per gli investitori (*investor kit*)⁴⁶⁷, un elenco di domande frequenti (FAQ) sul gruppo, dove è evidenziata la possibilità di contattare le IR con i relativi recapiti, e un glossario contenente termini relativi al settore di attività, all'amministrazione e finanza, al mercato finanziario e alla *corporate governance*;
- strumenti per garantire aggiornamenti ai destinatari: riguardano un servizio di e-mail *alert*⁴⁶⁸ e una rassegna delle principali notizie sulla società, preparata settimanalmente dalle IR, diffusa sull'*home page* del sito IR e attraverso agenzie di stampa al sell-side, al buy-side, ai direttori delle banche e a tutti coloro che ne facciano richiesta.
- strumenti volti a favorire un *feedback* da parte dei destinatari: sono rappresentati dai contatti di IR e dalla sezione "Dì la tua", che contiene un *form* da compilare per far pervenire messaggi alle IR.

Nell'*home page* del sito di IR sono inoltre riportati i riconoscimenti vinti, che comprendono il premio come miglior sito europeo 2004 da parte della Investor Relations Society e il premio come miglior sito IR nel settore dei beni di consumo 2004 da parte della Web Marketing Association.

Oltre all'evidente ampiezza dei contenuti, il sito appare un veicolo estremamente interessante anche per la chiarezza di presentazione⁴⁶⁹, l'accessibilità ai contenuti, favorita dalla presenza di una mappa del sito, e per la particolare attenzione posta alla fruibilità dei contenuti da un punto di vista tecnico, incrementata attraverso la

⁴⁶⁷ L'*investor kit* comprende un aggiornamento strategico, l'ultima presentazione, il più recente comunicato stampa, l'ultimo bilancio annuale, un prospetto riepilogativo e i *curricula* dei componenti del Consiglio di Amministrazione.

⁴⁶⁸ Per i contatti della *mailing list* che hanno fornito il proprio numero di cellulare a Benetton, è attivo anche un servizio di *alert* via sms per avvertire dell'emissione di comunicati *price sensitive*.

⁴⁶⁹ Si noti che la possibilità di aumentare la dimensione dei caratteri di visualizzazione, esistente nel sito *corporate*, non è applicabile alla sezione di IR. Entrambi i siti invece possono essere visualizzati in lingua inglese.

disponibilità di *webcast* utilizzabili con diversi *software* e di differenti tipologie di file per il materiale delle presentazioni.

Il sito appare inoltre sfruttare numerose potenzialità di internet attraverso la presenza di strumenti interattivi, file multimediali, forme di personalizzazione dell'informazione (es. *investor kit*), funzioni per l'aggiornamento nel tempo degli utenti e così via.

Tali caratteristiche appaiono in linea con quanto dichiarato dall'azienda in bilancio, dove è sottolineato il contributo della funzione IR al continuo arricchimento del sito per muoversi da una comunicazione su base cartacea a un utilizzo della rete come principale diffusore dell'informativa primaria, al fine di comunicare in maniera sempre più rapida e diffusa con la comunità finanziaria.

6.4 Alcune considerazioni sul caso Benetton Group

Considerando le principali caratteristiche del processo di comunicazione finanziaria di Benetton Group secondo gli elementi dello schema teorico preso a riferimento per l'analisi, le evidenze osservate appaiono di particolare interesse sotto diversi profili.

La fonte principale della comunicazione rivolta alla comunità finanziaria è indubbiamente rappresentata dall'azienda, che dimostra una precisa volontà di mantenere un elevato grado di controllo sull'informativa primaria. Ciò può essere riscontrato nelle stesse scelte riguardanti il ricorso a soggetti esterni per consulenze o forniture di servizi: si pensi alla decisione di lasciare loro soltanto attività meramente esecutive nella gestione del sito IR o alla scelta di diffondere i comunicati stampa, seppur attraverso soggetti esterni, solamente in versione *full-text*, così da evitare ogni rischio di manipolazione dei contenuti trasmessi al mercato.

All'interno dell'azienda sono poi molti i soggetti coinvolti nel processo di comunicazione finanziaria, che comprendono le IR, gli altri uffici dell'area amministrazione, finanza e controllo, dell'area comunicazione e relazioni esterne, di quella legale, i grafici e i membri del top management.

Tra questi, un ruolo particolarmente rilevante ai fini del coordinamento del processo - e assai interessante rispetto alla domanda di ricerca di questo lavoro - è attribuito alle IR, che partecipano alla codifica di tutti i veicoli considerati in questo

studio, con un contributo non sempre centrale, ma che implica in ogni caso un coinvolgimento diretto nella redazione dei documenti destinati alla comunità finanziaria. Questo comporta indubbiamente una visione d'insieme non soltanto dell'azienda, comunque indispensabile alle IR per il loro dialogo con il mercato, ma anche della comunicazione finanziaria trasmessa attraverso i diversi veicoli, che appare un presupposto essenziale per una gestione unitaria del processo. Il ruolo chiave delle IR appare inoltre confermato dalle attività svolte con riferimento alla comunicazione interna per raccogliere informazioni dalle altre funzioni aziendali e condividere con esse e con il top management il *feedback* proveniente dal mercato.

Riguardo il processo di codifica, l'analisi documentale ha evidenziato in diversi veicoli una notevole attenzione da parte dell'azienda al profilo della leggibilità dei dati divulgati, favorita attraverso accorgimenti quali il mantenimento del medesimo *format* per i bilanci, le relazioni e le presentazioni riferite allo stesso esercizio e l'indicazione della struttura del bilancio presente in ogni pagina, così da rendere più facile per il lettore reperire i dati ricercati all'interno dei documenti.

Per quanto concerne l'esame dei messaggi diffusi alla comunità finanziaria attraverso diversi veicoli, i documenti hanno evidenziato un certo grado di focalizzazione in termini di profili informativi trattati, con una ridondanza relativa principalmente ai dati di carattere economico-finanziario; le altre informazioni, in particolare quelle concernenti la strategia, sono poi presentate in veicoli diversi secondo prospettive e tagli differenti in relazione ai principali destinatari degli strumenti di comunicazione. Per quanto concerne poi l'ampiezza e la ricchezza dei contenuti divulgati, è possibile affermare per i documenti analizzati su più esercizi⁴⁷⁰ che le modifiche sono state nel tempo gradualmente e incrementalmente.

L'utilizzo dei canali di comunicazione è naturalmente articolato, anche se sembra opportuno sottolineare un forte impegno nella gestione e nel miglioramento del sito di IR, a cui vengono periodicamente dedicati progetti specifici (es. l'inserimento della sezione dedicata alla dimensione sociale) e a cui rinviano diversi documenti⁴⁷¹.

⁴⁷⁰ Il solo esame del sito di IR è stato puntuale ed eseguito in prossimità del termine del periodo di osservazione.

⁴⁷¹ Si pensi al comunicato *price sensitive* emesso per annunciare l'inserimento di una nuova funzionalità interattiva nel sito di IR.

Il sito IR sfrutta inoltre numerose potenzialità di internet e contiene, analogamente ad altri veicoli (es. il bilancio⁴⁷²), strumenti e funzionalità volti a facilitare il processo di decodifica per gli investitori, quali il glossario, le domande frequenti e così via, il che porta a ipotizzare che alcuni veicoli (bilancio e sito IR) possano essere più di altri⁴⁷³ rivolti non solo agli operatori professionali, ma anche agli investitori *retail*.

Infine, l'azienda appare molto interessata anche all'ultimo passaggio della comunicazione finanziaria, il *feedback*, che è ricercato sia attraverso i moduli proposti agli interlocutori aziendali al termine degli incontri sia attraverso la predisposizione della sezione "Dì la tua" sul sito di IR, per essere poi condiviso in riunioni più o meno formali con il top management e le diverse funzioni aziendali.

⁴⁷² Con riferimento al bilancio, si ricorda la presenza di indicazioni relative alle formule utilizzate per il calcolo degli indici e nel 2006 l'inserimento del glossario.

⁴⁷³ Si ricordano infatti alcune difficoltà incontrate per esempio nel reperimento e nell'interpretazione delle presentazioni di carattere strategico, tradizionalmente rivolte ad operatori professionali.

CAPITOLO 7

UNA VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELL'ANALISI PER CASI

7.1 L'approccio sistemico e il metodo dei casi nello studio della comunicazione finanziaria

La comunicazione tra l'azienda e la comunità finanziaria è stata oggetto di molti studi riconducibili a diverse discipline e contesti nazionali: a livello internazionale il tema è stato infatti affrontato da numerose ricerche secondo una prospettiva economica, altri lavori hanno approfondito l'argomento con un approccio più legato alla comunicazione e al marketing e altri ancora lo hanno esaminato nell'ambito di studi di *accounting*.

Questi ultimi, che sono in parte richiamati nei capitoli iniziali del presente lavoro, sono essenzialmente riconducibili al filone del *financial accounting* e della finanza e si occupano prevalentemente dello studio della comunicazione di informazioni diffuse attraverso determinati canali (per esempio, gli *earnings announcement*), analizzando gli attributi del messaggio con finalità descrittive oppure mettendoli in relazione alle caratteristiche dell'azienda che lo emette o alle reazioni che questo provoca sul mercato, al fine di identificare le determinanti e gli effetti della comunicazione finanziaria. Accanto a questa linea di ricerca, sono stati sviluppati in ambito anglosassone alcuni interessanti lavori⁴⁷⁴ caratterizzati da un approccio meno focalizzato e di stampo prettamente qualitativo, che hanno indagato il fenomeno della comunicazione finanziaria secondo una visione più ampia, costruendo modelli che evidenziano caratteristiche e criticità dell'intero processo o di alcune fasi specifiche.

Nella letteratura italiana il mercato finanziario e i suoi rapporti con l'azienda non rappresentano temi tradizionalmente approfonditi dagli studi di Economia Aziendale, che si sono concentrati piuttosto sull'analisi dell'offerta informativa proveniente

⁴⁷⁴ GIBBINS M. – RICHARDSON A. – WATERHOUSE J., *The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes*, op. cit.; HOLLAND J., *A grounded theory of corporate disclosure*, op. cit.; HOLLAND J., *A model of corporate financial communications*, op. cit.; MARSTON C., *Investor relations meetings: evidence from the top 500 UK companies*, op. cit.

dall'azienda⁴⁷⁵, focalizzando la propria attenzione sui veicoli di comunicazione, e in particolare sul bilancio, di cui hanno esaminato prevalentemente gli aspetti di carattere tecnico. L'oggetto dell'analisi si è poi ampliato in alcuni contributi che hanno considerato il bilancio come uno strumento di comunicazione con diverse categorie di portatori di interessi⁴⁷⁶, tra cui sono compresi anche i soggetti operanti nell'ambito del mercato finanziario, e in studi in cui l'azienda è concepita come un sistema aperto⁴⁷⁷, caratterizzato da un interscambio continuo di risorse e informazioni con il proprio ambiente, e viene analizzata internamente con riferimento a un aspetto oggettivo (gestione) e a un aspetto soggettivo (organizzazione)⁴⁷⁸.

Il presente lavoro parte da questa letteratura per studiare il fenomeno della comunicazione finanziaria, intesa come il processo con cui l'azienda e gli investitori, attuali e potenziali, offrono, domandano e scambiano dati circa la situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'azienda, passata, attuale e prospettica, e sugli eventi in grado di influenzarne l'evoluzione⁴⁷⁹.

La complessità dell'oggetto di studio ha reso opportuno l'utilizzo di uno schema di riferimento, rappresentato da un modello⁴⁸⁰ sviluppato sulla base di alcuni dei

⁴⁷⁵ Si vedano tra gli altri CATTANEO M., *Introduzione allo studio del bilancio d'esercizio*, op. cit.; AMODEO D., "Il bilancio delle società per azioni come strumento di informazione", op. cit.; VIGANÒ E., *L'informazione esterna d'impresa*, op. cit.; PROVASOLI A., *Il bilancio d'esercizio destinato a pubblicazione*, op. cit.; DEZZANI F., *La certificazione del bilancio*, op. cit.; CAPALDO P., *Qualche riflessione sull'informazione esterna d'impresa*, op. cit.; CATTURI G., *La redazione del bilancio d'esercizio*, op. cit.; PASSAPONTI B., *Il bilancio dell'azienda elettrica nel quadro dei bilanci a contenuto obbligatorio*, op. cit.; AVI M.S., *Il bilancio come strumento di informazione verso l'esterno*, op. cit.; SALVIONI D., *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, op. cit.; MATA CENA A., *Il bilancio di esercizio*, op. cit.; RANALLI F., *Il bilancio d'esercizio: caratteristiche e postulati* (vol. I e II), op. cit.; TERZANI S., *Introduzione al bilancio d'esercizio* (V ediz.), op. cit.; DI TORO P. – IANNELLO G., *La politica di redazione del bilancio d'esercizio*, op. cit.; HOLLAND J., *Private disclosure and financial reporting*, op. cit.; MARASCA S., *Le valutazioni del bilancio d'esercizio*, op. cit.; ANDREI P., *Valori storici e valori correnti nel bilancio di esercizio*, op. cit.; AZZALI S., *L'informativa di bilancio secondo i principi contabili nazionali e internazionali*, op. cit.; QUAGLI A., *Bilancio di esercizio e principi contabili* (IV ediz.), op. cit.; BRUNI G., *Le informazioni complementari al bilancio. Quale reporting revolution?*, op. cit..

⁴⁷⁶ AMADUZZI A., *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio d'esercizio*, op. cit.

⁴⁷⁷ BERTINI U., *Il sistema d'azienda*, op. cit. Di particolare interesse rispetto alla comunicazione finanziaria è il sottosistema informativo della finanza, che riguarda gli andamenti finanziari in connessione con quelli della produzione e delle vendite e presenta un doppio orientamento, interno ed esterno.

⁴⁷⁸ FERRERO G., *Impresa e management* (2 ed.), Giuffrè, Milano, 1987.

⁴⁷⁹ QUAGLI A., *Comunicare il futuro*, op. cit.

⁴⁸⁰ BERTINETTI G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, op. cit.

maggiori contributi della teoria della comunicazione⁴⁸¹ che comprende quali principali elementi del processo la fonte, le attività di codifica, il messaggio, il veicolo, il canale, le attività di decodifica, il destinatario e il *feedback*⁴⁸². Tali elementi possono essere identificati anche nel processo di comunicazione finanziaria, in cui l'azienda rappresenta la fonte della comunicazione e codifica i dati economico - finanziari che intende divulgare al mercato in un messaggio, il quale viene trasmesso attraverso un canale agli investitori attuali e potenziali (destinatari), i quali lo interpretano per assegnargli un significato (decodifica) e in seguito reagiscono alla comunicazione sia con comportamenti e decisioni di investimento sia attivando un flusso informativo di ritorno (*feedback*).

A tal proposito, appare necessario ribadire che la considerazione di tali elementi nel corso del lavoro non è da intendersi come l'adozione di un modello teorico in grado di spiegare completamente il processo di comunicazione finanziaria e le sue complessità, quanto piuttosto il riferimento a un importante contributo che può rappresentare un utile schema concettuale per l'analisi dell'oggetto di studio. Gli elementi del modello rappresentano infatti aspetti di estremo interesse per l'analisi della comunicazione finanziaria e l'utilizzo di tale schema di riferimento consente di mettere in luce il ruolo di ognuno nel processo, evidenziando il carattere bidirezionale della comunicazione e la molteplicità di canali e veicoli attraverso i quali il messaggio proveniente dall'azienda è trasmesso agli investitori.

Partendo da questi presupposti, l'analisi del dialogo tra l'azienda e gli investitori è stata effettuata secondo un approccio di tipo economico aziendale, attraverso la considerazione dei differenti sottosistemi che compongono il sistema più ampio della comunicazione finanziaria. L'approccio sistemico appare infatti assai interessante per lo studio degli elementi della comunicazione finanziaria, che possono essere considerati come una combinazione di elementi riuniti in un tutto e in relazione tra loro, caratterizzata da un equilibrio dinamico, configurando così la comunicazione finanziaria come un sistema aperto e complesso. Tale impostazione consente di identificare tre sottosistemi, che comprendono il sottosistema aziendale (relativo alla fonte della comunicazione e alle attività di codifica del messaggio), il sottosistema del messaggio

⁴⁸¹ SHANNON C.E. - WEAVER W., *La teoria matematica delle comunicazioni*, Etas Kompass, Milano, 1971; WATZLAWICK P. - BEAVIN J.H. - JACKSON D.D., *Pragmatica della comunicazione umana: Studio dei modelli interattivi, delle patologie e dei paradossi*, Astrolabio, Roma, 1971.

⁴⁸² Per approfondimenti sul modello e sulla sua applicazione al fenomeno della comunicazione finanziaria si veda il paragrafo 2.2.

(riguardante messaggio, veicolo e canale) e il subsistema dei destinatari (che interessa i destinatari, le attività di decodifica e il *feedback*).

L'approccio sistemico appare quindi di particolare utilità nello studio della comunicazione finanziaria dal momento che mette in luce le interazioni tra i diversi elementi e consente di analizzare in maniera autonoma i suoi sottosistemi, che presentano indubbiamente dei collegamenti, ma sono anche caratterizzati da attributi e dinamiche proprie, che possono essere oggetto di studi specifici.

La parte empirica del presente lavoro adotta questo tipo di approccio, fondandosi sull'idea - sostenuta da autorevole letteratura - che per le aziende sia essenziale la predisposizione di una strategia di comunicazione finanziaria⁴⁸³, che, oltre a presentare un forte collegamento con la strategia di medio – lungo periodo, deve prendere in considerazione i diversi elementi della comunicazione. Per questo motivo, nella prospettiva aziendale è essenziale che la comunicazione finanziaria sia percepita (e di conseguenza gestita) come un sistema, composto da elementi diversi, ma unitario⁴⁸⁴.

Lo studio della percezione aziendale dell'unitarietà del sistema, da cui discende la possibilità di formulare, adottare e in seguito valutare una strategia di comunicazione finanziaria è stato condotto con riferimento alla seguente domanda di ricerca generale: *come è percepita (e di conseguenza gestita) la comunicazione finanziaria in azienda, come un processo unitario che necessita di coordinamento e di un approccio strategico, oppure come un'insieme di attività differenti che devono essere svolte singolarmente in maniera efficiente?*

Tale domanda è stata quindi riformulata in termini più operativi, focalizzandosi sul subsistema aziendale e su quello del messaggio al fine di evidenziare come si configura in termini concreti la politica di comunicazione finanziaria nelle aziende, con particolare riguardo alle attività di preparazione e alle caratteristiche dei messaggi trasmessi attraverso veicoli differenti. L'analisi empirica è stata quindi orientata dalla seguente domanda di ricerca: *come vengono preparati in azienda i diversi documenti destinati agli investitori e i differenti contatti con la comunità finanziaria?*

⁴⁸³ Si vedano a tale riguardo: GIBBINS M. – RICHARDSON A. – WATERHOUSE J., *The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes*, op. cit.; CODA V., *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, op. cit.; LEV B., *Information disclosure strategy*, op. cit.; HEALY P.M. – PALEPU K.J., *The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices*, op. cit.; ECCLES R.G. – MAVRINAC S.C., *Improving the corporate disclosure process*, op. cit.; MARSTON C., *The organization of the investor relations functions by large UK quoted companies*, op. cit.; QUAGLI A., *Comunicare il futuro*, op. cit.; HOLLAND J., *A model of corporate financial communications*, op. cit.; MARSTON C., *Investor relations meetings: evidence from the top 500 UK companies*, op. cit.

⁴⁸⁴ Per approfondimenti, si rinvia al paragrafo 3.1.

Per rispondere a questa domanda è stata condotta un'analisi empirica attraverso lo studio di tre casi aziendali, volta ad approfondire i processi con cui l'azienda prepara e diffonde attraverso i differenti veicoli le informazioni destinate agli investitori, i quali rappresentano ancora temi poco analizzati nel panorama degli studi sulla comunicazione finanziaria.

Secondo la prospettiva di un processo multiveicolo e multicanale, e in linea con la letteratura di Economia Aziendale che ha approfondito il contenuto del bilancio e degli altri strumenti di comunicazione, lo studio è condotto con un preciso riferimento ai principali veicoli di comunicazione utilizzati dall'azienda nel dialogo con gli investitori, soffermandosi sui soggetti coinvolti nella comunicazione finanziaria e sulla preparazione dei messaggi (sistema aziendale), oltre che sulle principali caratteristiche del messaggio e sull'utilizzo dei diversi canali (sistema del messaggio).

Per l'analisi è stato effettuato uno studio di casi di carattere descrittivo, che è stato selezionato come strategia di ricerca principalmente poiché consente di esaminare con un buon grado di approfondimento il processo di comunicazione finanziaria nelle singole aziende osservate, il che rappresenta un aspetto essenziale per lo studio di un fenomeno così articolato e complesso. In secondo luogo, i dati relativi alla preparazione dei messaggi all'interno dell'azienda, e alle politiche e procedure relative, non sono reperibili attraverso l'informativa di bilancio o il sito web aziendale, e per accedervi è indispensabile stabilire un contatto diretto con l'azienda, il che aumenta indubbiamente la profondità dell'analisi e la capacità di descrizione del fenomeno. In terzo luogo, le caratteristiche del progetto di ricerca corrispondevano alle condizioni più favorevoli per l'utilizzo dello studio dei casi⁴⁸⁵: l'obiettivo è infatti quello di descrivere le modalità con cui si svolge il processo di comunicazione finanziaria in azienda, attraverso l'analisi di come le aziende preparano e diffondono documenti e altri veicoli destinati alla comunità finanziaria (domanda di tipo "come"). Inoltre, il fenomeno indagato, rappresentato dalla comunicazione finanziaria, non consente di distinguere facilmente e in maniera netta l'oggetto di studio dal contesto in cui è immerso, e gli eventi studiati, su cui il ricercatore non può esercitare alcuna forma di controllo, sono contemporanei rispetto alla ricerca.

Tali motivazioni iniziali sono state in seguito confermate nel corso della ricerca: rispetto ad analisi di stampo quantitativo i casi, pur nel rispetto di un rigoroso protocollo

⁴⁸⁵ YIN R.K., *Case study research. Design and methods*, op. cit.

di ricerca, hanno infatti consentito approfondimenti mirati per le singole aziende, che hanno messo in luce specificità relative ai collegamenti tra i diversi veicoli di comunicazione, così come l'utilizzo di veicoli particolari (es. l'*annual review* di Edison, il Fiat Investor and Analyst Day), che rivestono grande interesse per i destinatari, ma per la loro unicità (e di conseguenza scarsa comparabilità) potrebbero difficilmente essere inseriti in ampi studi di carattere quantitativo.

7.2 Analisi delle evidenze empiriche

Lo studio dei casi Edison, Fiat e Benetton Group è stato svolto con finalità descrittive per migliorare la comprensione del processo di comunicazione finanziaria con particolare riferimento alle modalità con cui l'azienda prepara e diffonde le informazioni destinate agli investitori attraverso i differenti veicoli utilizzati, che comprendono i bilanci annuali e infrannuali, i comunicati *price sensitive*, le presentazioni rivolte alla comunità finanziaria, la sezione IR del sito web aziendale e altri veicoli specifici adottati dalle singole aziende (es. l'*annual review* redatto da Edison).

La descrizione del sistema di comunicazione finanziaria, focalizzata in particolare sui subsistemi aziendale e del messaggio, è volta a evidenziare la ricchezza di attributi e la complessità del fenomeno oggetto di studio, che può essere osservato secondo una visione più ampia grazie all'adozione di una strategia di ricerca qualitativa, che permette di indagare il tema secondo una prospettiva aziendale e in modo da prendere in considerazione la presenza dei diversi veicoli attraverso cui i destinatari possono accedere all'informativa primaria. In questa prospettiva, i casi aziendali sono stati selezionati in base al loro potenziale di apprendimento: rappresentano infatti grandi aziende quotate alla Borsa Valori di Milano e al loro interno è presente un ufficio dedicato alle IR con più di un addetto, facendo così presumere, sulla base di una letteratura consolidata⁴⁸⁶, una ricca comunicazione con gli attori del mercato dei capitali.

Prima di effettuare alcune valutazioni sull'analisi dei casi, appare necessario sottolineare come il risultato dello studio compiuto sulle tre aziende non sia da intendersi come una sorta di classifica, in grado di ordinare la qualità della

⁴⁸⁶ Riguardo alle determinanti della *disclosure* volontaria, si veda il capitolo 1.

comunicazione finanziaria prodotta da ciascuna con un punteggio o un giudizio di sintesi. Obiettivo del presente lavoro è infatti descrivere il sistema di comunicazione finanziaria nelle sue componenti principali, evidenziando alcuni aspetti di interesse e rispondendo alla domanda di ricerca, che riguarda in particolare le modalità con cui l'azienda, con il possibile contributo di soggetti esterni, prepara e invia messaggi agli investitori attuali e potenziali attraverso canali e veicoli differenti.

L'analisi di tali processi unitamente all'esame delle caratteristiche dei messaggi divulgati appare infatti un importante presupposto da cui partire per la formulazione (e di conseguenza la valutazione) di una strategia di comunicazione finanziaria, ritenuta essenziale dalla letteratura italiana e internazionale⁴⁸⁷.

Considerando le evidenze risultanti dallo studio dei tre casi seguendo lo schema di riferimento adottato, appare innanzitutto evidente che in tutti la fonte del messaggio rivolto alla comunità finanziaria è rappresentata prevalentemente dall'azienda, che si avvale del contributo di soggetti esterni soltanto per attività esecutive ovvero di carattere occasionale. Fiat e Benetton Group, infatti, si avvalgono di fornitori esterni per la diffusione di notizie e comunicati price sensitive in versione *full-text*, che rappresenta un incarico di carattere strettamente tecnico e operativo; Edison e Benetton Group si sono poi rivolti a consulenti specializzati (rispettivamente Hallvarsson & Halvarsson e Investis) per un contributo in un processo estremamente rilevante, ossia la riprogettazione del proprio sito di IR, che tuttavia è stata effettuata con forte coinvolgimento di risorse interne le quali in seguito all'intervento hanno provveduto a gestire direttamente aggiornamenti e contenuti informativi.

Tale risultato può essere interpretato come frutto della volontà dell'azienda di mantenere uno stretto controllo sulle attività collegate alla comunicazione finanziaria, il che non significa necessariamente che queste siano gestite con un approccio unitario e strategico, ma induce a ritenere che da parte delle aziende vi sia un certo grado di consapevolezza circa la rilevanza del processo.

Se da un lato i messaggi rivolti al mercato finanziario sono preparati direttamente dalle aziende, che in virtù delle grandi dimensioni dispongono al loro interno delle risorse e delle competenze necessarie, dall'altro l'attività di codifica

⁴⁸⁷ Per approfondimenti si rinvia a quanto già esposto al paragrafo 2.1.

coinvolge un elevato numero di soggetti, denominati diversamente nelle tre aziende⁴⁸⁸, ma appartenenti sostanzialmente alle seguenti aree:

- Amministrazione, Finanza e Controllo, che comprende le IR (che nei tre casi riportano al CFO), l'Ufficio Bilancio e il Controllo di Gestione;
- Comunicazione e Relazioni Esterne, tra cui un ruolo rilevante è generalmente attribuito all'Ufficio Stampa;
- Affari Legali;
- altre aree che svolgono attività di supporto, quali l'Ufficio IT, i grafici ecc.
- top management, e in particolare CFO e CEO.

La preparazione dei contenuti per ciascun veicolo è tendenzialmente affidata a un unico ufficio, che nel redigere il documento collabora per aspetti specifici con altri appartenenti alla stessa area o con funzioni differenti incaricate di svolgere attività di supporto di vario genere (es. cura della forma grafica, consulenza legale, assistenza informatica), con un controllo finale da parte di un membro del top management. Alcuni veicoli, differenti da un caso all'altro, sono invece preparati con un approccio più collegiale: si pensi alla preparazione del piano strategico per il Fiat Investor and Analyst Day, predisposto attraverso un processo particolarmente articolato che coinvolge il CEO, i responsabili dei *brand*, le IR, il Group Treasurer, il Group Controller, l'Ufficio Stampa e gli Affari Legali.

Nel complesso, le interviste hanno condotto alla raccolta di informazioni relative a diverse procedure seguite per la preparazione dei documenti e degli incontri con investitori istituzionali e analisti finanziari, che sono oggetto di meccanismi formali di coordinamento, in cui intervengono consultazioni tra soggetti diversi, controlli puntuali e approvazioni, mentre appare meno chiaro il tipo di coordinamento esistente tra coloro che sono impegnati a preparare documenti differenti, per quanto rivolti agli stessi destinatari.

A tal proposito, appare interessante rilevare che tra i diversi soggetti impegnati nella comunicazione finanziaria le IR svolgono un ruolo estremamente rilevante, dal momento che in tutti i casi studiati rappresentano la funzione che interviene in sede di codifica per il maggior numero di documenti e veicoli: la loro attività riguarda infatti tutte le forme di comunicazione esaminate nel presente lavoro con riguardo sia al caso Fiat sia al caso Benetton Group, mentre gli unici documenti alla cui redazione non

⁴⁸⁸ Per questo motivo, nel corso del paragrafo i riferimenti alle specifiche funzioni e ai singoli uffici sono effettuati in maniera precisa rispetto al singolo caso, mentre utilizzano denominazioni generalmente diffuse quando riguardano casi differenti, in cui organigramma e posizioni non sono del tutto coincidenti.

partecipano le IR di Edison sono il bilancio annuale e le relazioni infrannuali. Naturalmente tale funzione si occupa prevalentemente della comunicazione effettuata attraverso canali diretti, per esempio nell'ambito di presentazioni agli analisti finanziari e incontri *one-to-one*, mentre apporta un contributo diverso nella preparazione di altri documenti; tuttavia sembra importante notare che la partecipazione alle attività di codifica di numerosi documenti consente quantomeno alle IR di avere una visione d'insieme dei messaggi trasmessi agli investitori. Ciò non comporta automaticamente una concezione unitaria del sistema di comunicazione finanziaria da parte dell'azienda, ma può rappresentare un fattore di grande interesse ai fini del coordinamento delle diverse attività e del supporto al top management, con cui le IR sono frequentemente in contatto in incontri più o meno formalizzati, nella predisposizione di una strategia di comunicazione finanziaria.

Le evidenze empiriche indicano infatti che il top management è coinvolto nella codifica del messaggio rivolto alla comunità finanziaria con attività di codifica in senso stretto o solamente di controllo a seconda del veicolo interessato.

Per quanto concerne il subsistema del messaggio, i casi studiati hanno complessivamente messo in luce lievi⁴⁸⁹ modifiche incrementali riguardanti i contenuti della comunicazione finanziaria, con un aumento di *disclosure* in particolare sulla *corporate governance* e sulle modalità di gestione dei rischi a cui le aziende sono sottoposte.

I profili informativi maggiormente approfonditi sono naturalmente rappresentati dai dati di carattere economico-finanziario, da quelli relativi a processi e prodotti, da informazioni sulla strategia e sui settori di attività, che sono presenti in tutti i messaggi veicolati al mercato, pur essendo trattati con diverso grado di dettaglio e secondo una diversa prospettiva a seconda del documento in cui sono inseriti. Appare infatti ovvio che in bilancio le indicazioni strategiche siano limitate e comunicate principalmente a supporto della spiegazione dei risultati conseguiti, e che siano invece maggiormente approfondite e motivate nell'ambito di *roadshow* e di presentazioni del piano industriale agli analisti finanziari.

Altre tematiche in una certa misura complementari rispetto ai suddetti profili, quali lo scenario e i rapporti con le forze competitive, sono oggetto di un'informativa caratterizzata da un diverso grado di dettaglio a seconda dei casi, anche in dipendenza

⁴⁸⁹ Ad eccezione della riprogettazione della sezione di IR del sito web aziendale.

della situazione aziendale e della strategia adottata, come appare evidente nel caso di Edison.

L'ampiezza della *disclosure*, in particolare quella di bilancio, è inoltre variabile da caso a caso con riferimento all'indicazione di dati relativi al personale, alla *corporate governance*, alla dimensione ambientale e sociale, per cui sono stati rilevati due diversi tipi di approccio. Il primo consiste nel fornire in bilancio dati assai sintetici circa questi profili, indicando però la disponibilità di documenti focalizzati sull'argomento (es. il rapporto di sostenibilità) e le coordinate per poterli reperire, che sono generalmente costituite da un indirizzo all'interno del sito web aziendale. Il secondo comporta invece la riproposizione in bilancio di informazioni che sono contenute con un maggior grado di dettaglio anche in altri veicoli di comunicazione, così da fornire un riepilogo dei dati principali.

Entrambi gli approcci presentano degli aspetti positivi: infatti il primo consente di offrire al lettore un bilancio più snello e focalizzato, senza privarlo completamente delle informazioni in oggetto dal momento che queste sono disponibili e la loro collocazione è indicata nel bilancio stesso, il secondo d'altro canto permette di sottolineare l'attenzione prestata dall'azienda per un determinato tema e di ribadire alcuni dati di interesse. Appare tuttavia scarsamente comprensibile la ridondanza di un numero limitato di informazioni senza l'indicazione della disponibilità per l'investitore di un'informativa più approfondita, seppur veicolata in un altro documento.

Per quanto concerne i canali utilizzati dall'azienda nel processo di comunicazione finanziaria, in linea con le ricerche condotte nel contesto anglosassone⁴⁹⁰ i casi confermano la rilevanza dei canali diretti, che rappresentano il mezzo privilegiato per il frequente dialogo con analisti finanziari e investitori istituzionali, sia a distanza (con telefonate e *conference call*) sia in compresenza fisica (incontri *one-to-one*, *roadshow*, Fiat Investor and Analyst Day). Le comunicazioni trasmesse attraverso questi canali, e in particolare le presentazioni che sono state oggetto di indagine nel presente lavoro, rivestono un particolare interesse non soltanto poiché consentono un vero e proprio scambio di informazioni grazie allo spazio

⁴⁹⁰ MARSTON C., *Company communications with analysts and fund managers. A study of the investor relations activities of large UK quoted companies*, op. cit.; HOLLAND J., *Corporate communications with institutional shareholders: private disclosures and financial reporting*, op. cit.; HOLLAND J., *Private disclosure and financial reporting*, op. cit.; MARSTON C. – STRAKER M., *Investor relations: a European survey*, op. cit.; MARSTON C., *A survey of European investor relations*, op. cit.

dedicato alle domande del pubblico, ma anche perché dall'analisi empirica esse risultano come il principale veicolo deputato alla diffusione di dati prospettici⁴⁹¹.

La sezione di IR del sito web aziendale rappresenta anch'essa un elemento di forte interesse nello studio dei tre casi aziendali, che presentano siti configurati in base a differenti finalità. Un primo approccio (Fiat) è fondato sulla concezione del sito come archivio, dove numerosi documenti e materiali relativi all'azienda possono essere messi a disposizione degli investitori, da cui discende una struttura assai chiara e lineare, che consente di reperire facilmente i documenti desiderati senza proporre nuovi contenuti ai visitatori. Il secondo approccio è adottato da Edison e Benetton Group, che hanno recentemente riprogettato il proprio sito dotandolo di funzionalità di carattere interattivo, di strumenti volti ad agevolare la conoscenza dell'azienda per coloro che vi si avvicinano *on line* per la prima volta (es. domande frequenti, *company profile*, *investor kit*) e per quegli investitori *retail* che non sono dotati di particolari competenze economico-finanziarie (es. glossario).

Con riferimento al subsistema dei destinatari, che non è stato oggetto di una specifica analisi empirica, appare semplicemente opportuno richiamare il fatto che l'analisi dei messaggi ha evidenziato che le tre aziende presentano nella loro comunicazione finanziaria elementi di diversa natura volti a favorire la decodifica da parte degli investitori *retail*, e, in osservanza del principio di equivalenza informativa, rendono disponibile sul proprio sito web un'ampia gamma di informazioni volontarie, quali la trascrizione o i file audio delle presentazioni. Ciò dimostra senza dubbio una crescente attenzione al pubblico degli investitori privati da parte delle aziende, che d'altronde orientano la loro comunicazione prevalentemente in funzione degli interlocutori professionali⁴⁹², che rappresentano destinatari particolarmente importanti sia per le decisioni d'investimento effettuate dai gestori, sia per l'informativa secondaria generata dagli analisti e dalle altre classi di intermediari informativi.

Nei rapporti con questi soggetti, le aziende sono particolarmente interessate a cogliere un flusso informativo di ritorno, che negli incontri diretti può derivare dalle stesse domande e dai commenti effettuati durante la conversazione, registrati dalle tre aziende sotto forma di appunti da consultare per i meeting successivi, così come dalla predisposizione di strumenti *ad hoc* per la valutazione dell'efficacia della

⁴⁹¹ A tal proposito, si ricorda che l'informativa previsionale è oggetto di particolare attenzione da parte di Fiat, che nelle presentazioni non si limita a diffondere dati relativi al futuro, ma comunica in primo luogo il raggiungimento degli obiettivi precedentemente fissati.

⁴⁹² Tale aspetto è stato evidenziato sia dall'analisi di alcuni messaggi, sia dalle affermazioni degli IRO nel corso delle interviste.

comunicazione, che possono essere rappresentati da moduli volti a ricevere un *feedback* specifico (Benetton Group), così come da analisi più ampie all'interno delle quali sono consultati anche analisti finanziari e investitori istituzionali (Edison).

Coerentemente con la concezione della comunicazione finanziaria come processo bidirezionale, i casi hanno infine evidenziato che tali informazioni, congiuntamente alle analisi delle reazioni dei destinatari in termini di relazioni degli analisti e comportamenti sul mercato, vengono in seguito condivise nel corso di incontri più o meno formalizzati, a cui partecipano il top management e le IR, che nel caso specifico di Benetton Group organizzano in seguito ulteriori riunioni volte a far pervenire il *feedback* anche alle altre funzioni aziendali.

7.3 Alcune considerazioni di sintesi

Il presente lavoro affronta il tema della comunicazione finanziaria attraverso lo studio di casi, con l'obiettivo di approfondire i processi con cui le aziende preparano e diffondono i messaggi rivolti agli investitori e agli analisti, veicolati attraverso i differenti documenti e i diversi contatti con la comunità finanziaria.

La comunicazione è infatti concepita come un processo bidirezionale tra azienda e investitori che interessa più canali e veicoli, i quali possono essere analizzati in maniera disgiunta in alcune circostanze, ma necessitano di una considerazione congiunta da parte delle aziende che intendono gestire la comunicazione finanziaria con un approccio strategico, come indicato da un'ampia letteratura nazionale e internazionale⁴⁹³.

In questa prospettiva, la comunicazione finanziaria è intesa come un sistema complesso, composto dal subsistema aziendale (fonte, codifica), dal subsistema del messaggio (messaggio, canale, veicolo) e dal subsistema dei destinatari (decodifica, destinatari, *feedback*). La percezione della comunicazione finanziaria come un sistema unico da parte dell'azienda appare dunque di estrema importanza ai fini della

⁴⁹³ Tra gli altri, si vedano GIBBINS M. – RICHARDSON A. – WATERHOUSE J., *The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes*, op. cit.; CODA V., *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, op. cit.; LEV B., *Information disclosure strategy*, op. cit.; HEALY P.M. – PALEPU K.J., *The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices*, op. cit.; ECCLES R.G. – MAVRINAC S.C., *Improving the corporate disclosure process*, op. cit.; MARSTON C., *The organization of the investor relations functions by large UK quoted companies*, op. cit.; QUAGLI A., *Comunicare il futuro*, op. cit.; HOLLAND J., *A model of corporate financial communications*, op. cit.; MARSTON C., *Investor relations meetings: evidence from the top 500 UK companies*, op. cit.

formulazione di una strategia dedicata e di una successiva valutazione della sua efficacia.

Dal punto di vista concreto, tale percezione dovrebbe manifestarsi nelle attività con cui documenti e incontri vengono preparati, che possono essere gestite come un processo unitario, che come tale necessita di un certo grado di coordinamento, oppure come una sequenza di attività indipendenti, che possono essere considerati singolarmente.

Sulla base di tali presupposti, la tesi si concentra sul subsistema aziendale, ancora poco analizzato nelle ricerche su comunicazione e *disclosure*, e su quello del messaggio, per descrivere come si configura in termini concreti la politica di comunicazione finanziaria delle aziende, con particolare riferimento alle attività di preparazione e alle caratteristiche dei messaggi trasmessi attraverso veicoli differenti.

Per consentire un grado di approfondimento adeguato alla complessità del fenomeno e al fine di accedere a dati non pubblicamente disponibili circa tali attività, l'analisi è stata condotta attraverso lo studio di tre casi aziendali, selezionando grandi aziende italiane quotate (Edison, Fiat, Benetton Group) in cui la comunicazione finanziaria è particolarmente ricca e rilevante, così da presentare un elevato potenziale di apprendimento⁴⁹⁴.

Le evidenze raccolte attraverso interviste con gli IRO aziendali e l'analisi dei documenti e dei materiali relativi agli incontri con la comunità finanziaria hanno messo in luce un quadro molto articolato in relazione sia al subsistema dell'azienda sia al subsistema del messaggio, il quale può offrire alcuni interessanti spunti che potrebbero essere sviluppati in ricerche future.

Per quanto concerne il subsistema aziendale, i casi indicano innanzitutto che la fonte principale della comunicazione finanziaria è l'azienda stessa, che si avvale del contributo di soggetti esterni fondamentalmente per attività di carattere operativo o di natura occasionale; all'interno dell'azienda, il processo di preparazione di documenti e incontri coinvolge numerosi soggetti e funzioni, riconducibili essenzialmente ad Amministrazione, Finanza e Controllo, Comunicazione e Relazioni Esterne, altre aree che svolgono attività di supporto e il top management, che è impegnato sia in alcune attività di codifica in senso stretto, sia in diverse attività di controllo sui documenti preparati da altri soggetti.

⁴⁹⁴ Per approfondimenti circa la selezione dei casi, si rinvia al paragrafo 3.4.

A questo proposito, sarebbe interessante ampliare l'analisi intervistando anche altre figure aziendali, così da analizzare meglio il contributo offerto dalle diverse aree, e in particolare dalle differenti funzioni che le compongono, e da migliorare la comprensione circa il coinvolgimento e il ruolo di CFO e CEO, dal momento che le citate attività di codifica e controllo possono essere svolte con vari livelli di partecipazione.

Le evidenze relative alla codifica hanno mostrato come la preparazione del contenuto di ciascun veicolo sia tendenzialmente affidata a un solo ufficio, che collabora poi con altri per aspetti specifici, o a un processo di carattere più collegiale, con la previsione in entrambi i casi di procedure formali di coordinamento, risultati altrettanto chiari non sono invece emersi con riguardo a un coordinamento formalizzato tra i soggetti impegnati nella preparazione di documenti differenti, che potrebbe essere oggetto di ricerche future.

Con riferimento al subsistema del messaggio, l'analisi ha condotto a risultati del tutto in linea con la letteratura anglosassone che evidenziano la fondamentale posizione dei canali diretti nel mix di veicoli utilizzati nella comunicazione finanziaria, confermando che tale aspetto, per quanto presenti indubbie difficoltà d'indagine, rappresenta un tema di grande interesse anche nel contesto italiano.

Con riguardo al messaggio in senso stretto, oltre a una naturale prevalenza di dati di carattere economico-finanziario, relativi a processi e prodotti, sulla strategia e sui settori di attività, l'analisi ha rilevato per alcuni degli altri profili informativi considerati due diversi atteggiamenti in termini di ridondanza: da un lato la focalizzazione del documento su determinati contenuti, con opportuni rinvii ai materiali che approfondiscono gli altri argomenti, dall'altro la ripetizione di un contenuto con diversi gradi di dettaglio su più veicoli, che può essere accompagnato o meno da espliciti rinvii. Un possibile sviluppo su questa linea riguarda le motivazioni alla base di tali comportamenti, così come un'analisi del loro apprezzamento da parte degli interlocutori aziendali.

Infine, i dati raccolti nel corso delle interviste mettono in luce una notevole attenzione da parte delle IR verso i *feedback* informativi provenienti dai destinatari, che nei modelli qualitativi derivanti dall'approccio della *grounded theory* svolgono un ruolo fondamentale rispetto all'apprendimento aziendale e all'evoluzione delle scelte di *disclosure*. In questa prospettiva, un ulteriore spunto può essere rappresentato da uno

studio longitudinale volto ad analizzare i cambiamenti intervenuti nella comunicazione finanziaria per effetto dei flussi informativi di ritorno dei destinatari.

BIBLIOGRAFIA CITATA

- ABOODY D. – KASZNIK R., *CEO stock options awards and the timing of corporate voluntary disclosures*, Journal of Accounting and Economics, vol. 29, n. 1, 2000, pp. 73-100.
- ABRAHAMSON E. – AMIR E., *The information content of the president's letter to shareholders*, Journal of Business Finance and Accounting, vol. 23 n. 8, 1996, pp. 1157-1182.
- ADELBERG A.H., *Narrative disclosures contained in financial reports: mean of communication or manipulation?*, Accounting and Business Research, estate 1979, pp. 179-189.
- ADMATI A.R. – PFLEIDERER P., *Forcing firms to talk: financial disclosure regulation and externalities*, The Review of Financial Studies, vol. 13, n. 3, 2000, pp. 479-519.
- AERTS W. – TARCA A., *The effect of institutional setting on attributional content in management commentary reports*, paper presentato al Fourth International Workshop on Accounting and Regulation, Siena, 20-22 Settembre 2007.
- AJINKA B.B. – GIFT M.J., *Corporate managers' earnings forecasts and symmetrical adjustments of market expectations*, Journal of Accounting Research, vol. 22, n. 2, 1984, pp. 425-444.
- AKERLOF G.A., *The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism*, Quarterly Journal of Economics, vol. 84, 1970, pp. 488-500.
- ALCHIAN A.A. – DEMSETZ H., *Production, information costs, and economic organization*, The American Economic Review, vol. 65, n. 5, 1972, 777-795.
- ALLAM A. – LYMER A., *Developments in Internet financial reporting: review and analysis across five developed countries*, International Journal of Digital Accounting Research, vol. 3, n. 6, 2003, pp. 165-199.
- ALLEGRI M., *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, Giuffr , Milano, 2003.
- ALLEGRI M., *Il CFO italiano. Funzioni assegnate e posizionamento organizzativo. Un'indagine empirica*, Atti del XXX Convegno Nazionale ANDAF, Tenerife, 13-18 novembre 2005.

- AMADUZZI A., *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio d'esercizio*, Cacucci, Bari, 1949.
- AMADUZZI A., *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni* (II ediz. ampl.), Utet, Torino, 1963.
- AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (AICPA), *Improving business reporting - A customer focus: A comprehensive report of the special committee on financial reporting*, AICPA, New York, 1994.
- AMIHUD Y. – MENDELSON H., *Asset pricing and the bid-ask spread*, Journal of Financial Economics, vol. 17, n. 2, 1986, pp. 223-249.
- AMIHUD Y. – MENDELSON H., *Liquidity and asset prices: financial management implications*, Financial Management, vol. 17, n. 1, 1988, pp. 5-15.
- AMODEO D., "Il bilancio delle società per azioni come strumento di informazione", in AA.VV., *Scritti in onore di Giordano Dell'Amore*, Giuffrè, Milano, 1969.
- ANDAF (ASSOCIAZIONE NAZIONALE DIRETTORI AMMINISTRATIVI E FINANZIARI) – COMITATO TECNICO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari*, position paper, disponibile sul sito www.andaf.it, maggio 2007.
- ANDREI P., *Valori storici e valori correnti nel bilancio di esercizio*, Giuffrè, Milano, 2004.
- ARROW K.J., *Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care*, The American Economic Review, vol. 53, n. 5, 1963, pp. 941-973.
- ASHBAUGH H. – JOHNSTONE K.M. – WARFIELD T.D., *Corporate reporting on the Internet*, Accounting Horizons, vol. 13, n. 3, 1999, pp. 241-257.
- AVALLONE F., *Financial disclosure: Determinants and stock prices*, paper presentato al I workshop del Gruppo di Attenzione Aidea sulla Comunicazione ai Mercati Finanziari, Brescia, 17 febbraio 2005.
- AVI M.S., *Il bilancio come strumento di informazione verso l'esterno*, Cedam, Padova, 1990.
- AZZALI S., *L'informativa di bilancio secondo i principi contabili nazionali e internazionali*, Giappichelli, Torino, 2005.
- BAGINSKI S. – HASSELL J. – HILLINSON W., *Voluntary casual disclosures: Tendencies and capital market reaction*, Review of Quantitative Finance and Accounting, vol. 15, n. 4, 2000, pp. 371-390.

- BAGINSKI S. – HASSELL J. – KIMBROUGH M., *Why do managers explain their management forecasts?*, Journal of Accounting Research, vol. 42, n. 1, 2004, pp. 1-29.
- BAGINSKI S. – HASSELL J. – WAYMIRE G., *Some evidence on the news content of preliminary earnings estimates*, The Accounting Review, vol. 69, n. 1, 1994, pp. 265-273.
- BAGNOLI C., *La relazione sulla gestione tra normative e prassi*, Giuffré, Milano, 2003.
- BAGNOLI C., *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, 2005, pp. 84-126.
- BAKER K.H. – HASLEM J.A., *Information needs of individual investors*, Journal of Accountancy, vol. 136, n. 5, 1973, pp. 64-69.
- BARKER E.H. – KARE D.D., *Relationship between annual report readability and corporate financial performance*, Management Research News, vol. 15, 1992, pp. 1-4.
- BALDWIN A. A. – WILLIAMS S.M.L., *The future of intelligent Internet agents in European financial reporting*, European Accounting Review, vol. 8, n. 2, 1999, pp. 303-319.
- BARNETT A. – LEOFFLER K., *Readability of accounting and auditing messages*, Journal of Business Communication, vol. 16, n. 3, 1979, pp. 49-59.
- BARRON O.E. – HARRIS D.G. – STANFORD M., *Evidence on the existence of private event-period information around earnings announcements*, The Accounting Review, vol. 80, n. 2, 2005, pp. 403-421.
- BARRY C. – BROWN S.J., *Differential information and security market equilibrium*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 20, n. 4, 1985, pp. 407-422.
- BEATTIE V. – PRATT K., *Voluntary annual report disclosures: what users want*, ICAS, Edinburgh, 2002.
- BEATTIE V. – JONES M.J., *A comparative study of the use of financial graphs in the corporate annual reports of major US and UK companies*, Journal of International Financial Management and Accounting, vol. 8, n. 1, 1997, pp. 33-68.
- BEATTIE V. – MCINNES B. – FEARNLEY S., *A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics*

- for disclosure quality attributes*, Accounting Forum, vol. 28, n. 3, 2004, pp. 205-236.
- BEAVER W.H., *Financial reporting: an accounting revolution*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1998.
- BELCREDI M., *Economia dell'informazione societaria*, UTET, Torino, 1993.
- BERETTA S. – BOZZOLAN S., *Forward looking disclosure and financial analysts' forecast: an international study*, paper presentato al 28th EAA Annual Congress, Goteborg, 18-20 maggio 2005.
- BERHOLD M., *A Theory of Linear Profit-Sharing Incentives*, The Quarterly Journal of Economics, vol. 85, n. 3., 1971, pp. 460-482.
- BERTINETTI G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Egea, Milano, 1996.
- BERTINI U., *Il sistema d'azienda*, Giappichelli Editore, Torino, 1990.
- BHOJRAJ S. – BLACCONIERE W.G. – D'SOUZA J.D., *Voluntary disclosure in a multi-audience setting: an empirical investigation*, The Accounting Review, vol. 79, n. 4, 2004, pp. 921-947.
- BHUSHAN R., *Collection of information about publicly traded firms: theory and evidence*, Journal of Accounting and Economics, vol. 11, n. 2-3, 1989, pp. 183-206.
- BHUSHAN R., *Firm characteristics and analyst following*, Journal of Accounting and Economics, vol. 11, n. 2-3, 1989, pp. 255-274.
- BIANCHI L., "Il parere dei giuristi", in Di Martino S., *Investor relations, corporate governance e valore di impresa*, Egea, Milano, 2002.
- BIRNBAUM M.H. – STEGNER S.E., *Source credibility in social judgment: Bias, expertise, and the judge's point of view*, Journal of Personality and Social Psychology, vol. 37, 1979, pp. 48-74.
- BLOOMFIELD R.J. – WILKS T.J., *Disclosure Effects in the Laboratory: Liquidity, Depth, and the Cost of Capital*, The Accounting Review, vol. 75, n. 1, 2000, pp. 13-41.
- BOLLEN L. – HASSINK H. – BOZIC G., *Measuring and explaining the quality of Internet investor relation activities: a multinational empirical analysis*, International Journal of Accounting Information Systems, vol. 7, n. 4, 2006, pp. 273-298.
- BONSON E. – ESCOBAR T., *A survey on voluntary disclosure on the Internet. Empirical evidence from 300 European Union companies*, International Journal of Digital Accounting Research, vol. 2, n. 1, 2002, pp. 27-51.

- BONSON E. – ESCOBAR T., *Digital reporting in Eastern Europe: an empirical study*, International Journal of Accounting Information Systems, vol. 7, n. 4, 2006, pp. 299-318.
- BORSA ITALIANA, *Guida al Piano Industriale*, disponibile sul sito www.borsaitaliana.it, 2003.
- BOTOSAN C.A., *Disclosure level and the cost of equity capital*, The Accounting Review, vol. 72, n. 3, 1997, 323-349.
- BOTOSAN C.A., *Disclosure and the cost of capital: what do we know?*, Accounting and Business Research, Special issue: International Accounting and Policy Forum, 2006, pp. 31-40.
- BOTOSAN C.A. – PLUMLEE M.A., *A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital*, Journal of Accounting Research, vol. 40, n. 1, 2002, pp. 21-40.
- BOTOSAN C.A. – PLUMLEE M.A., *Assessing alternative proxies for the expected risk premium*, The Accounting Review, vol. 80, n. 1, 2005, pp. 21-53.
- BOTOSAN C.A. – PLUMLEE M.A. – XIE Y., *The role of private information precision in determining cost of equity capital*, Review of Accounting Studies, vol. 9, 2004, pp. 233-259.
- BOTOSAN C.A. – STANFORD M., *Managers' motives to withhold segment disclosures and the effect of SFAS No.131 on analysts' information environment*, The Accounting Review, vol. 80, n. 3, 2005, pp. 751-771.
- BOZZOLAN S., *Trasparenza informativa e mercato finanziario. Modelli e comportamenti di comunicazione volontaria*, McGraw-Hill, Milano, 2005.
- BRENNAN N., *Voluntary disclosures of profit forecasts by target companies in takeover bids*, Journal of Business Finance and Accounting, vol. 26, n. 7-8, 1999, pp. 883-918.
- BRENNAN N. – KELLY S., *Use of the Internet by Irish companies for investor relations purposes*, Irish Business and Administrative Research, vol. 21, n. 2, 2000, pp. 107-135.
- BRENNAN M.J. – TAMAROWSKI C., *Investor relations, liquidity, and stock prices*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 12, n. 4, 2000, pp. 26-37.
- BROWN S. – HILLEGEIST S.A. – LO K., *Conference calls and information asymmetry*, Journal of Accounting and Economics, vol. 37, n. 3, 2002, pp. 343-366.

- BROWN S. – LO K. – LYS T., *Use of R^2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades*, Journal of Accounting and Economics, vol. 28, n. 2, 1999, pp. 83-115.
- BROWN L.D. – RICHARDSON G.D. – SCHWAGER S.J., *An information interpretation of financial analyst superiority in forecasting earnings*, Journal of Accounting Research, vol. 25, n. 1, 1987, pp. 49-67.
- BRUNI G., *Le informazioni complementari al bilancio. Quale reporting revolution?*, Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, gennaio/febbraio 2007.
- BRYAN S.H., *Incremental information content of required disclosures contained in management discussion and analysis*, The Accounting Review, vol. 72, n. 2, 1997, pp. 285-301.
- BUSHEE B.J., *The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior*, The Accounting Review, vol. 73, n. 3, 1998, pp. 305-333.
- BUSHEE B.J., *Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value?*, Contemporary Accounting Research, vol. 18, n. 2, 2001, pp. 207-246.
- BUSHEE B.J. – MATSUMOTO D.A. – MILLER G.S., *Open versus closed conference calls: the determinants and effects of broadening access to disclosure*, Journal of Accounting and Economics, vol. 34, n. 1-3, 2003, pp. 149-180.
- BUSHEE B.J. – MILLER G.S., *Investor relations, firm visibility and investor following*, working paper, disponibile su www.ssrn.com, gennaio 2005.
- BUSHEE B.J. – NOE C.F., *Corporate disclosure practices, institutional investors and stock return volatility*, Journal of Accounting Research, vol. 38, Supplement, 2000, pp. 171-202.
- CAMPBELL D.T., *Reforms as experiments*, American Psychologist, vol. 24, n. 4, 1969, pp. 409-429.
- CANDIOTTO R., *L'approccio per processi e i sistemi di gestione per la qualità*, Giuffrè, Milano, 2003.
- CAPALDO P., *Qualche riflessione sull'informazione esterna d'impresa*, Rivista dei Dottori Commercialisti, n.2, 1975.
- CATTANEO M., *Introduzione allo studio del bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1965.
- CATTURI G., *La redazione del bilancio d'esercizio*, Cedam, Padova, 1984.
- CECCHERELLI A., *Il linguaggio dei bilanci* (VII ediz.), Le Monnier, Firenze, 1961.
- CHALL J.S., *Readability. An appraisal of research and application*, Bureau of Educational Research, Ohio State University Press, Ohio, 1958.

- CHANG J., *The decline in value relevance of earnings and book values*, working paper, University of Pennsylvania, Philadelphia, 1998.
- CHOI F.D.S., *Financial disclosure and entry to the European capital market*, Journal of Accounting Research, vol. 11, n. 2, 1973, pp. 159-175.
- CLARKE G. – MURRAY B., *Investor relations: Perceptions of the annual statement*, Corporate Communications: An International Journal, vol. 5, n. 3, 2000, pp. 144-151.
- CLARKSON P. – GUEDES J. – THOMPSON R., *On the diversification, observability, and measurement of estimation risk*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 31, n. 1, 1996, pp. 69-84.
- CODA V., *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, Giappichelli, Torino, 1991.
- COLE C.J. – JONES C.L., *Management discussion and analysis: a review and implications for future research*, Journal of Accounting Literature, vol. 24, 2005, pp. 135-174.
- COLES J.L. – LOEWENSTEIN U., *Equilibrium pricing and portfolio composition in the presence of uncertain parameters*, Journal of Financial Economics, vol. 22, n. 2, 1988, pp. 279-303.
- COLES J.L. – LOEWENSTEIN U. – SUAY J., *On equilibrium pricing under parameter uncertainty*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 30, n. 3, 1995, pp. 347-364.
- COLLER M., YOHN T.L., *Management forecasts and information asymmetry: an examination of bid-ask spreads*, Journal of Accounting Research, vol. 35, n. 2, 1997, pp. 181-191.
- CORIGLIANO R., *L'intermediazione finanziaria. Strutture, funzioni, controlli*, Bonomia University Press, Bologna, 2002.
- CORVI E., *Comunicazione d'impresa e investor relation*, Egea, Milano, 2000.
- COURTIS J.K., *Disclosure redundancy in annual reports*, Accounting, Accountability and Performance, vol. 2, n. 3, 1996.
- COX C.T., *Further evidence on the representativeness of management earnings forecasts*, The Accounting Review, vol. 60, n. 4, 1985, pp. 692-701.
- CRAVEN B.M. – MARSTON C., *Financial reporting on the Internet by leading UK companies*, European Accounting Review, vol. 8, n. 2, 1999, pp. 321-333.

- DARROUGH M.N., *Disclosure policy and competition: Cournot vs. Bertrand*, The Accounting Review, vol. 68, n. 3, 1993, pp. 534-562.
- DARROUGH M.N. – STOUGHTON N.M., *Financial disclosure policy in an entry game*, Journal of Accounting and Economics, vol. 12, n. 1-3, 1990, pp. 219-243.
- DAVENPORT T.H., *Innovazione dei processi. Riprogettare il lavoro attraverso l'information technology*, Franco Angeli, Milano, 1994.
- DE ANGELIS E., *L'opa di Italenergia su Montedison ed Edison*, disponibile su <http://archivioceradi.luiss.it>, 2002.
- DE ANGELIS E., *La ristrutturazione finanziaria e la riorganizzazione azionaria del gruppo Edison-Italenergia*, disponibile su <http://archivioceradi.luiss.it>, 2002.
- DEBRECENY R. – GRAY G.L., *Financial reporting on the Internet and the external audit*, European Accounting Review, vol. 8, n. 2, 1999, pp. 335-350.
- DEBRECENY R. – GRAY G.L. – RAHMAN A., *The determinants of Internet financial reporting*, Journal of Accounting and Public Policy, vol. 21, n. 4-5, 2002, pp. 371-394.
- DELLER D. – STUBENRATH M. – WEBER C. – GOETHE J.W., *A survey on the use of Internet for investor relations in the USA, the UK and Germany*, European Accounting Review, vol. 8, n. 2, 1999, pp. 351-364.
- DEZZANI F., *La certificazione del bilancio*, Giuffrè, Milano, 1974.
- DHALIWAL D.S. – SPICER B.H. – VICKREY D., *The quality of disclosure and the cost of capital*, Journal of Business, Finance and Accounting, vol. 6, n. 2, 1979, pp. 245-266.
- DIAMOND D.W. – VERRECCHIA R.E., *Disclosure, liquidity and cost of capital*, Journal of Finance, vol. 46, n. 4, 1991, pp. 1325-1355.
- DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Giuffrè, Milano, 1990.
- DI TORO P. – IANNELLO G., *La politica di redazione del bilancio d'esercizio*, Cedam, Padova, 1996.
- DOLPHIN R. – WAGLEY R.A., *Reading the annual report*, Financial Executive, giugno 1977, pp. 20-22.
- DUBOIS A. – GADDE L.E., *Systematic combining: an abductive approach to case research*, Journal of Business Research, vol. 55, n. 7, 2002, pp. 553-560.
- DYE R.A., *Commentary on Essays on disclosure*, Journal of Accounting and Economics, vol. 32, n. 1-3, 2001, pp. 181-235.

- DYER W.G., WILKINS A.L., *Better stories, not better constructs, to generate a better theory: a rejoinder to Eisenhardt*, Academy of Management Review, vol. 16, n. 3, 1991, pp. 613-619.
- EASLEY D. – O'HARA M., *Information and the cost of capital*, Journal of Finance, vol. 59, n. 4, 2004, pp. 553-584.
- ECCLES R.G. – MAVRINAC S.C., *Improving the corporate disclosure process*, Sloan Management Review, vol. 36, n. 4, 1995, pp. 11-25.
- ECCLES R.G. – LUPONE L., "Alla ricerca del valore: il divario informativo tra società e mercato. Il caso italiano", in Guatri L. – Eccles R.G., *Informazione e valore. Il caso italiano*, Egea, Milano, 1998.
- EISENHARDT K.M., *Agency theory: an assessment and review*, Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, pp. 57-74.
- EISENHARDT K.M., *Building theories from case study research*, Academy of Management Review, vol. 14, n. 4, 1989, pp. 532-550.
- EISENHARDT K.M., *Better stories and better constructs: the case for rigor and comparative logic*, Management Review, vol. 16, n. 3, 1991, pp. 620-627.
- ETTREDGE M. – RICHARDSON V.J. – SCHOLZ S., *The presentation of financial information at corporate web sites*, International Journal of Accounting Information Systems, vol. 2, n. 3, 2001, pp. 149-168.
- ETTREDGE M. – RICHARDSON V.J. – SCHOLZ S., *Dissemination of information for investors at corporate web sites*, Journal of Accounting and Public Policy, vol. 21, n. 4-5, 2002, pp. 357-369.
- FALKENSTEIN E.G., *Preferences for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holdings*, Journal of Finance, vol. 51, n. 1, 1996, pp. 111-135.
- FAMA E.F., *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, Journal of Finance, vol. 25, n. 2, 1970, pp. 383-417.
- FAMA E.F., *Agency problem and the theory of the firm*, Journal of Political Economy, vol. 88, n. 2, 1980, pp. 288-307.
- FAMA E.F. – FRENCH K.R., *Size and book to market factors in earnings and returns*, Journal of Finance, vol. 50, n. 1, 2004, pp. 131-155.
- FAMA E.F. – JENSEN M.C., *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, vol. 26, 1983, pp. 301-325.

- FARRAGHER E.J. – KLEIMAN R. – BAZAZ M.S., *Do investor relations make a difference?*, The Quarterly Review of Economics and Finance, vol. 34, n. 4, 1994, pp. 405-412.
- FELTHAM G.A. – GIGLER F.B. – HUGHES J.S., *The effects of line-of-business reporting on competition in oligopoly settings*, Contemporary Accounting Research, vol. 9, n. 1, 1992, pp. 1-23.
- FELTHAM G.A. – XIE J.Z., *Voluntary financial disclosure in an entry game with continua of type*, Contemporary Accounting Research, vol. 9, n. 1, 1992, pp. 46-80.
- FISHER R. – OYELERE P. – LASWAD F., *Corporate reporting on the Internet: Audit issues and content analysis of practices*, Managerial Auditing Journal, vol. 19, n. 3, 2004, pp. 412-439.
- FORUM.REF, *Guida per l'informazione al mercato*, disponibile sul sito www.borsaitaliana.it, 2002.
- FOSTER J.M., *The Fasn and the capital markets*, Fasn, Stanford, 2003.
- FRANCIS J. – SCHIPPER K., *Have financial statements lost their relevance?*, Journal of Accounting Research, vol. 37, n. 2, 1999, pp. 319-353.
- FRANCIS J. – HANNA J.D. – PHILBRICK D.R., *Management communications with securities analysts*, Journal of Accounting and Economics, vol. 24, n. 3, 1997, pp. 363-394.
- FRANCIS J. – PHILBRICK D.R. – SCHIPPER K., *Shareholder litigation and corporate disclosure*, Journal of Accounting Research, vol. 32, n. 2, 1994, pp. 137-165.
- FRANCIS J. – SOFFER L., *The relative informativeness of analysts' stock recommendations and earnings forecast revisions*, Journal of Accounting Research, vol. 35, n. 2, 1997, pp. 193-211.
- FRANKEL R. – JOHNSON M. – SKINNER D., *An empirical examination of conference call as a voluntary disclosure medium*, Journal of Accounting Research, vol. 37, n. 1, 1999, pp. 133-150.
- FRANKEL R. – KOTHARI S.P. – WEBER J., *Determinants of the informativeness of analyst research*, Journal of Accounting and Economics, vol. 41, 2006, pp. 29-54.
- FRANKEL R. – MC NICHOLS M. – WILSON P.G., *Discretionary disclosure and external financing*, The Accounting Review, vol. 70, n. 1, 1995, pp. 135-150.

- FRIED D. – GIVOLY D., *Financial analysts' forecasts of earnings. A better surrogate for market expectations*, Journal of Accounting and Economics, vol. 4, 1982, pp. 85-107.
- GARCIA-BORBOLLA A. – LARRAN M. – LOPEZ R., *Empirical evidence concerning smes corporate websites: explaining factors, strategies and reporting*, International Journal of Digital Accounting Research, vol. 5, n. 10, 2005, pp. 171-202.
- GEBHARDT W.R. – LEE C.M.C. – SWAMINATHAN B., *Toward an implied cost of capital*, Journal of Accounting Research, vol. 39, n. 1, 2001, pp. 135-176.
- GELB D.S., *Managerial ownership and accounting disclosures: An empirical study*, Review of Quantitative Finance and Accounting, vol. 15, n. 2, 2000, pp. 169-185.
- GELB D.S. – ZAROWIN P., *Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices*, Review of Accounting Studies, vol. 7, n. 1, 2002, pp. 33-52.
- GIANNESSI E., *Le aziende di produzione originaria. Vol. I: Le aziende agricole*, Corsi, Pisa, 1960.
- GIBBINS M. – RICHARDSON A. – WATERHOUSE J., *The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes*, Journal of Accounting Research, vol. 28, n. 1, 1990, pp. 121-143.
- GIGLER F., *Self-enforcing voluntary disclosures*, Journal of Accounting Research, vol. 32, n. 2, 1994, pp. 224-241.
- GILLHAM B., *Case study research method*, Continuum, London, 2000.
- GIUSEPPONI K. (a cura di), *La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese*, FrancoAngeli, Milano, 2003.
- GIVOLY D. – LAKONISHOK J., *The information content of financial analysts' forecasts of earnings*, Journal of Accounting and Economics, vol. 1, 1979, pp. 165-185.
- GLASER B.G., *Theoretical sensitivity: Advances in the methodology of grounded theory*, Sociology Press, Mill Valley, California, 1978.
- GLASER B.G. – STRAUSS A.L., *The discovery of grounded theory*, Aldine, Chicago, 1967.
- GOMPERS P. – METRICK A., *Institutional investors and equity prices*, Quarterly Journal of Economics, vol. 116, n. 1, 2001, pp. 229-259.
- GOWTHORPE C., *Asymmetric dialogue: Corporate financial reporting via the Internet*, Corporate Communications: An International Journal, vol. 9, n. 4, 2004, pp. 283-293.

- GOWTHORPE C. – AMAT O., *External reporting of accounting and financial information via the Internet in Spain*, *European Accounting Review*, vol. 8, n. 2, 1999, pp. 365-371.
- GRAY S.J. – ROBERTS C.B. – GORDON P.D., *Making corporate reports valuable: A survey of corporate reporting practices by major UK companies*, ICAS, Edimburgo, 1991.
- GROSSMAN S.J. – STIGLITZ J.E., *Information and competitive price systems*, *The American Economic Review*, vol. 66, n. 2, 1976, pp. 246-253.
- GROSSMAN S.J. – STIGLITZ J.E., *On the impossibility of informationally efficient markets*, *The American Economic Review*, vol. 70, n. 3, 1980, pp. 393-408.
- GUO R.J. – LEV B. – ZHOU N., *Competitive costs of disclosure by Biotech IPOs*, *Journal of Accounting Research*, vol. 42, n. 2, 2004, pp. 319-355.
- HAIL L., *The impact of voluntary corporate disclosure on the ex-ante cost of capital for Swiss firms*, *The European Accounting Review*, vol. 11, n. 4, 2002, pp. 741-773.
- HAMILTON D., “Some contrasting assumptions about case study research and survey analysis”, in Simons H. (a cura di), *Towards a science of the singular: Essays about case study in educational research and evaluation*, Care Occasional Publications n. 10, University of East Anglia, Centre for Applied Research in Education, Norwich, 1980.
- HAMMER M. – CHAMPY J., *Ripensare l'azienda. Un manifesto per la rivoluzione manageriale*, Sperling & Kupfer, Milano, 1994.
- HAMMERSLEY M., “So, what are case studies?”, in Hammersley M., *What's wrong with ethnography?*, Routledge, London, 1992.
- HANDA P. – LINN S.C., *Arbitrage pricing with estimation risk*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 28, n. 1, 1993, pp. 81-100.
- HANLON M. – RAJGOPAL S. – SHEVLIN T., *Are executive stock options associated with future earnings?*, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 36, n. 1-3, 2003, pp. 3-43.
- HARRIS L.E., *Liquidity, trading rules, and electronic trading systems*, New York University Monograph Series in Finance and Economics, Monograph n. 1990-4, 1990.
- HAYES R.M. – LUNDHOLM R., *Segment reporting to the capital market in the presence of a competitor*, *Journal of Accounting Research*, vol. 34, n. 2, 1996, pp. 261-280.

- HEALY P.M. – PALEPU K.J., *The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices*, Accounting Horizons, vol. 7, n. 1, 1993, pp. 1-11.
- HEALY P.M. – PALEPU K.J., *The challenges of investor communications: the case of CUC International, Inc*, Journal of Financial Economics, vol. 38, n. 1, 1995, pp. 111-141.
- HEALY P.M. – PALEPU K.J., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, Journal of Accounting and Economics, vol. 31, 2001, pp. 405-440.
- HEALY P.M. – HUTTON A.P. – PALEPU K.J., *Stock performance and intermediation changes surrounding increases in disclosure*, Contemporary Accounting Research, vol. 16, n. 3, 1999, pp. 485-520.
- HEDLIN P., *The Internet as a vehicle for investor relations: the Swedish case*, European Accounting Review, vol. 8, n. 2, 1999, pp. 373-381.
- HEFFES E.M. – MILLMAN G.J., *Two generations of CFOs: How different are they?*, Financial Executive, 2005, pp. 40-46.
- HEFLIN F. – SUBRAMANYAM K.R. – ZHANG Y., *Regulation FD and the financial information environment: early evidence*, The Accounting Review, vol. 78, n. 1, 2003, pp. 1-37.
- HILDEBRANDT H.W. – SNYDER R.D., *The pollyanna hypothesis in business writing: initial results, suggestions for research*, The Journal of Business Communication, vol. 18, n. 1, 1981, pp. 5-15.
- HOLLAND J., *Corporate communications with institutional shareholders: private disclosures and financial reporting*, ICAS, Edinburgh, 1997.
- HOLLAND J., *Private disclosure and financial reporting*, Accounting and Business Research, vol. 28, n. 4, 1998, pp. 255-269.
- HOLLAND J., *A grounded theory of corporate disclosure*, Accounting and Business Research, vol. 35, n. 3, 2005, pp. 249-267.
- HOLLAND J., *A model of corporate financial communications*, ICAS, Edinburgh, 2006.
- HOW J.C.Y. – YEO J.J.L., *The impact of forecast disclosure and its accuracy on equity pricing: an IPO perspective*, Journal of Accounting, Auditing and Finance, vol. 16, 2001, pp. 401-425.
- HUTTON A.P. – MILLER G.S. – SKINNER D.J., *The role of supplementary statements with management earnings forecasts*, Journal of Accounting Research, vol. 41, n. 5, 2003, pp. 867-890.

- INVESTOR RELATIONS SOCIETY, *Practice guidelines: A guide to good practice in UK investor relations*, Investor Relations Society, London, 1997.
- JENSEN M.C., *Organization Theory and Methodology*, The Accounting Review, vol. 58, n. 2, 1983, pp. 319-339.
- JENSEN M.C. – MECKLING W.H., *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of financial economics, vol. 3, n. 4, 1976, pp. 305-360.
- JENSEN J.L. – RODGERS R., *Cumulating the intellectual gold of case study research*, Public Administration Review, vol. 61, n. 2, 2001, pp. 235-246.
- JOHNSON M.F. – KASZNIK R. – NELSON K.K., *The impact of securities litigation reform of the disclosure of forward looking information of high technology firms*, Journal of Accounting Research, vol. 39, n. 2, 2001, pp. 297-327.
- JONES M.J., *A longitudinal study of the readability of the chairman's narratives in the corporate reports of a UK company*, Accounting and Business Research, vol. 18, 1988, pp. 297-305.
- JONES M.J., *A comment to contextualize "Performance and readability: A comparison of annual reports of profitable and unprofitable corporations"*, Journal of Business Communication, vol. 31, n. 3, 1994, pp. 225-230.
- JONES M.J. – SHOEMAKER P.A., *Accounting narratives: A review of empirical studies of content and readability*, Journal of Accounting Literature, vol. 13, 1994, pp. 142-184.
- KASZNIK R. – LEV B., *To warn or not to warn: management disclosures in the face of an earnings surprise*, The Accounting Review, vol. 70, n. 1, 1995, pp. 113-134.
- KIM O. – VERRECCHIA R.E., *Trading volume and price reactions to public announcements*, Journal of Accounting Research, vol. 29, n. 2, 1991, pp. 302-321.
- KIM O. – VERRECCHIA R.E., *Market liquidity and volume around earnings announcements*, Journal of Accounting and Economics, vol. 17, n. 1-2, 1994, pp. 41-67.
- KING R. – POWNALL G. – WAYMIRE G., *Expectations adjustment via timely management forecasts: review, synthesis, and suggestions for future research*, Journal of Accounting Literature, vol. 9, 1990, pp. 113-144.
- KLEIN R.W. – BAWA V.S., *The effect of estimation risk on optimal portfolio choice*, Journal of Financial Economics, vol. 3, n. 3, 1976, pp. 215-231.

- KOTHARI S.P., *Capital markets research in accounting*, Journal of Accounting and Economics, vol. 31, n. 1, 2001, pp. 105-231.
- KREPS D.M., *A course in microeconomic theory*, Princeton University Press, Princeton, 1990.
- LANG M. – LUNDHOLM R., *Cross sectional determinants of analyst rating of corporate disclosure*, Journal of Accounting Research, vol. 31, n. 2, 1993, pp. 246-271.
- LANG M. – LUNDHOLM R., *Corporate disclosure policy and analyst behaviour*, The Accounting Review, vol. 71, n. 4, 1996, pp. 467-492.
- LANG M. – LUNDHOLM R., *Voluntary disclosure and equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock?*, Contemporary Accounting Research, vol. 17, n. 4, 2000, pp. 623-662.
- LARRAN M. – GINER B., *The use of Internet for corporate reporting by Spanish companies*, International Journal of Digital Accounting Research, vol. 2, n. 1, 2002, pp. 53-82.
- LASKIN A.V., *Investor relations practices at Fortune 500 companies: an exploratory study*, Public Relations Review, vol. 32, n. 1, 2006, pp. 69-70.
- LEARY M.R. – KOWALSKI R.M., *Impression management: a literature review and two component model*, Psychological Bulletin, vol. 107, n. 1, 1990, pp. 34-47.
- LEFTWICH R., *Market failure fallacies and accounting information*, Journal of Accounting and Economics, vol. 2, n. 3, 1980, pp.193-211.
- LEFTWICH R., *Accounting information in private markets: evidence from private lending agreements*, The Accounting Review, vol. 58, n. 1, 1983, pp. 23-43.
- LELAND H.E. – PYLE D.H., *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, The Journal of Finance, vol. 32, n. 2, 1977, pp. 371-387.
- LEUZ C., VERRECCHIA R.E., *The economic consequences of increased disclosure*, Journal of Accounting Research, vol. 38, Supplement, 2000, pp. 91-124.
- LEV B., *Information disclosure strategy*, California Management Review, vol. 34, n. 4, 1992, pp. 9-32.
- LEV B. – PENMAN S.H., *Voluntarily forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices*, Journal of Accounting Research, vol. 28, n. 1, 1990, pp. 49-76.
- LEV B. – ZAROWIN P., *The boundaries of financial reporting and how to extend them*, Journal of Accounting Research, vol. 37, 1999, pp. 353–386.

- LUNDHOLM R., *Price-signal relations in the presence of correlated public and private information*, Journal of Accounting Research, vol. 36, n. 1, 1988, pp. 107-118.
- LUNDHOLM R. – VAN WINKLE M., *Motives for disclosure and non-disclosure: a framework and review of the evidence*, Accounting and Business Research, Special Issue: International Accounting Policy Forum, 2006, pp. 43-48.
- LYBAERT N., *On-line financial reporting - An analysis of the Dutch listed firms*, International Journal of Digital Accounting Research, vol. 2, n. 4, 2003, pp. 195-234.
- LYMER A., *The Internet and the future of corporate reporting in Europe*, European Accounting Review, vol. 8, n. 2, 1999, pp. 289-301.
- LYMER A. – DEBRECENY R., *The auditor and corporate reporting on the Internet: challenges and institutional responses*, International Journal of Auditing, vol. 7, n. 2, 2003, pp. 103-120.
- LYS T. – SOHN SUNGKYU, *The association between revisions of financial analysts' earnings forecasts and security-price changes*, Journal of Accounting and Economics, vol. 13, 1990, pp. 341-363.
- MANCINI D. – QUAGLI A. – MARCHI L., (a cura di), *Intangibles e informativa volontaria*, FrancoAngeli, Milano, 2003.
- MANNE H.G., *Mergers and the Market for Corporate Control*, The Journal of Political Economy, vol. 73, n. 2., 1965, pp. 110-120.
- MARASCA S., *Le valutazioni del bilancio d'esercizio*, Giappichelli, Torino, 1999.
- MARCHI L., "L'analisi economico-finanziaria del profilo strategico", in Marchi L. – Paolini A. – Quagli A., *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino, 1995.
- MARSTON C., *Company communications with analysts and fund managers. A study of the investor relations activities of large UK quoted companies*, Unpublished PhD thesis, University of Glasgow, 1993.
- MARSTON C., *The organization of the investor relations functions by large UK quoted companies*, Omega, vol. 24, n. 4, 1996, pp. 477-488.
- MARSTON C., *Investor relations meetings: Views of companies, institutional investors and analysts*, ICAS, Edinburgh, 1999.
- MARSTON C., *Financial reporting on the Internet by leading Japanese companies*, Corporate Communications: An International Journal, vol. 8, n. 1, 2003, pp. 23-34.

- MARSTON C., *A survey of European investor relations*, ICAS, Edinburgh, 2004.
- MARSTON C., *Investor relations meetings: evidence from the top 500 UK companies*, Accounting and Business Research, forthcoming, 2008.
- MARSTON C. – POLEI A., *Corporate reporting on the Internet by German companies*, International Journal of Accounting Information Systems, vol. 5, n. 3, 2004, pp. 285-311.
- MARSTON C. – STRAKER M., *Investor relations: a European survey*, Corporate Communications: An International Journal, vol. 6, n. 2, 2001, pp. 82-93.
- MATACENA A., *Il bilancio di esercizio*, Clueb, Bologna, 1993.
- MAZZOLA P., *Il piano industriale. Progettare e comunicare le strategie d'impresa*, Egea, Milano, 2003.
- MAZZOLA P., *Le investor relations. Dalla comunicazione alla gestione della relazione con il mercato finanziario*, Egea, Milano, 2005.
- MAZZOLA P. – DI MARTINO S., "Le investor relations", in Fabris G., *La comunicazione d'impresa*, Sperling & Kupfer Editori, Milano, 2003.
- MAZZOLA P. – GNAN L., GABBIONETA C. – LISI I., *The information content of strategic plan presentations of Italian listed companies*, paper presentato al II workshop del Gruppo di Attenzione Aidea sulla Comunicazione ai Mercati Finanziari, Milano, 7 aprile 2006.
- MAZZOLA P. – GNAN L. – SCORTICHINI F., *Forward-looking information in the strategic plan presentations of listed companies*, paper presentato al I workshop del Gruppo di Attenzione Aidea sulla Comunicazione ai Mercati Finanziari, Brescia, 17 febbraio 2006.
- MCCRACKEN G., *The long interview*, Sage University Paper Series on Qualitative Research Methods, vol. 13, Sage, Beverly Hills, 1988.
- MCINNES B. – BEATTIE V. – FEARNLEY S., *An investigation of the channels of communication used by a listed company's stakeholders and information intermediaries: An exploratory case study*, Discussion paper n. 01/2004, Department of Accounting Finance and Law, University of Stirling, 2004.
- MCNICHOLS M., *Evidence of informational asymmetries from management earnings forecasts*, Accounting Review, vol. 64, n. 1, 1989, pp. 1-27.
- MCNICHOLS M. – TRUEMAN B., *Public disclosure, private information collection, and short-term trading*, Journal of Accounting and Economics, vol. 17, n.1-2, 1994, pp. 69-94.

- MELIS F., *Storia della ragioneria*, Zuffi, Bologna, 1950.
- MERCER M., *How do investors assess the credibility of management disclosures?*, *Accounting Horizons*, vol. 18, n. 3, 2004, pp. 185-196.
- MERTON R.C., *A simple model of capital market equilibrium with incomplete information*, *Journal of Finance*, vol. 42, n. 3, 1987, pp.483-510.
- MERTON R.K. – FISKE M. – KENDALL P.L., *The focused interview. A manual of problems and procedures*, Collier Mc Millan, London, 1990.
- MILGROM P. – ROBERTS J., *Economics, organization and management* (International Edition), Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey, 1992.
- MILLER G.S. – PIOTROSKI J.D., *The role of disclosure for high book to market firms*, working paper, Harvard University, 2000.
- MILLER G.S. – PIOTROSKI J.D., *Forward-looking earnings statements: determinants and market response*, working paper, disponibile su <http://papers.ssrn.com>, 2000.
- MOLTENI M., *Bilancio e strategia*, Egea, Milano, 2000.
- MORCK R. – SHLEIFER A. – VISHNY R.W., *Do managerial objectives drive bad acquisitions?*, *Journal of Finance*, vol. 45, n. 1, 1990, pp. 31-50.
- MORTON J.R., *Qualitative objectives of financial accounting: a comment on relevance and understandability*, *Journal of Accounting Research*, vol. 12, n. 2, 1974, pp. 288-298.
- MYERS S.C. – MAJLUF N.S., *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n. 2, 1984, pp. 187-222.
- NACHMIAS D. – NACHMIAS C., *Research methods in the social sciences*, St. Martin, New York, 1992.
- NAGAR V. – NANDA D. – WISOCKI P., *Discretionary disclosure and stock-based incentives*, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 34, n. 1-3, 2003, pp. 283-309.
- NEWMAN P. – SANSING R., *Disclosure policies with multiple users*, *Journal of Accounting Research*, vol. 31, n. 1, 1993, pp. 92-113.
- NOE C.F., *Voluntary disclosures and insider transactions*, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 27, n. 3, 1999, pp. 305-327.
- O'BRIEN P.C. – BHUSHAN R., *Analyst following and institutional ownership*, *Journal of Accounting Research*, vol. 28, supplement, 1990, pp. 55-76.

- OWUSU-ANSAH S. – LEVENTIS S., *Timeliness of Corporate Annual Financial Reporting in Greece*, *European Accounting Review*, vol. 15, n. 2, 2006, pp. 273-287.
- PALEPU K.J., *Predicting takeover targets: a methodological and empirical analysis*, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8, n. 1, 1986, pp. 3-36.
- PASHALIAN S. – CRISSY W.J.E., *Corporate reports are difficult, dull reading, human interest value low, survey shows*, *Journal of Accountancy*, vol. 94, 1952, pp. 215-219.
- PASSAPONTI B., *Il bilancio dell'azienda elettrica nel quadro dei bilanci a contenuto obbligatorio*, Giuffré, Milano, 1990.
- PATELL J.M., *Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: empirical tests*, *Journal of Accounting Research*, vol. 14, n. 2, 1976, pp. 246-276.
- PEASNELL K. – TALIB S. – YOUNG S., *The fragile returns to investor relations: evidence from a period of declining market confidence*, working paper, Lancaster University Management School, 2007/035, 2007.
- PIOTROSKI J.D., *The impact of newly reported segment information on market expectations and stock prices*, working paper, University of Chicago, 1999.
- PIRCHEGGER B. – WAGENHOFER A., *Financial Information on the Internet: a survey of the homepages of Austrian companies*, *European Accounting Review*, vol. 8, n. 2, 1999, pp. 383-395.
- POLI R., *Il bilancio d'esercizio*, Giuffré, Milano, 1971.
- PORAK V., *Controlling investor relations*, paper presentato al 28th EAA Annual Congress, Goteborg, 18-20 maggio 2005.
- POSHAKWALE S. – COURTIS J.K., *Disclosure level and the cost of equity capital: evidence from the banking industry*, *Managerial and Decision Economics*, vol. 26, n. 7, 2005, pp. 431-444.
- PR NEWSWIRE, *PR Newswire's guide to European disclosure*, PR Newswire, United Business Media, UK, 2002.
- PRODHAN B.K. – HARRIS M.C., *Systematic risk and the discretionary disclosure of geographical segments: an empirical investigation of US multinationals*, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 16, n. 4, 1989, pp. 467-492.
- PROVASOLI A., *Il bilancio d'esercizio destinato a pubblicazione*, Giuffré, Milano, 1974.
- QUAGLI A.(a cura di), *Internet e la comunicazione finanziaria*, FrancoAngeli, Milano 2001.

- QUAGLI A., *Il web e l'informativa societaria ai mercati finanziari*, Economia e Diritto del Terziario, n. 1, 2001, pp. 177-208.
- QUAGLI A., *La domanda di informazioni economico-finanziarie nei mercati mobiliari: analisi degli studi empirici e spunti per un modello interpretativo*, Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 4, 2002, pp. 655-697.
- QUAGLI A., *Comunicare il futuro*, FrancoAngeli, Milano, 2004.
- QUAGLI A., *Bilancio di esercizio e principi contabili* (IV ediz.), Giappichelli, Torino, 2006.
- QUAGLI A., AVALLONE F., *Bilanci "in rete": Internet e la comunicazione economico-finanziaria delle società quotate*, Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 1, 2001, pp. 63-105.
- QUAGLI A., RAMASSA P., *The production process of corporate web reporting and the role of online service providers*, paper presentato al 28th EAA Annual Congress, Goteborg, 18-20 maggio 2005.
- QUAGLI A., TEODORI C. (a cura di), *L'informativa volontaria per settori di attività*, FrancoAngeli, Milano, 2005.
- RAMASSA P., *L'eXtensible Business Reporting Language (Xbrl): un nuovo linguaggio per la comunicazione finanziaria*, Revisione Contabile, n. 58, 2004.
- RAMASSA P., *Forward-looking disclosure in Italy: An analysis of company announcements*, paper presentato all'8th Aidea Youth International Conference "Improving business reporting: New rules, new opportunities, new trends", Novara, 24-25 novembre 2006.
- RANALLI F., *Il bilancio d'esercizio: caratteristiche e postulati* (vol. I e II), Aracne, Roma, 1994.
- RAO H. – SIVAKUMAR K., *Institutional sources of boundary spanning structures: the establishment of investor relations departments in the Fortune 500 industrials*, Organization Science, vol. 10, n. 1, 1999.
- REMENYI D. - MONEY A. - PRICE D. - BANNISTER F., *The creation of knowledge through case study research*, Irish Journal of Management, vol. 23, n.2, 2002, pp. 1-17.
- RICHARDSON A.J. - WELKER M., *Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital*, Accounting, Organizations, and Society, vol. 26, n. 7-8, 2001, pp. 597-616.

- RIEGE A.M., *Validity and reliability tests in case study research: a literature review with "hands-on" applications for each research phase*, Qualitative Market Research: An International Journal, vol. 6, n. 2, 2003, pp. 75-86.
- RIVA P., *Informazioni non finanziarie nel sistema di bilancio. Comunicare le misure di performance*, Egea, Milano, 2001.
- ROGERS R.K. - GRANT J., *An empirical investigation of the relevance of the financial reporting process to financial analysts*, unpublished manuscript, Portland State University, February, 1997.
- ROSS S.A., *The economic theory of agency: the principal's problem*, The American Economic Review, vol. 63, n. 2, Papers and Proceedings of the Eighty-fifth Annual Meeting of the American Economic Association, May, 1973, pp. 134-139.
- RUBIN H.J. - RUBIN I.S., *Qualitative interviewing. The art of hearing data*, Sage, Thousand Oaks, 1995.
- RUTHERFORD B.A., *Genre analysis of corporate annual report narratives: a corpus linguistic-based approach*, Journal of Business Communication, vol. 42, n. 4, 2005, pp. 349-378.
- SALVIONI D., *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino, 1992.
- SCHIPPER K., *Analysts' forecasts*, Accounting Horizons, vol. 5 n. 4, 1991, pp. 105-121.
- SENGUPTA P., *Corporate disclosure quality and the cost of debt*, The Accounting Review, vol. 73, n. 4, 1998, pp. 459-474.
- SHANNON C.E. - WEAVER W., *La teoria matematica delle comunicazioni*, Etas Kompass, Milano, 1971.
- SHAVELSON R. - TOWNES L. (a cura di), *Scientific research in education*, National Academy Press, Washington DC, 2002.
- SIAS R.W., *Volatility and the institutional investor*, Financial Analysts Journal, vol. 52, n. 2, 1998, pp. 13-20.
- SKINNER D.J., *Why firms voluntarily disclose bad news*, Journal of Accounting Research, vol. 32, n. 1, 1994, pp. 38-61.
- SKINNER D.J., *Do the SEC's safe harbour provisions encourage forward-looking disclosures?*, Financial Analyst Journal, vol. 51, n. 4, 1995, pp. 38-44.
- SKINNER D.J., *Earnings, disclosures and shareholder lawsuit*, Journal of Accounting and Economics, vol. 23, n. 3, 1997, pp. 249-283.

- SMITH B. - PIERCE A., *An investigation of the integrity of Internet financial reporting*, International Journal of Digital Accounting Research, vol. 5, n. 9, 2005, pp. 47-78.
- SMITH C., *The case study: A vital yet misunderstood research method for management*, working paper SWP 4/89, Cranfield School of Management, 1989.
- SMITH M. - TAFFLER R., *Readability and understandability: different measures of the textual complexity of accounting narrative*, Accounting, Auditing and Accountability Journal, vol. 5, n. 4, 1992, pp. 84-98.
- SMITH M. - TAFFLER R., *The chairman's statement: a content analysis of discretionary narrative disclosures*, Accounting, Auditing and Accountability Journal, vol. 13, n. 5, 2000, pp. 624-647.
- SOFFER L.C. - THIAGARAJAN R.S. - WALTHER B.R., *Earnings preannouncement strategies*, Review of Accounting Studies, vol. 5, n. 1, 2000, pp. 5-26.
- SOPER F.J. - DOLPHIN R. JR., *Readability and corporate annual reports*, The Accounting Review, vol. 39, n. 2, 1964, pp. 358-362.
- SPENCE M., *Job market signaling*, Quarterly Journal of Economics, vol. 87, n. 3, 1973, pp. 355-374.
- STAKE R.E., *The art of case study research*, Sage, London, 1995.
- STIGLER G.J., *The economics of information*, The Journal of Political Economy, vol. 69, n. 3, 1961, pp. 213-225.
- STONER G. - HOLLAND J., "Using case studies in finance research", in Humphrey C. - Lee B.(a cura di), *The real life guide to accounting research: A behind-the-scenes view of using qualitative research methods*, Elsevier, Oxford, 2004.
- SUBRAMANIAN R. - INSLEY R.G. - BLACKWELL R. D., *Performance and readability: a comparison of annual reports of profitable and unprofitable corporations*, Journal of Business Communication, vol. 30, n. 1, 1993, pp. 49-61.
- SUDARSANAM P.S., *Defense strategies of target firms in UK contested bids: A survey*, working paper n. 94/1, City University, 1994.
- SYDSERFF R. - WEETMAN P., *Developments in content analysis: a transivity index and DICTION scores*, Accounting, Auditing and Accountability Journal, vol. 15, n. 4, 2002, pp. 523-545.
- TAN H.T. - LIBBY R. - HINTON J.E., *Analysts' reaction to earnings preannouncement strategies*, Journal of Accounting Research, vol. 40, n. 1, 2002, pp. 223-246.

- TASKER S.C., *Bridging the information gap: quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure*, Review of Accounting Studies, vol. 3, n.1-2, 1998, pp. 137-167.
- TEODORI C. (a cura di), *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari. Il comportamento delle società*, Franco Angeli, Milano, 2004.
- TERZANI S., *Introduzione al bilancio d'esercizio* (V ediz.), Cedam, Padova, 1995.
- TRUEMAN B., *Why do managers voluntarily release earnings forecast?*, Journal of Accounting and Economics, vol. 8, n. 1, 1986, pp. 53-72.
- VANSTRAELEN A. – ZARZESKI M.T.- ROBB S.W.G., *Corporate nonfinancial disclosure practices and financial analyst forecast ability across three European countries*, Journal of International Financial Management and Accounting, vol. 14, n. 3, 2003, pp. 249-278.
- VERRECCHIA R.E., *Discretionary disclosure*, Journal of Accounting and Economics, vol. 5, 1983, pp. 179-194.
- VERRECCHIA R.E., *Essays on disclosure*, Journal of Accounting and Economics, vol. 32, n. 1-3, 2001, pp. 97-180.
- VIGANÒ E., *L'informazione esterna d'impresa*, Rivista dei Dottori Commercialisti, settembre-ottobre 1973.
- VON BERTALANFFY L., *General system theory: a new approach to unity of science*, Human biology, December 1951.
- WAGENHOFER A., *Voluntary disclosure with a strategic opponent*, Journal of Accounting and Economics, vol. 12, n. 4, 1990, pp. 341-364.
- WARNER J.B. - WATTS R.L. - WRUCK K.H., *Stock prices and top management changes*, Journal of Financial Economics, vol. 20, 1988, pp. 461-493.
- WATSON A. - SHRIVES P. - MARSTON C., *Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK*, British Accounting Review, vol. 34, n. 4, 2002, pp. 289-313.
- WATTS R.L. - ZIMMERMAN J.L., *Towards a positive theory of the determination of accounting standards*, The Accounting Review, vol. 53, n. 1, 1978, pp. 112-134.
- WATTS R.L. - ZIMMERMAN J.L., *The markets for independence and independence auditors*, working paper, University of Rochester, Rochester, 1981.
- WATTS R.L. - ZIMMERMAN J.L., *Auditors and the determination of accounting standards*, working paper, University of Rochester, Rochester, 1981.
- WATTS R.L. - ZIMMERMAN J.L., *Positive accounting theory*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1986.

- WATZLAWICK P. - BEAVIN J.H. - JACKSON D.D., *Pragmatica della comunicazione umana: Studio dei modelli interattivi, delle patologie e dei paradossi*, Astrolabio, Roma, 1971.
- WAYMIRE G., *Additional evidence on the information content of management earnings forecasts*, Journal of Accounting Research, vol. 22, n. 2, 1984, pp. 703-718.
- WAYMIRE G., *Earnings volatility and voluntary management forecast disclosure*, Journal of Accounting Research, vol. 23, n. 1, 1985, pp. 268-295.
- WEETMAN P. - BEATTIE A., *Corporate communications: views of institutional investors and lenders*, ICAS Edinburgh, 1999.
- WEISBACH M.S., *Outside directors and CEO turnover*, Journal of Financial Economics, vol. 20, 1988, pp. 431-460.
- WELKER M., *Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets*, Contemporary Acc Research, vol. 11, n. 2, 1995, pp. 801-827.
- YIN R.K., *Case study research. Design and methods*, Sage, Thousand Oaks, 2003.
- ZAPPA G., *Il reddito d'impresa* (II edizione), Giuffré, Milano, 1937.

APPENDICE

CALENDARIO DELLE INTERVISTE E DEGLI ALTRI CONTATTI CON LE AZIENDE OGGETTO DEI CASI

▪ *EDISON*

IRO: Dott. Stefano Giussani

Primo contatto: 18 luglio 2007, Incontro dell'Associazione IR "La comunicazione finanziaria attraverso il web: opportunità e sfide", Milano, (a cui il Dott. Giussani ha partecipato presentando il nuovo sito web di IR di Edison)

Intervista: Venerdì 12 ottobre 2007, h. 10:30, Milano, sede Edison, Foro Buonaparte 31

Integrata con telefonata del 28 dicembre 2007, h. 12:05

▪ *FIAT*

IRO: Dott. Marco Auriemma

Intervista: Mercoledì 31 ottobre 2007, h. 12:00, Torino, sede Fiat, Via Nizza 250

Integrata con telefonata del 27 dicembre 2007, h. 19:10 e e-mail del 30 gennaio 2008

▪ *BENETTON GROUP*

IRO: Dott.ssa Mara Di Giorgio

IR Senior: Dott. Pietro Arnaboldi

Intervista: Venerdì 7 dicembre 2007, h. 11:00, Ponzano Veneto (TV), sede Benetton Group, Villa Minelli

Integrata con telefonata dell'11 gennaio 2008, h. 18:20