



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
(*ordinamento ex D.M. 270/2004*)
in Economia e Gestione delle Aziende

Tesi di Laurea

—

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

La comunicazione economico – finanziaria in tempo di crisi

Relatore

Ch. Prof. Giorgio Stefano Bertinetti

Correlatore

Ch. Prof. Chiara Saccon

Laureanda

Stefania Colombi
Matricola 827987

Anno Accademico

2011/ 2012

INTRODUZIONE	4
---------------------	---

CAPITOLO 1: INTRODUZIONE ALLA COMUNICAZIONE ECONOMICO – FINANZIARIA

1.1 Definizioni: la dimensione economica e finanziaria della comunicazione	6
1.2 Evoluzione e ruolo della comunicazione economico-finanziaria	8
1.3 La comunicazione interna ed esterna	12
1.4 Informativa obbligatoria e informativa volontaria	16
1.4.1 La comunicazione obbligatoria	16
1.4.1 Tipologie di informazioni obbligatorie e modalità di diffusione	19
1.4.2 La comunicazione volontaria: finalità e costi	23
1.4.3 Rapporto tra informativa volontaria e obbligatoria	27

CAPITOLO 2: LA COMUNICAZIONE FINANZIARIA NELLA TEORIA

2.1 La teoria neoclassica ed economia dell'informazione	30
2.1.1 Il modello neoclassico in condizione di certezza	30
2.1.2 Il modello neoclassico in condizioni di incertezza	33
2.1.3 La teoria dei mercati efficienti	37
2.2 Asimmetrie informative e teoria dell'agenzia	41
2.3 La Finanza comportamentale	45
2.3.1 Anomalie e formazione dei prezzi nella finanza comportamentale	49

CAPITOLO 3: L'IMPATTO DELLA CRISI SUI BISOGNI DI COMUNICAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA

3.1 La crisi economico – finanziaria	52
3.1.1 Natura e cause della crisi	52
3.1.2 Avvenimenti principali	55
3.1.3 Conseguenze e responsabilità della crisi	58
3.2 La disclosure volontaria nell'attuale condizione di incertezza	64
3.3 L'approccio e le soluzioni nella teoria	67

CAPITOLO 4: IL RUOLO DELLA COMUNICAZIONE NEL SETTORE BANCARIO

4.1 Introduzione all'analisi empirica	74
4.1.2 Analisi dei principali settori	76
4.1.3 Analisi del settore bancario	79
4.2 Il ruolo della comunicazione nelle banche	88
4.2.1. Analisi qualitativa della comunicazione	89
4.2.2 Dati quantitativi della comunicazione	96

CONCLUSIONI	100
--------------------	-----

BIBLIOGRAFIA	104
---------------------	-----

Alla mia famiglia

Introduzione

Questo lavoro si concentrerà nell'analisi della comunicazione economico – finanziaria in un contesto di crisi, caratterizzato da forte incertezza e volatilità.

La funzione della comunicazione nelle aziende è molto cambiata rispetto al passato: non vi sono soltanto prodotti da difendere attraverso strategie di comunicazione ma spesso la sopravvivenza delle imprese stesse. Negli ultimi anni si sono susseguite numerose recessioni e in particolare modo l'ultima crisi, tutt'ora in corso, scaturita alla fine del 2007 dal settore dei mutui sub-prime, sta travolgendo le imprese e gli istituti bancari in termini di performance negative e di sfiducia generalizzata da parte del mercato. La situazione economica si presenta più volatile, incerta, sempre più complessa e strutturalmente diversa. La maggior parte degli studi in letteratura si sono sempre concentrati sulle strategie di disclosure volontaria all'interno di un ambiente relativamente stabile. Questa tesi invece si occupa di come cambia la comunicazione in un contesto di crisi economica, nel momento in cui l'ambiente competitivo diventa instabile e imprevedibile. L'obiettivo del presente lavoro è quello di comprendere, in primo luogo, se il ruolo della comunicazione economico-finanziaria all'interno degli istituti bancari sia cambiato e, in secondo luogo, se quest'ultimo possa influire sulle performance degli stessi e sulla fiducia da parte del mercato. Lo strumento scelto per rispondere a tali quesiti è l'analisi empirica. In particolare modo viene analizzato il settore bancario, tale scelta è ricaduta sul fatto che tale settore è quello che più ha risentito della crisi in termini di performance e risultati negativi. Inizialmente, viene analizzata la comunicazione dal punto di vista qualitativo: si sono identificate e codificate le informazioni presenti nei comunicati stampa delle principali banche. Si sono stimate il numero di parole dedicate ai temi inerenti i risultati economici e alla crisi, assumendo che il numero di parole dedicate ad un certo tema sia uno stimatore significativo del suo livello di approfondimento. Questo permette di vedere se ad una diminuzione delle performance degli istituti bancari, corrisponda o meno una diminuzione della disclosure e quali temi sono maggiormente trattati. Per rispondere invece al secondo obiettivo, ovvero se la comunicazione delle banche influisca sui risultati e sulla fiducia del mercato, vengono raccolte le serie storiche dei prezzi azionari delle banche analizzate e calcolato il beta, come misura del rischio delle singole banche

rapportato a quello del settore generale. Questa analisi permetterà di comprendere se l'andamento dei titoli di alcune banche si sono discostati dall'andamento settoriale generale. Si cercherà poi di comprendere se tale scostamento dal settore è dovuto o meno al ruolo della comunicazione economico – finanziaria. In altri termini analizzare se il mercato ha recepito tutte le banche in modo negativo o se ha selezionato alcune di queste in termini positivi e di fiducia. In questa seconda ipotesi si cerca di vedere se è determinante o meno il ruolo della comunicazione da parte delle banche.

Il seguente lavoro si suddivide in un primo capitolo di introduzione alla comunicazione, dove vengono definiti alcuni concetti di base, i vari tipi di disclosure e il ruolo della stessa. Nel secondo capitolo invece si trattano le principali teorie economiche e la loro evoluzione al fine di comprendere le logiche di fondo secondo le quali il mercato svolge la sua funzione di meccanismo di coordinamento delle esigenze degli operatori. Inoltre l'analisi della teoria consente di comprendere il ruolo della comunicazione nei vari modelli di riferimento. Nel terzo capitolo viene sviluppato il tema della crisi economica, se ne spiega l'origine, le cause e le conseguenze a livello di comunicazione e di risultati macroeconomici. Infine l'ultimo capitolo è dedicato all'analisi empirica delle principali banche.

CAPITOLO 1: INTRODUZIONE ALLA COMUNICAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA

1.1. Definizioni: la dimensione economica e finanziaria della comunicazione

Con l'espressione comunicazione economico-finanziaria si intende "la trasmissione di informazioni dalla direzione aziendale a tutti indistintamente gli interlocutori sociali - o ad alcuni di essi - sull'evoluzione dell'assetto reddituale, finanziario e patrimoniale dell'impresa".¹ L'innumerevole terminologia utilizzata in letteratura rischia di confondere il concetto di comunicazione economica con quella finanziaria e di sovrapporre quindi aspetti che dovrebbero essere tenuti distinti. A tal fine la comunicazione economica può essere definita come uno strumento per ottenere fiducia e consenso intorno all'indirizzo strategico che si intende seguire² e un mezzo a supporto di obiettivi commerciali, istituzionali e organizzativi. Si caratterizza per contenuti riguardanti la situazione e la prospettiva patrimoniale, reddituale e finanziaria dell'impresa e svolge un ruolo di primo piano nella creazione di un'immagine positiva dell'azienda.

La comunicazione finanziaria è invece "ogni tipo di informazione, diretta all'esterno, suscettibile di influenzare in modo diretto, se pure in misure molto varie, il prezzo delle azioni; e più in generale di aggiornare le conoscenze disponibili in ordine alle caratteristiche attuali e prospettive dei titoli emessi dalle società"³ ed è considerata

¹ Cfr. CODA V., *La comunicazione economica nella strategia aziendale*, in CESAD, *La comunicazione economica: valore aziendale o sociale*, Atti del convegno organizzato dal CESAD il 20 giugno 1988, Milano, Egea, 1989, pag. 8. Il tema della comunicazione economico-finanziaria è stato affrontato in letteratura da diversi autori, tra i quali GOLFETTO (1993) definisce la comunicazione economico-finanziaria "l'insieme delle informazioni che la direzione trasmette a vari ordini di interlocutori, in relazione all'evoluzione dell'assetto reddituale, finanziario e patrimoniale dell'impresa". Si veda GOLFETTO F., *Comunicazione e comportamenti comunicativi. Una questione di coerenza per l'impresa*, Milano, Egea, 1993, pag. 119. Un'ulteriore definizione è stata data da CORVI (2007) che definisce la comunicazione economico-finanziaria come "il complesso delle comunicazioni effettuate attraverso qualsiasi canale di diffusione dalla direzione aziendale alle varie classi di interesse in essa convergenti sull'evoluzione dell'assetto reddituale, finanziario e patrimoniale dell'impresa". Si veda CORVI E., *La comunicazione aziendale: obiettivi, tecniche, strumenti*, Milano, Egea, 2007, pag. 149.

² CODA V., *op. cit.*, 1989, pag. 10.

³ GUATRI L., MASSARI M., *La diffusione del valore*, Milano, Egea, 1992, pag. 60.

“quella parte dell’informativa societaria che si esprime attraverso prospetti di carattere economico-finanziario e che trova in diverse forme di bilanci e di rendiconti la sua espressione più tipica”⁴. Pertanto la comunicazione finanziaria, sia essa a contenuto economico o meno, è uno strumento di dialogo con il mercato dei capitali e con il quale l’impresa è chiamata a negoziare rischi. Diventa fondamentale perciò la capacità di quest’ultima di fronteggiare e comunicare con l’ambiente circostante in un approccio di comunicazione top-down, ovvero dall’impresa al mercato, ma anche bottom-up, ossia dal mercato all’impresa. Il processo di comunicazione finanziaria si può così descrivere: l’impresa sceglie di condividere il rischio con altri soggetti e trasmette messaggi verso il mercato dei capitali. In questo contesto il compito della comunicazione finanziaria diventa quello di agevolare l’individuazione da parte degli investitori delle aree di rischio che l’impresa stessa chiede di condividere. Il circuito si chiude con una valutazione del rischio d’impresa da parte del mercato dei capitali che comunica il proprio consenso o meno alle scelte di governo e di gestione di impresa.⁵

Un ulteriore approfondimento meritano anche i termini di comunicazione e informazione poiché talvolta vengono sovrapposti concetti di quest’ultimi che, invece, dovrebbero esser tenuti distinti. A tal proposito, avendo già spiegato e in mente il concetto di comunicazione, definiamo invece l’informativa (o informazione) societaria “come il complesso delle comunicazioni effettuate attraverso qualsiasi canale di diffusione dagli organi di una società per azioni (o da chi comunque può esercitare un influsso rilevante sulle scelte di gestione di tale società) alle varie classi di interesse in essa convergenti (siano destinate alla totalità oppure solo una parte di esse) e aventi oggetto singole operazioni di gestione oppure tutte le operazioni poste in essere in un determinato periodo”.⁶ Più precisamente l’informativa finanziaria riguarda tutta quella parte di informazione societaria che si esprime attraverso prospetti di carattere economico-finanziario e che trova in diverse forme di bilancio e di rendiconti la sua espressione più tipica. Dalle definizioni date si può affermare che il concetto di

⁴ Cfr MARASCO V., *L’informazione finanziaria delle società. Bilanci – Prospetti informativi – Relazioni infrannuali – Controlli CONSOB – Certificazione*, Milano, Ipsoa Informatica, 1988, pag. 18.

⁵ BERTINETTI G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Milano, Egea, 1996, pag. 50.

⁶ BELCREDI M., *Economia dell’informazione societaria*, Torino, Utet Libreria, 1993, pag. 7.

comunicazione è più ampio e complesso di quello di informazione in quanto assume importanza l'intero processo di trasmissione del messaggio e non soltanto il contenuto dello stesso.⁷ Il concetto di comunicazione fa riferimento anche alla trasmissione di valori e non solo a dati standardizzati mentre l'informativa societaria attiene agli obblighi normativi di trasmettere all'esterno dati e notizie riguardanti l'azienda. Non vi è una differenza significativa tra comunicazione economica e informazione societaria, quest'ultima risulta essere nient'altro che l'informazione economica riferita ad una particolare fattispecie di azienda, dove l'informazione pone attenzione sui contenuti e trova giustificazione nell'origine degli obblighi informativi.

1.2 Evoluzione e ruolo della comunicazione economico-finanziaria

Prima di esplicitare le implicazioni e i contenuti della comunicazione economico-finanziaria, è opportuno cercare di evidenziare le ragioni che hanno portato nel tempo a dare importanza a tale forma comunicativa. La rilevanza di tale tema all'interno delle problematiche aziendali è alquanto recente, infatti, fino agli anni 70' parlare di informativa economico-finanziaria volta alla divulgazione di particolari notizie verso i dipendenti e gli interlocutori esterni appariva come una violazione del principio della riservatezza aziendale. Unico termine di riferimento che indagasse in questa direzione risultava essere il bilancio destinato a pubblicazione che oltre ad essere uno strumento prettamente tecnico, era anche soggetto ad ampi margini di discrezionalità da parte dei redattori. Ciò per motivi imputabili alla presunta segretezza che doveva ricoprire determinate notizie sia a causa di vuoti legislativi che lo rendevano un documento spesso privo di quelle necessarie doti informative per coloro che cercavano informazioni che andassero al di là dei semplici dati aggregati.⁸ Solamente dagli anni 80' in poi le aziende hanno iniziato a sentire la necessità di organizzare e gestire le relazioni tra le varie categorie di soggetti coinvolti nell'attività di impresa. Tale esigenza è nata con l'evoluzione del contesto ambientale di quegli anni, caratterizzato

⁷ BERTINETTI G., *op. cit.*, 1996, pag. 29.

⁸ CORVI E., *Immagine e trasparenza nella gestione dell'impresa*, Utet Libreria, Torino, 1994, pag. 85.

da maggiore dimensioni e pressione competitiva delle aziende, dovuta al rapido ritmo dell'innovazione delle tecnologie e alla caduta di numerose barriere doganali sia di natura commerciale che tecnica. Di fronte a un tale ambiente, in continuo mutamento, diventava fondamentale per le imprese interagire con l'esterno e per questo motivo negli anni 90' si è affermata, tanto nel mondo economico che in quello accademico, una comunicazione economico-finanziaria del tutto autonoma e non più trattata in modo marginale. Ciò nonostante le imprese limitavano l'azione informativa a un rispetto puramente formale delle norme obbligatorie in materia di comunicazione per adeguarsi e per non perdere vantaggio competitivo. Dall'inizio degli anni 90' ad oggi gli scenari sono molto cambiati, non vi sono soltanto prodotti da difendere attraverso strategie di comunicazione come in passato ma spesso la sopravvivenza delle imprese stesse. A partire dalla fine degli anni 90' si sono susseguite numerose crisi finanziarie: ne è un esempio il Long Term Capital Management (LTCM), un hedge fund, che in pieni anni novanta fece enormi profitti per quattro anni, prima di collassare improvvisamente nel 1998. Successivamente, l'inizio del 2000 si è caratterizzato per il fallimento di numerose imprese di internet dovuto alla bolla speculativa della new economy che portò quest'ultima a una vera e propria recessione. Nel 2003 è la volta dello scandalo Parmalat ed infine l'attuale crisi economica che interessa l'intera economia mondiale. Quest'ultima, in particolar modo, è scaturita a fine del 2007 dal settore dei mutui subprime, si è diffusa nei mercati mondiali per mezzo dei prodotti finanziari ad essi correlati ed è esplosa nel settembre del 2008 quando le autorità statunitensi hanno deciso di lasciar fallire la Lehman Brothers.⁹ La decisione ha originato immediatamente preoccupazioni sullo stato di salute delle banche d'affari, ne è emerso un quadro di mancanza di trasparenza informativa.¹⁰ Le difficoltà manifestate da altre istituzioni finanziarie negli Stati Uniti e in Europa hanno ampliato portata e percezione del fenomeno. La situazione così descritta ha maturato il convincimento che non si trattasse di una semplice bolla speculativa bensì di una vera e propria ipotesi di recessione. A tal proposito si può affermare che la comunicazione finanziaria dovrebbe avere un ruolo fondamentale nell'assicurare l'efficiente funzionamento dei mercati dei capitali

⁹ Per approfondimento sulla crisi economica si rimanda al capitolo terzo.

¹⁰ VACIAGO G., *Crisi dei mercati finanziari e scarsa informazione*, "Il Mulino", n.433, vol. 5, 2007, pag. 824 ss.

attraverso l’allocazione delle risorse e del rischio ma con la crisi economica in tal senso si è registrato un vero fallimento.¹¹ Tra le varie motivazioni di tale situazione si riscontra l’opportunismo manageriale, tendente a comportamenti orientati a generare remunerazioni eccessive a discapito della massimizzazione di valore per gli stakeholder.¹² Inoltre, si riscontra una comunicazione esterna incompleta e sommaria oltre che una mancanza di adeguata trasparenza informativa.¹³ Tutto questo insieme alla situazione economica più volatile, più incerta, sempre più complessa e strutturalmente diversa ha portato ad una crisi di fiducia generale.¹⁴ In tale contesto la comunicazione economico-finanziaria dovrebbe esser un elemento determinante per chiarire il cambiamento in atto e far riacquisire la credibilità delle aziende. Non è quindi più sufficiente per le imprese “saper fare” ma occorre far conoscere le proprie capacità (“farlo sapere”), far apprezzare le proprie competenze distintive, sviluppando un alto livello di credibilità nei propri confronti.¹⁵ Quest’ultima ha un forte impatto sulla percezione della crisi: una bassa credibilità porta, infatti, ad una percezione di crisi più ampia e grave. Viceversa, è stato dimostrato, come un’ampia comunicazione da parte delle imprese, una disponibilità a fornire informazioni e un’apertura al dialogo di quest’ultime possa far diminuire la percezione della situazione di crisi da parte dei vari stakeholder.¹⁶ Il mercato pertanto, in tale situazione di recessione economica, ha bisogno di fiducia e a tal fine l’impresa deve comunicare in modo trasparente per conseguire credibilità, legittimazione ed apprezzamento. A questo proposito occorre ricordare che, nel momento in cui si presenta al mercato finanziario, l’impresa offre un

¹¹ FORTUNA F., *Crisi finanziaria, management e comunicazione esterna dell’impresa: alcune considerazioni*, “Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale”, n. 9/10, 2009, pag. 517.

¹² Sul tema dell’opportunismo manageriale e alle asimmetrie informative si rimanda al capitolo secondo.

¹³ FORTUNA F., *op. cit.*, 2007, pag. 518.

¹⁴ Per un approfondimento si veda la ricerca condotta da IBM Institute for Business Value e IBM Strategy & Change, *Valorizzare la complessità, risultati del Global Chief Executive Officer Study* condotta tra settembre 2009 e gennaio 2010 a 1541 CEO rappresentanti aziende di tutte le dimensioni in sessanta paesi e trentatré settori di attività, pubblicata nel sito www.ibm.com/capitalizingoncomplexity.

¹⁵ CORVI E., FIOCCA R., *Comunicazione e valore nelle relazioni d’impresa*, Milano, Egea, 1996, pag. 13.

¹⁶ SOLIDORO A., *Comunicare durante la crisi: forum e blog come strumenti di gestione delle relazioni*, “Sviluppo e Organizzazione”, n. 230, 2008, pag. 70.

servizio che viene percepito ad alto rischio in quanto prevede lo scambio di una prestazione certa con una o più prestazioni che avverranno in futuro e quindi di incerta realizzazione.¹⁷

Nell'attuale situazione di crisi il rischio percepito è maggiore per la mancanza di fiducia dovuta alla generale situazione di incertezza che caratterizza le attività economiche. In tale contesto è indispensabile per le imprese creare e consolidare un rapporto fiduciario con l'investitore e più in generale con i diversi stakeholder. Questo richiede un'elevata intensità di rapporti diretti e indiretti e la capacità delle imprese stesse di instaurare relazioni continuative nel tempo al fine di rendere partecipi tutti i portatori di interesse, anche se indirettamente, all'attività d'impresa.

La comunicazione, in quest'ottica, è lo strumento fondamentale che enfatizza questi aspetti. Il conseguimento di tale obiettivo rende particolarmente rilevante la necessità di assicurare una chiara e puntuale illustrazione della situazione reddituale, economica e finanziaria dell'impresa, nonché di esplicitare le tendenze riferibili all'economia, al settore di appartenenza dell'impresa e alle proiezioni riguardanti i possibili risultati della medesima. Le finalità perseguite dalle imprese nel comunicare questo tipo di informazioni sono: da una parte, cercare di instaurare un rapporto continuativo e qualificato con gli investitori¹⁸ ed assicurare la diffusione del valore, dall'altra ottenere un'credibilità strategica e operativa. Per quanto riguarda il primo punto, il fenomeno della diffusione del valore¹⁹ interessa in primo luogo gli investitori finanziari che valutano la performance di lungo periodo dell'impresa sulla base del rendimento globale

¹⁷ Il rischio può essere analizzato sotto diverse angolature, può essere inteso come rischio di insolvenza del debitore o rischio associato alle condizioni di mercato e consiste in perdite in conto capitale dovute all'esigenza di liquidare anticipatamente l'investimento, in modificazione dei tassi di interesse. Queste sono solo alcune nozioni di rischio. In altri termini quanto più alti sono i costi e incerti i benefici, tanto più elevata è la percezione del rischio per l'acquirente. Il rischio percepito è però determinato anche da fattori psicologici, oltre che economici, come le considerazioni formulate soggettivamente in ordine alla convenienza o al dimensionamento del proprio portafoglio finanziario.

¹⁸ Con il termine investitori si intendono tutti coloro che finanziano o potrebbero finanziare l'attività d'impresa sia sotto forma di capitale di credito (creditori finanziari) sia con una partecipazione al capitale di rischio (azionisti) e pertanto banche, fondi di investimento, gestori patrimoniali (cioè tutti coloro che di fatto canalizzano il risparmio privato verso le imprese) ma anche i singoli risparmiatori.

¹⁹ Per approfondimenti sul processo di diffusione del valore e sulla teoria di creazione del valore si veda: GUATRI L., MASSARI M., *op. cit.*, 1992; GUATRI L., *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Milano, Egea, 1991.

dei titoli azionari. Pertanto le imprese devono cercare di trasferire il maggior valore creato sui prezzi di mercato dei propri titoli. In questo processo gioca un ruolo fondamentale la comunicazione in quanto permette di rendere noti al mercato i risultati e i programmi dell'azienda e diventa un mezzo efficace di diffusione del valore. Oltre la diffusione del valore e la raccolta dei capitali non va dimenticato il secondo obiettivo della comunicazione economico-finanziaria molto importante in questo contesto di crisi economico-finanziaria, ovvero quello di raggiungere credibilità operativa e strategica. Infatti, l'impresa ha bisogno di comunicare per conseguire credibilità strategica e reddituale, fiducia, legittimazione e apprezzamento affettivo. Tali finalità costituiscono i presupposti per il mantenimento e lo sviluppo delle relazioni tra azienda e ambiente e il miglioramento dell'immagine dell'impresa stessa in termini di fiducia e affidabilità.²⁰ A tal fine il pubblico di riferimento è molto più vasto e comprende tutti gli stakeholder: banche, finanziatori, dipendenti, clienti, fornitori, potenziali partner e tutti coloro che sono interessati all'azienda.

Riassumendo quello che abbiamo visto, possiamo dire che la crisi produce un rilevante atteggiamento critico, una maggiore sfiducia nelle attività delle imprese da parte dei vari stakeholder e un più intenso rischio da parte degli investitori nell'impegnare capitali nell'impresa. Quest'ultime dovrebbero, pertanto, investire nella comunicazione economico-finanziaria per suscitare fiducia influenzando sulle opinioni e sugli atteggiamenti che danno contenuto all'immagine aziendale e agendo sulle aspettative delle richieste dei vari stakeholder. In questo contesto di crisi di fiducia, le imprese che attuano una corretta comunicazione potrebbero generare comprensione, consenso, supporto e, una volta superato il momento critico, potrebbe trasformarsi in un positivo amplificatore d'immagine.

1.3 La comunicazione interna ed esterna

Prima di passare ad analizzare in modo approfondito le teorie dell'informativa societaria nell'attuale contesto economico di crisi è bene soffermarsi sulle caratteristiche,

²⁰ CORVI E., *op. cit.*, 2007, pag. 18.

classificazioni e nozioni generali della comunicazione per comprendere meglio il suo processo. Una prima articolazione più elementare dell'informativa comprende quella della comunicazione interna e quella esterna. La distinzione si fonda sulla collocazione, rispetto alla posizione dell'azienda, dei rispettivi soggetti di riferimento. Funzione della comunicazione interna è la realizzazione di relazioni di complementarità tra gli individui che nell'impresa prestano il proprio lavoro, al fine di massimizzare l'efficienza del complesso aziendale. La comunicazione può essere quindi intesa come un elemento strumentale per ricondurre ad unità l'agire della molteplicità di soggetti che operano nell'impresa e ne determinano l'evoluzione.²¹ In questo senso, la disclosure è una condizione fondamentale nel determinare le competenze distintive, i punti di forza, il "saper fare" dell'impresa in quanto favorisce la diffusione, l'elaborazione, la sedimentazione nell'ambito organizzativo delle capacità e delle competenze distintive. Allo stesso tempo, in un ambiente sempre in continuo cambiamento, diventa un veicolo per stimolare nuove trasformazioni. Ciò può avvenire con proposte migliorative delle attività attraverso lo scambio di competenze ed esperienze maturate dai singoli oppure attraverso l'apporto degli stessi di nuove tendenze future attingendo da informazioni provenienti da sistemi esterni. Il percorso della comunicazione interna assume così la caratteristica di circolarità e diviene, attraverso le informazioni raccolte dall'esterno, veicolo della conoscenza e quindi strumento di vita dell'impresa.²² È utile comprendere anche quali sono le classi d'interesse interne e la loro funzione nell'attività economica ed informativa. I soggetti interni comprendono: azionisti e prestatori di lavoro.²³ Gli azionisti sono suddivisibili a seconda che: detengano un pacchetto che permetta loro di esercitare, da soli o insieme ad altri soci, un'influenza determinante sulle decisioni dell'assemblea; detengano, da soli o in unione ad altri soci, una quota di minoranza di proporzioni rilevanti e si interessano alla vita societaria; posseggono solo una quota percentuale irrisoria delle azioni o si disinteressano alla vicende della società. I prestatori di lavoro, invece, possono essere classificati in manager e lavoratori con

²¹ BERTINETTI G, *op. cit.*, 1996, pag. 11.

²² BERTINETTI, *op. cit.*, 1996, pag. 14.

²³ La classificazione proposta tra classi d'interesse esterne ed interne fa riferimento al lavoro di BELCREDI, *op. cit.*, 1993, pag. 148. La distinzione non è l'unica possibile e talvolta i soggetti possono collocarsi in posizioni intermedie e la linea di separazione diviene sottile e di difficile interpretazione.

mansioni esecutive. Il management e gli azionisti di comando hanno un ruolo particolarmente importante: si tratta infatti di figure che hanno il potere di determinare le strategie aziendali e di controllarne la progressiva attuazione. Essi necessitano di dettagliate informazioni circa il funzionamento dell'azienda e l'ambiente in cui essa opera e sono i soggetti maggiormente impegnati nella produzione di informazioni sulla società. La loro posizione non è tuttavia equiparabile: i manager possono avere informazioni privilegiate per il fatto di avere il governo delle strategie aziendali ed essere la fonte principale di informazioni per tutti e questo può creare una naturale asimmetria informativa tra gli azionisti e i manager stessi.²⁴ Per quanto riguarda gli altri soggetti possiamo dire che sono fruitori, in misura maggiore o minore, delle informazioni prodotte dai manager e/o soci di comando. Ciò non esclude che ognuno di essi elabori in maniera personale le informazioni ricevute, integrandole con altre di cui sia autonomamente giunto in possesso. Per quanto concerne gli azionisti non di comando possono avere bisogni informativi assai differenziati in base alla loro partecipazione alle vicende societarie, ma in generale sono comunque tutti interessati ad avere informazioni sull'operato di chi governa l'azienda. I lavoratori invece hanno esigenza di conoscere la situazione economica e finanziaria per richieste riguardanti la contrattazione collettiva oltre che informazioni attinenti la stabilità dei posti di lavoro e la fedeltà dei datori di lavoro ai contratti siglati.

Ci siamo concentrati fin qui sulla comunicazione interna e sul ruolo delle classi d'interesse interne. C'è da ricordare, però, che l'impresa è anche un sistema aperto e come tale entra in contatto con molteplici altri sistemi, di natura economica e non, con i quali deve interagire per approvvigionarsi i fattori necessari allo svolgimento della propria attività e collocare l'output del processo produttivo. A tal fine è fondamentale quindi la comunicazione esterna con la quale l'azienda si rivolge all'esterno con notizie, fatti che si propongono di incidere positivamente sulla risposta attesa dell'ambiente nei confronti dell'impresa stessa. Per ottenere ciò è necessario che vi sia coerenza tra la strategia aziendale e l'esigenze dell'ambiente. Per quantificare tale coerenza si può far riferimento a due modalità: quella della notorietà e quella dell'immagine. La prima

²⁴ Ad eccezione delle public companies ad azionario polverizzato dove il capitale è suddiviso tra moltissimi azionisti o dove la figura del manager e dell'azionista siano costituite dalle stesse persone. Per approfondimenti sulle asimmetrie informative e la teoria dell'agenzia si rimanda al capitolo terzo.

riguarda il numero di soggetti a conoscenza dell'esistenza dell'impresa e dei suoi prodotti. Si riferisce ad una misura quantitativa ed è possibile quando il messaggio è facilmente comprensibile e destinato ad una domanda omogenea e indifferenziata. Il metodo dell'immagine riguarda invece l'apprezzamento qualitativo dell'impresa e dei suoi prodotti. In quest'ottica l'impresa comunica per ottenere fiducia, credibilità e ottenere consenso presso gli interlocutori esterni e presuppone una comunicazione differenziata dovuta all'estrema articolazione e numerosità dei soggetti esterni. Risulta evidente, quindi, che l'azienda adotterà l'approccio della notorietà o dell'immagine in base al grado di omogeneità dei destinatari. Al crescere della complessità ambientale tenderà ad orientarsi verso l'approccio dell'immagine. Ciò non toglie che l'organizzazione possa adottare entrambe le tipologie, così da sfruttare la notorietà come amplificatore d'immagine e viceversa. Come per la comunicazione interna, anche per quella esterna è utile soffermarci sulle classi d'interesse e comprendere il loro ruolo e le loro esigenze di informazione. Numerose sono le diverse categorie di stakeholder dell'informativa esterna e comprendono: clienti (interessati alla qualità dei beni o servizi forniti), fornitori (necessitano di informazioni inerenti la solvibilità dell'impresa), investitori, banche e altri intermediari finanziari (finanziatori), pubbliche autorità (Stato), collettività e altri soggetti. Tra questi meritano un approfondimento i finanziatori e gli investitori. I primi sono rappresentati da banche e altri intermediari finanziari e necessitano di informazioni per stimare la probabilità che l'impresa rimborsi loro il capitale e gli interessi. Riguardo gli investitori, invece, si può affermare che hanno una composizione molto variegata e le attese di conoscenza non sono le medesime per tutti.²⁵ Devono essere considerati distintamente dagli azionisti: gli investitori possono infatti essere azionisti potenziali dell'impresa oltre che attuali detentori di titoli o possono essere anche apportatori di capitale a titolo di credito (ad es. detentori attuali e potenziali di obbligazioni). La classificazione proposta non è l'unica possibile ed è necessario evidenziare che i vari stakeholder sono portatori di interessi e di attese nei confronti della società solo in parte convergenti. La società non potrà soddisfarle tutte contemporaneamente e in egual misura ed in ogni momento è possibile,

²⁵ Esse possono variare a seconda che si tratti di persone fisiche o di investitori istituzionali, di investitori già in possesso di informazioni privilegiate o di sofisticate metodologie di analisi o piccoli risparmiatori, ecc.

pertanto, che una certa coalizione di interessi riesca a far prevalere le proprie attese su quelle delle altre. In tale contesto, l'impresa dovrà generare flussi informativi differenti per dimensione, frequenza e dettaglio in base alla molteplicità di esigenze degli interlocutori.

1.4 Informativa obbligatoria e informativa volontaria

Le informazioni economico-finanziarie possono essere divulgate dall'azienda per la necessità di rispettare obblighi normativi e regolamentari oppure per volontà dell'impresa stessa nel caso non siano oggetto dell'informativa obbligatoria. La differenza tra comunicazione obbligatoria e volontaria attiene la quantità delle informazioni che il management delle società (ed in particolare di quelle quotate) decide di mettere in comune con gli investitori. Per obbligo normativo le imprese devono infatti comunicare al mercato finanziario e al pubblico un minimo informativo che consenta agli investitori, o più in generale agli stakeholder, di avere notizie sugli andamenti societari per poter svolgere i loro giudizi di convenienza. Le aziende possono inoltre comunicare, in aggiunta a quelle obbligatorie, ulteriori informazioni che costituiscono la cosiddetta informativa volontaria.

1.4.1 La comunicazione obbligatoria

La comunicazione di dati economico-finanziari obbligatori per l'azienda sono finalizzati a ridurre le asimmetrie informative esistenti nel rapporto con gli investitori, e più in generale con tutti gli stakeholder, e consentire a quest'ultimi di avere gli elementi necessari per poter prendere le proprie decisioni di investimento o altro tipo.

Si può cercare di spiegare i vari motivi che portano all'esistenza di tali obblighi informativi da parte delle aziende. Una prima giustificazione consiste nel fatto che la produzione interna delle aziende di informazioni sulla loro gestione costa meno di una produzione compiuta da soggetti esterni. Quest'ultimi infatti avranno difficoltà ad accedere a dati completi sugli andamenti societari ed interpretare le reali intenzioni del management. Ciò implica che l'emanazione imposta dalle aziende in merito ai propri

andamenti comporta un beneficio per l'intera comunità, quali minori costi sostenuti rispetto alle altre ipotesi di produzione affidata ad altri soggetti.²⁶ Possedere informazioni a minori costi favorisce inoltre l'esistenza di informativa derivata, con effetto di moltiplicatore a vantaggio del mercato nel suo complesso.²⁷

Ulteriore motivo degli obblighi informativi riguarda l'esistenza di imperfezioni nel funzionamento del mercato, per cui le aziende non producono e trasmettono un efficiente livello di dati per le scelte di investimento. C'è dunque una sottoproduzione di informazioni sull'andamento aziendale rispetto all'ipotesi di equilibrio. In tale situazione, essendo quest'ultima un bene pubblico dotata di valore sociale, si dovrebbe renderla pubblica per ovviare a queste imperfezioni di mercato.²⁸

Ma anche nel caso in cui l'informazione non possedesse un valore sociale ma solo tanti valori privati quanti sono i potenziali utenti, renderla obbligatoria ridurrebbe i notevoli costi di negoziazione derivanti dal soddisfacimento delle richieste degli utenti.²⁹ Inoltre, gli obblighi normativi impongono alle aziende di divulgare anche le informazioni con prospettive reddituali inferiori alla media, in modo da garantire una maggior efficienza allocativa per l'intero mercato dei capitali.³⁰ Allo stesso tempo, un ampliamento degli obblighi riduce i margini per abusare di informazioni riservate che alcuni soggetti operanti entro l'azienda potrebbero esercitare in chiave opportunistica.³¹ Quest'ultimo comportamento, sebbene presenti alcuni vantaggi in termini di efficienza informativa per l'intero mercato finanziario in quanto consente il trasferimento nei prezzi di alcune informazioni sconosciute fino a quel momento, presenta alcuni limiti nell'efficienza allocativa (il trasferimento nei prezzi dei titoli avviene lentamente) oltre a presentare un

²⁶ BERTINETTI G., *op. cit.*, 1996, pag. 77 ss.

²⁷ QUAGLI A., *Comunicare il futuro*, Milano, Franco Angeli, 2004, pag. 44.

²⁸ BELCREDI M., *op. cit.*, 1993, pag. 12 ss.

²⁹ L'informazione che non è più priva di costo e non è necessariamente un bene pubblico può assumere valenza privata nel momento in cui si ammetta che ci siano individui meglio informati e tale vantaggio è dovuto dalle risorse da essi investite nello sviluppo delle proprie conoscenze.

³⁰ BELCREDI M., *op. cit.*, 1993, pag. 20.

³¹ Gli insider societari sono soggetti che, in virtù della posizione da essi ricoperta in azienda, riescono ad entrare in possesso monopolistico di determinate informazioni riservate prima che esse possano arrivare agli analisti più avveduti.

profilo eticamente molto discutibile.³² Infine, l'informazione dovuta assolve anche ad un'altra importante funzione, quella di rendere credibili le informazioni stesse. Questo grazie ai meccanismi di controllo e sanzione volti a garantire la veridicità delle informazioni stesse.³³

Da quanto detto si potrebbe desumere che rendere obbligatorie il maggior numero di informazioni possibili porti ad un vantaggio per l'intero mercato. In realtà l'informazione dovuta comporta per l'azienda dei costi legati alla produzione, alla diffusione e alle potenziali conseguenze negative della stessa. I costi possono essere classificati, secondo l'autore Di Stefano, in quattro categorie:³⁴ costi operativi diretti, connessi alla produzione in senso fisico dei supporti (stampa, spedizione, ecc..) delle informazioni; costi politici, connessi alle reazioni, non necessariamente favorevoli e collegati all'incremento di litigiosità (*litigation cost*), delle classi d'interesse interne ed esterne; costi di posizione competitiva, legati a informazioni sull'azienda a disposizione dei concorrenti della stessa; costi operativi indiretti, connessi all'adozione di strategie sub-ottimali in seguito alla diffusione di informazioni³⁵. Oltre i costi citati è da tenere in considerazione il fatto che una più intensa frequenza di informazioni potrebbe incrementare la volatilità dei titoli con conseguente innalzamento della rischiosità per gli investitori e relativi aumenti del costo del capitale. Infine, un incremento quantitativo potrebbe provocare un sovraccarico informativo e rendere così più difficile per gli investitori distinguere le informazioni più rilevanti da quelle meno significative.³⁶

³² BERTINETTI G, *op. cit.*, 1996, pag. 88.

³³ Il sistema dei controlli varia da paese a paese ma principalmente prevede un controllo affidato a professionisti esterni (revisori contabili), a soggetti pubblici (società di gestione del mercato, commissioni per il controllo della borsa) e un controllo eccezionale in alcuni casi da parte dell'autorità giudiziaria.

³⁴ DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Milano, Giuffrè, 1990, pag. 105 ss. Per un approfondimento si veda il paragrafo 1.4.3.

³⁵ Per esempio enfasi sui risultati di breve periodo anche a scapito di quelli di lungo termine, perseguimento di determinate politiche che portano ad uno spreco di risorse.

³⁶ Al riguardo alcuni autori ritengono che un elevata soglia informativa obbligatoria (per quantità e frequenza) può portare benefici al mercato in termini di efficienza informativa sotto determinate condizioni, quali la presenza di operatori dotati di buone capacità interpretative che riescano a trasferire nei prezzi le nuove informazioni e che ai movimenti iniziali di tali prezzi corrisponda un seguito anche degli operatori meno informati. Per approfondimenti si veda BERTINETTI G., *op. cit.*, 1996 e BIANCHI

A tal proposito è quindi opportuno sottolineare come l'aumento dell'informativa obbligatoria deve avvenire sempre con un'attenta analisi costi-benefici al fine di migliorare il funzionamento del mercato senza penalizzare l'azienda chiamata a rispettare le regole. L'informativa dovuta deve rappresentare un minimo comune conoscitivo a disposizione del mercato per evitare alcune inefficienze di quest'ultimo e la quantità, il tipo e la frequenza di informazioni deve essere valutata con riferimento alle specifiche circostanze aziendali.

1.4.2 Tipologie di informazioni obbligatorie e modalità di diffusione

L'informativa obbligatoria delle società quotate si distingue in base alla ricorrenza temporale della stessa. Si suddivide in obblighi informativi iniziali, periodici ed episodici. Per quanto riguarda l'informativa iniziale la società deve pubblicare un prospetto informativo per l'ammissione alla quotazione dei titoli. Tale prospetto deve fornire una visione complessiva sul titolo emesso e le modalità di determinazione del prezzo iniziale ed inoltre deve contenere informazioni riguardanti la struttura della società stessa (management, assetti proprietari, composizione patrimonio) e dell'andamento gestionale passato e prospettico.³⁷ L'informativa periodica invece si compone del bilancio di esercizio e del bilancio consolidato, quest'ultimo qualora la società sia a capo di un gruppo societario. Inoltre per le imprese quotate esiste l'obbligo di redigere e diffondere al pubblico anche una relazione semestrale³⁸ e trimestrale³⁹. L'informativa episodica invece si divide in tipica e non tipica, nella prima tipologia rientrano tutte le informazioni obbligatorie riguardanti le operazioni straordinarie disciplinate dal Regolamento Emittenti Consob tra cui:

L., *Il parere dei giuristi*, in Di Martino S., "Investor relations, corporate governance e valore di impresa", Milano, Egea, 1992.

³⁷ La pubblicazione del prospetto è imposta dagli artt. 94 e 113 del D.lgs. 58/1998 (Testo Unico della Intermediazione Finanziaria o Tuf), in relazione ai quali la Consob ha fornito una più dettagliata disciplina nell'art. 51 del Regolamento Emittenti.

³⁸ Art. 2428 codice civile e art. 81 Regolamento Emittenti della Consob.

³⁹ Art. 82 Regolamento Emittenti della Consob.

- le fusioni e scissioni (art. 70 Regolamento Emittenti), per le quali deve essere resa pubblica la documentazione riguardante il progetto di fusione o scissione e relativa relazione degli amministratori, situazione patrimoniali delle società partecipanti e relazione degli esperti sulla congruità dei rapporti di cambio;
- gli aumenti di capitale mediante conferimento di beni in natura (art. 70 Regolamento Emittenti), per le quali deve essere resa pubblica la relazione di stima sulla congruità del valore attribuito al conferimento, la relazione degli amministratori ed il parere della società di revisione sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni;
- altre variazioni dell'atto costitutivo ed emissioni di obbligazioni (art. 72 Regolamento Emittenti), per le quali deve essere resa disponibile la relazione degli amministratori circa la modifica;
- aumento del capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione (art. 2441 cod. civ.), dove deve essere resa pubblica il parere della società di revisione sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni;
- operazioni di conversione di azioni di categoria in azioni di categoria diversa (art. 72 Regolamento Emittenti), dove è richiesto di rendere disponibile la relazione degli amministratori;
- acquisto e alienazione di azioni proprie (art. 73 Regolamento Emittenti), dove è necessario rendere disponibile la relazione degli amministratori;
- i provvedimenti ex art. 2446 del cod. civ. (riduzione capitale sociale per perdite), impone la diffusione delle relazioni degli amministratori e della situazione patrimoniale;
- le acquisizioni e le cessioni significative (art. 71 Regolamento Emittenti), dove vengono richieste la diffusione di informazioni riguardanti la situazione contabile societaria.⁴⁰

Per quanto concerne invece l'informativa episodica non tipica si fa riferimento a tutte le informazioni dovute che riguardano i cosiddetti fatti rilevanti. Questi ultimi sono

⁴⁰ Per le operazioni di acquisizione e cessione non si è in presenza di un automatico obbligo informativo, nasce tale condizione quando si verificano gli stessi requisiti di cui all'art. 66 Regolamento Emittenti. Devono essere quindi fatti rilevanti, price sensitive (è necessario valutare la loro rilevanza quantitativa, il loro impatto sul prezzo di mercato).

previsti dal Testo Unico dell' Intermediazione Finanziaria o Tuf⁴¹, il quale afferma che “gli emittenti quotati e i soggetti che li controllano informano il pubblico dei fatti che accadono nella loro sfera di attività e in quella delle società controllate, non di pubblico dominio e idonei se resi pubblici, a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari” affidando la regolamentazione di tali comunicati alla Consob.⁴²

Tale regola è volutamente indeterminata quanto a tipologie di operazioni. È sufficienti infatti che ricorrano congiuntamente tre condizioni affinché la società abbia l'obbligo di emettere tempestivamente un comunicato stampa nel quale devono essere forniti chiarimenti necessari. Tali condizioni sono: la scarsa conoscenza generalizzata (non di pubblico dominio) del fatto, la riconducibilità del fatto alla sfera operativa della società ed infine la significativa rilevanza probabile sui prezzi di borsa. Sono stati identificate nell'articolo sessantasei del Regolamento Emittenti alcune situazioni inerenti ad eventi *price sensitive*, ossia le indiscrezioni sui rendiconti annuali ed infrannuali se comunicate a soggetti esterni e l'approvazione da parte del consiglio di amministrazione dei progetti di tali rendiconti. Per quanto concerne i criteri di individuazione degli eventi *price sensitive*, la “Guida per l'informazione al mercato”⁴³ afferma in linea generale che possono riguardare tanto operazioni inerenti direttamente gli strumenti finanziari quotati (ad esempio conversione di azioni) quanto fatti che riguardano la gestione aziendale e che direttamente o indirettamente possono incidere sulla situazione patrimoniale, reddituale e finanziaria degli emittenti nonché sull'andamento dei loro affari. Tali fatti devono essere valutati caso per caso. Dovrà essere analizzato inoltre di volta in volta la rilevanza degli importi interessati (in termini di differenziale di grandezze economico-

⁴¹ Art. 114, comma 1, del D. Lgs. 58 del 24 febbraio 1998.

⁴² La commissione ha regolato tale fattispecie con l'art. 66 del Regolamento Emittenti Consob.

⁴³ La guida per l'informazione al mercato è stata pubblicata nel 2002 dal Forum Ref, associazione costituita tra aiaf (Associazione degli Analisti Finanziari Italiani), Assogestioni, Assonime, Borsa Italiana, Ref., tutti soggetti coinvolti nella comunicazione finanziaria dei mercati mobiliari. La guida riporta un elenco di fatti che normalmente, in funzione della loro natura e dimensione potrebbero configurarsi come rilevanti (*price sensitive*). Tra questi: ingresso o ritiro in un settore business; dimissione o nomina di consiglieri d'amministrazione; acquisto o alienazione di partecipazioni, di altre attività o di rami d'azienda; operazioni sul capitale o emissioni di warrant; emissione di obbligazioni o altri titoli di debito; perdite in misura tale da intaccare il patrimonio netto; operazione di fusione o scissione; operazioni sulle azioni proprie; cambiamenti del personale strategico della società; controversie legali; ecc.

finanziarie), la non ricorrenza dell'evento rispetto alla gestione passata, la rottura di continuità con la consolidata linea gestionale perseguita dalla società.⁴⁴

Oltre alla tipologia di informazioni dovute è interessante analizzare brevemente il processo di diffusione dell'informativa obbligatoria delle società quotate in quanto importante per il fine della pubblica conoscenza. L'obbligo informativo si ritiene assolto nel momento in cui la società rende disponibili i suoi dati con le modalità indicate nelle disposizioni normative. Per quanto attiene il bilancio di esercizio la normativa civilistica (art. 2435 cod. civ.), dispone che il bilancio ed i suoi allegati devono essere depositati entro trenta giorni dall'approvazione in assemblea presso l'ufficio del Registro delle Imprese. Inoltre, per le società quotate, vi sono le disposizioni contenute nel Regolamento Emittenti della Consob che stabilisce il deposito delle comunicazioni presso la sede sociale a cui poi ciascun soggetto interessato potrà avere accesso e il deposito presso la società di gestione del mercato mobiliare. Inoltre, per tutti i casi di informativa obbligatoria periodica e solo per alcune fattispecie dell'informativa obbligatoria episodica tipica⁴⁵ è previsto il deposito della documentazione suddetta tramite annuncio presso un quotidiano a diffusione nazionale. Per quanto riguarda i fatti rilevanti, i dati previsionali, obiettivi quantitativi e dati contabili di periodo oltre al deposito del documento presso la società di gestione del mercato si aggiunge la comunicazione obbligatoria ad almeno due agenzie di stampa, con lo scopo di accorciare i tempi di messa a disposizione del pubblico di tale informazione e di ampliare il numero di potenziali utenti. Infine, per quanto concerne il prospetto iniziale di quotazione il Regolamento Emittenti prevede che quest'ultimo sia consegnato gratuitamente a chiunque ne faccia richiesta insieme ai documenti contabili di informativa periodica emessi dopo la redazione dello stesso. Ciascuna di queste forme obbligatorie di divulgazione dell'informativa periodica presuppone da parte dell'investitore privato il sostenimento di alcuni costi di ricerca e reperimento dei dati, oltre ad un certo impegno di tempo. Non è detto perciò che l'informazione pubblicamente disponibile avvenga tramite consultazione delle comunicazioni

⁴⁴ Per approfondimenti sul contenuto dei rendiconti e sui documenti fin qui spiegati si veda VALENTINO P., *L'informativa volontaria*, Milano, Il Sole 24 Ore, 1999.

⁴⁵ Acquisizioni, cessioni significative, operazioni con parti correlate, conversione azioni di una categoria in azioni di altra categoria.

depositate nelle sedi. È più probabile che quest'ultima avvenga attraverso l'intervento di intermediari informativi, che svolgono il ruolo di propagatori delle informazioni (servizio che consente agli investitori risparmio di tempo rispetto ad una ricerca autonoma) e di elaboratori delle informazioni medesime.⁴⁶

1.4.3 La comunicazione volontaria: finalità e costi

Le società possono cercare di differenziarsi e farsi conoscere meglio dagli investitori fornendo informazioni volontarie. Quest'ultime sono tutte le informazioni non imposte da obblighi normativi. Rientrano tra queste per esempio il capitale intellettuale, la notorietà del marchio o la credibilità presso la clientela e riguardano aspetti determinanti ai fini competitivi per le aziende.

È importante concentrarsi sulle motivazioni che portano le società a divulgare una *disclosure* volontaria e tra queste una prima spiegazione riguarda l'esigenza del management di sviluppare una comunicazione di indirizzo verso gli stakeholder. Gli obblighi informativi infatti impongono regole sofisticate, un linguaggio eccessivamente tecnico ed una grande quantità di dettagli che rischia di far perdere di vista le questioni principali. Tendono inoltre ad uniformare la comunicazione delle diverse aziende, privando la singola società della possibilità di differenziarsi dalle altre. Questi caratteri dell'informativa obbligatoria ostacolano una comunicazione su contenuti liberi e funzionali di volta in volta al tipo di interlocutore a cui ci si vuole rivolgere. Conseguenza è l'esigenza per il management di ricorrere comunque ad un'informativa volontaria se vuole esercitare liberamente una comunicazione "di indirizzo".⁴⁷ Ulteriore motivo per cui le aziende forniscono informazioni volontarie riguarda la riduzione dell'asimmetria informativa tra quest'ultime e gli investitori. La minore rischiosità percepita dagli investitori e la riduzione delle asimmetrie informative tra quest'ultimi e l'azienda

⁴⁶ Un ruolo di questo tipo è svolto dalla Borsa Italiana S.p.a. che, sfruttando le potenzialità del canale internet, ha introdotto il Network Information System il quale fornisce un punto centrale di raccolta della documentazione obbligatoria. Anche la Consob, a partire dal 1993, ha iniziato a pubblicare nel proprio sito tale informazioni.

⁴⁷ L'indirizzo si può garantire anche solo con i documenti obbligatori, se questi comprendono tutti gli elementi informativi necessari per orientare il comportamento nel senso desiderato dal management e se l'interlocutore è preparato ed in grado di comprenderli.

consente di ridurre il costo del capitale⁴⁸ raccolto per la stessa. Con una maggiore comunicazione volontaria da parte della società infatti gli investitori hanno accesso ad un' informativa più ampia riducendo l'incertezza, il rischio di stima e di conseguenza il costo del capitale.⁴⁹ In questa prospettiva, le imprese che comunicano molte informazioni riguardanti la loro situazione economico-finanziaria riducono i costi per gli investitori e di conseguenza ottengono un costo del capitale inferiore rispetto alle aziende che offrono un' informativa meno ampia. La riduzione dell'asimmetria informativa dovuta ad un'estensiva comunicazione volontaria contribuisce inoltre ad aumentare la liquidità dei titoli azionari.⁵⁰ La spiegazione risiede nella creazione di fiducia negli investitori che il mercato del titolo in esame operi in modo trasparente, ovvero che le transazioni avvengano a prezzi equi, indipendentemente da chi le conduce.

Inoltre la *disclosure* volontaria consente, diffondendo ampie informazioni e usando canali di comunicazione aggiuntivi a quelli richiesti dalla legge, un ampliamento della platea di soggetti potenzialmente interessati all'azienda e quest'ultima ne trae il vantaggio di poter ricorrere ad una vasta base di investitori qualora ne avesse bisogno. Più in particolare una maggiore informativa volontaria tende a facilitare l'attrazione di investitori con orizzonti temporali di lungo periodo. Tale circostanza è facilmente spiegabile se pensiamo che un tale profilo di investimento richiede molta attenzione alle strategie aziendali, solitamente poco comunicate nella tradizionale informazione ai mercati centrata sulle performance finanziarie consuntive.⁵¹

Dal punto di vista dei manager aziendali, inoltre, una buona disclosure può avere un effetto positivo sulle posizioni individuali. I manager infatti che percepiscono compensi collegati all'andamento del titolo (per es. *stock option*) hanno più motivi per ricorrere alla comunicazione volontaria. In previsione della vendita delle proprie azioni i manager sono incentivati infatti a divulgare informazioni private per aumentare la liquidità del

⁴⁸ Si fa riferimento al costo del capitale di rischio, ovvero il minimo tasso di remunerazione richiesto dagli investitori azionari per fornire capitale all'azienda ed è dato dalla somma del tasso di interesse per investimenti privi di rischio e del premio per il rischio non diversificabile. ($r = r_f + \text{premio per il rischio}$).

⁴⁹ BERETTA S., *No news bad news*, Milano, Egea, 2007, pag. 8.

⁵⁰ BERETTA S., *op. cit.*, 2007, pag. 8.

⁵¹ QUAGLI A., *op. cit.*, 2004, pag. 63.

titolo, migliorare la valutazione del mercato incrementando la propria immagine e credibilità. Infine la maggiore informazione volontaria contribuisce spesso a rafforzare anche i flussi di informazione derivata (elaborati cioè da analisti finanziari, mass media, ecc.), attivando una specie di moltiplicatore informativo. Di fatto, un più agevole accesso alle informazioni da parte degli analisti finanziari ne riduce il costo di acquisizione e migliora la qualità delle previsioni e dei pareri divulgati. Si evidenzia, inoltre, come gli analisti privilegiano nelle loro attività di commento le imprese che sviluppano maggiore comunicazione.

A fronte di tali benefici non si può trascurare di considerare i vincoli che consistono nel sostenimento di costi che vanno a bilanciare i vantaggi precedentemente descritti. Prescindendo dai costi diretti di diffusione (ricerca ed elaborazione dei dati e relativa diffusione) esistono costi potenziali connessi ai rischi di dispersione del vantaggio competitivo e di litigiosità attivata da comportamenti opportunistici di taluni attori del sistema economico. Andandoli ad analizzare più approfonditamente si possono classificare in varie tipologie⁵². Una prima classificazione riguarda i costi competitivi, ovvero il potenziale svantaggio per l'azienda derivante dalla diffusione di informazioni importanti della gestione stessa ai concorrenti. Lo svantaggio dipende nel concreto dal tipo di informazione, dal grado di dettaglio e dalla tempestività della medesima. Per quanto riguarda il tipo di informazione, è evidente che i dati connessi alla gestione routinaria (per esempio l'efficienza degli impianti) sono meno interessanti per i concorrenti rispetto ai dati strategici (attività di ricerca, ampliamento capacità produttiva, ecc.). Ma anche in questo caso, se l'azienda fornisce un'informazione non eccessivamente dettagliata il potenziale svantaggio derivante dalla diffusione ai concorrenti potrebbe attenuarsi sensibilmente.

Un secondo tipo concerne i *bargaining cost*, ossia oneri determinati dall'incremento del potere contrattuale di clienti, fornitori e dipendenti di fronte a certe notizie (per esempio sapere che l'azienda è sprovvista di determinati fattori può fornire a quei fornitori un vantaggio notevole). Una tipologia specifica di *bargaining cost* è individuata nella perdita di potere e di credibilità dei manager aziendali a seguito della diffusione al

⁵² DI STEFANO G., *op. cit.*, 1990, pag. 105 ss.

mercato finanziario di informazioni di segno negativo. Vi sono poi i *litigation cost* o costi per contenzioso, cioè i costi per cause giudiziarie intentate da soggetti che si erano basati per le proprie decisioni (specie di investimento) su dati particolarmente favorevoli rilasciati dall'azienda ma poi rivelatisi infondati con conseguente insorgenza di perdite. La possibilità di imbattersi in tali oneri può avere due diversi effetti sulle decisioni relative all'informativa volontaria. Da un lato i manager possono estendere e migliorare la comunicazione finanziaria al fine di ridurre il rischio di procedimenti per disclosure inadeguata o intempestiva da parte degli investitori, soprattutto con riferimento alla divulgazione delle notizie negative (*bad news*) per evitare sopravvalutazioni da parte del mercato. Dall'altro lato, il timore di contenziosi può portare invece a ridurre l'informativa volontaria e in particolar modo la comunicazione dei dati relative alle prospettive future dell'azienda.

Un'ulteriore tipologia di costi sono quelli cosiddetti di continuità dell'informativa volontaria: quando un'azienda decide di diffondere delle informazioni su base volontaria, spesso prende tale decisione nei momenti in cui la gestione presenta tratti particolarmente positivi oppure quando è in procinto di varare aumenti di capitale. In futuro potrà però presentare dei periodi negativi, e l'azienda che ha optato per l'informativa volontaria difficilmente potrà mutare atteggiamento passando dalla massima disclosure ad una informativa carente. Gli stakeholder, ed il mercato finanziario in particolare, interpreterebbero il successivo riserbo in modo negativo penalizzando le relazioni con l'azienda (riduzione del corso dei titoli, inasprimento dei conflitti con sindacati, associazioni di consumatori, ecc.). L'azienda quindi deve tenere in considerazione che mantenere in futuro la stessa disclosure in presenza di andamenti negativi potrà comportare anche dei costi connessi a decisioni di riduzione del prestigio e dell'immagine societaria.

Infine un ulteriore problema rilevante per l'informazione volontaria consiste nella sua affidabilità per i soggetti esterni. La *voluntary disclosure* non è sottoposta a norme che ne disciplinino la forma, il contenuto e le sanzioni in caso di dati non attendibili. Inoltre, se la gamma delle informazioni fornite si accresce, ben difficilmente il singolo utente potrà disporre delle conoscenze necessarie per svolgere autonome procedure di verifica sulla validità dei parametri di misurazione utilizzati o sulla rilevanza di specifici indicatori. Al riguardo, la credibilità dell'azienda giocherà un ruolo determinante, nel

senso che quelle società che riscuotono già la fiducia degli stakeholder per aver adottato atteggiamenti corretti e scrupolosi nella diffusione di informazioni, probabilmente si troveranno avvantaggiate rispetto alle aziende meno note o caratterizzate in passato da errori nella divulgazione di informazioni.

Volendo tentare una sintesi di quanto esposto, la scelta del livello di comunicazione da adottare non solo implica difficili valutazioni costi-benefici ma risulta influenzata dal contesto ambientale in cui l'azienda opera e dai diversi meccanismi operativi attraverso i quali l'azienda viene governata e gestita. In generale possono considerarsi acquisiti alcuni benefici potenziali per le imprese che adottano comportamenti comunicativi improntati sull'ampliamento delle informazioni diffuse: un minor costo del capitale; una maggiore liquidità dei titoli azionari; una maggiore credibilità ed una migliore qualità delle relazioni con gli stakeholder (in particolar modo con gli investitori); una maggiore attenzione da parte degli analisti finanziari e una migliore qualità delle opinioni da questi espresse. Indirettamente l'intero sistema economico trae benefici attraverso una migliore e più efficiente allocazione dei capitali, una maggiore liquidità dei mercati finanziari, una maggiore propensione allo sviluppo di iniziative di investimento dovute a minor costi del capitale. Devono essere però considerati anche i costi competitivi, di contenzioso, di continuità dell'informativa volontaria nonché quelli diretti alla ricerca, all'elaborazione dei dati e loro diffusione. Conseguendo da queste considerazioni che l'azienda dovrà ogni volta impostare un giudizio di convenienza volto a controllare i costi e i benefici connessi alla diffusione di certi dati ed ai modi con quali compierla.

1.4.4 Rapporto tra informativa volontaria e obbligatoria

Ci sono circostanze nelle quali una distinzione tra informativa obbligatoria e volontaria non è affatto così evidente e semplice. Una prima situazione riguarda la diversa interpretazione fornita dalle aziende sul contenuto dell'obbligo informativo.

In alcuni casi, come per esempio nella relazione semestrale, gli obblighi posti a carico dell'azienda dalle disposizioni normative riguardano solo contenuti minimali, lasciando alla discrezionalità dei vertici aziendali la scelta dei dati di supporto e delle forme espositive ritenute più congrue. Per cui, adempiendo allo stesso obbligo, alcune società

forniscono una disclosure ampia ed esauriente, altre un'informativa minimale e non molto commentata.⁵³

Una seconda causa della difficile distinzione in questione dipende dalla relatività spaziale del contesto normativo, ovvero ci sono diverse società quotate su più mercati che possono essere obbligate su alcuni di questi a divulgare certe notizie che invece rappresentano solo informazioni volontarie per gli altri mercati nei quali è quotata.⁵⁴

Un'altra situazione di difficile separazione delle due tipologie è quella costituita dall'informazione volontaria reattiva, termine con il quale intendiamo quei flussi informativi che formalmente non consistono in adempimenti di obblighi normativi ma derivano dalla reazione a richieste, più o meno esplicite, provenienti dagli stakeholder. Spesso infatti l'azienda è sollecitata da organi di controllo, da grandi investitori e altri operatori professionali a rilasciare ulteriori informazioni rispetto a quelle fino a quel momento diffuse. Tali forme di comunicazione risultano come risposte a precise richieste di determinati stakeholder ed un comportamento evasivo sarebbe penalizzante per l'azienda stessa. Quindi in questi casi l'informativa può essere considerata dovuta anche se non prevista da obblighi di legge ma da pressioni degli stakeholder. Un esempio possono essere le richieste da parte delle organizzazioni sindacali volte ad ottenere maggiori chiarimenti su piani di ristrutturazioni societarie. Ulteriori cause di reazioni informative possono dipendere da comportamenti concorrenziali. Se alcune aziende, per esempio, caratterizzate da andamenti particolarmente positivi, mostrano pubblicamente le loro performance superiori, potrebbero innescare negli stakeholder pressioni per avere le stesse informazioni riguardanti altre imprese concorrenti. Quest'ultime che in prima battuta non intendevano informare volontariamente su alcuni aspetti della gestione (es. soddisfazione della clientela) in un secondo momento

⁵³ Considerazioni analoghe potrebbero essere fatte in merito a moltissimi dati la cui pubblicazione obbligatoria è imposta dalla legge. Ad esempio, in nota integrativa al bilancio si chiede di indicare il numero medio di dipendenti. Alcune società nei loro bilanci riportano esclusivamente la cifra, altre invece commentano nel dettaglio la dinamica del personale. Quest'ultime forniscono quindi anche informazioni volontarie rispetto al primo caso.

⁵⁴ Si pensi al caso delle società italiane quotate negli Stati Uniti. Esse sono tenute a redigere e rendere pubblico nel mercato statunitense annualmente il prospetto 20-F, che impone in diversi punti la diffusione di notizie che non sono obbligatorie per la normativa italiana. Secondo l'art. 88 Regolamento Emittenti si esclude un differenziale informativo tra i due mercati. L'autore Quagli afferma invece che nella realtà capita di vedere dati contenuti nel prospetto 20-F che non vengono diffusi nei corrispondenti documenti italiani (Quagli A., *op. cit.*, 2004).

potrebbero esser quasi costrette a rilevare tali informazioni. Anche in questo caso, l'informazione manterrebbe formalmente il carattere voluto ma finirebbe per essere dovuta, in relazione ai comportamenti dei concorrenti o di altre aziende quotate sugli stessi mercati.

Sempre con riferimento alla difficile distinzione tra informativa obbligatoria e volontaria esiste una situazione intermedia, quella della comunicazione discrezionale. Le imprese sono libere in quanto alla scelta originaria se comunicarla o meno, ma vincolate poi in merito alle modalità di diffusione ed ai principi che ne disciplinano i contenuti. Il caso dell'informativa prospettica⁵⁵ è uno degli esempi più significativi. Le società infatti non sono obbligate a comunicare i dati futuri ma se tuttavia scelgono questa via lo devono fare secondo le modalità di diffusione già stabilite. L'obbligatorietà delle varie forme di comunicazione gestionale può essere quindi rappresentata come una fascia alle cui estremità si trovano, da una parte, l'informativa obbligatoria per tutte le aziende, vincolata rigidamente nei contenuti e nelle forme (es. schemi di conto economico e stato patrimoniale), dall'altra l'informativa volontaria pura dove, massima libertà è lasciata tanto alla scelta originaria se comunicarla quanto ai modi e alle forme con le quali comunicarla (es. un report che descriva la storia aziendale). Nel mezzo vi sono situazioni che possono essere volontarie nella scelta di comunicarle o meno ma vincolate nei modi.

⁵⁵ Si veda art. 68 del Regolamento Emittenti che stabilisce la possibilità per le società di diffondere a propria discrezione notizie prospettiche ma vincolate nelle modalità secondo l'art. 66 dello stesso regolamento.

CAPITOLO 2: LA COMUNICAZIONE FINANZIARIA NELLA TEORIA

2.1 La teoria neoclassica ed economia dell'informazione

Questo capitolo si concentra sull'analisi delle principali teorie economiche e della loro evoluzione al fine di comprendere le logiche di fondo secondo le quali il mercato svolge la sua funzione di meccanismo di coordinamento delle esigenze degli operatori. Inoltre l'analisi della teoria consente di analizzare e capire il ruolo della comunicazione finanziaria nei vari modelli di riferimento.

Due sono i percorsi alternativi di indagine possibili per affrontare lo studio dei mercati dei capitali e delle interrelazioni tra di essi ed il sistema impresa: l'approccio istituzionale ed il metodo positivo, tipico degli studi microeconomici. Il primo consiste in analisi di tipo descrittivo, tese ad individuare l'uniformità del comportamento degli operatori di fronte a situazioni simili ed arrivare a dettare norme di comportamento. Nel secondo caso si tratta invece di sviluppare modelli sulla base di ipotesi semplificatrici anche lontane dalla realtà descrittiva purché capaci di fornire risultati coerenti con l'evidenza empirica. L'approccio istituzionale ha incontrato difficoltà nel definire una teoria con validità generale per effetto dell'elevato numero di variabili da tenere in considerazione e nella determinazione a priori dei problemi decisionali da affrontare. Per questo motivo tra le due metodologie il criterio positivo ed il cosiddetto approccio neoclassico hanno dominato la scena a partire dalla fine degli anni cinquanta, anche se tale modello ha sviluppato numerose critiche dovute allo scarso realismo delle ipotesi utilizzate e all'incapacità di comprendere, rappresentare e risolvere i problemi economici che affliggono la realtà.

2.1.1 Il modello neoclassico in condizione di certezza

Il modello di partenza che verrà analizzato è quello originariamente utilizzato dall'approccio positivo, ovvero del capitalismo finanziario di matrice neoclassica in un contesto di certezza fondato sulla forza del libero mercato e sulla razionalità degli individui. Il capitalismo finanziario fa riferimento alla libertà di ciascun individuo, in un mercato dei capitali, di decidere in merito alla destinazione della propria dotazione di

ricchezza ripartendola tra consumi, investimenti produttivi ed impieghi/debiti finanziari. La forza del libero mercato invece implica che il vero sovrano del sistema economico è il consumatore dell'output aziendale, il quale attraverso le sue scelte decreta il successo delle iniziative imprenditoriali. Il modello della teoria neoclassica in questa logica di mercato perfetto presuppone una situazione di concorrenza perfetta su cui si basa il funzionamento del sistema economico⁵⁶. Inoltre si fonda su molte altre assunzioni tra cui la perfetta informazione dei consumatori e delle imprese, in particolar modo la teoria afferma che le informazioni rilevanti sono costituite solo dal sistema dei prezzi di equilibrio inteso come processo di coordinamento automatico delle attività di consumo e produzione. Di conseguenza c'è efficienza informativa, ovvero le informazioni sono sempre disponibili e non costose. Inoltre i decisori sono razionali e vi è certezza nelle attività economiche, infatti si conosce perfettamente la struttura dei costi, il futuro andamento della domanda, i prezzi delle materie prime⁵⁷. Le imprese di riferimento sono numerose, di dimensione simile e producono beni omogenei. Inoltre il prezzo di equilibrio tra domanda e offerta viene spiegato come il risultato di un processo di aggiustamento che avviene in unico istante, in un tempo logico che non ha datazione né durata e le transazioni avvengono tutte concluse a prezzi di equilibrio. Ulteriore requisito per l'esistenza della concorrenza perfetta è l'assenza di relazioni tra compratori, tra imprese e tra compratori ed imprese ed infine non esistono barriere all'entrata ed uscita, in tal modo le aziende sono libere di entrare ed uscire dal mercato in qualsiasi momento. In tale contesto, dove i mercati dei capitali sono perfetti ovvero sono privi di attriti che rendono i tassi attivi e passivi diversi tra loro, è valido il teorema di Fisher, per il quale le decisioni di consumo sono prese in autonomia rispetto a quelle di produzione. I singoli individui possono delegare le decisioni di investimento al manager dell'impresa di cui essi sono proprietari. Qualunque sia la forma della funzione di utilità individuale degli azionisti, i manager massimizzano le posizioni di ricchezza

⁵⁶ La realtà mostra come invece monopolio, concorrenza imperfetta e oligopolio sono patologie strutturali del sistema e come le imprese non desiderano operare in mercati concorrenziali ma cercano di acquisire potere di mercato per influenzare a proprio vantaggio gli scambi.

⁵⁷ Tale assioma è in contrasto con il funzionamento dei sistemi economici reali nei quali le aspettative degli operatori economici sono spesso diverse dai risultati ex-post. Secondo Frank Knight l'incertezza è infatti uno degli elementi costitutivi delle attività economiche. Per approfondimenti si veda KNIGHT F.H., *Risk, Uncertainty and profit*, New York, Houghton Mifflin, 1921.

individuale e collettiva dei proprietari scegliendo di investire fino al momento in cui il tasso di rendimento del progetto meno favorevole è esattamente uguale al tasso di redditività determinato dal mercato⁵⁸. In tale situazione, dove anche il mercato dei capitali opera in condizione di concorrenza perfetta, si riesce ad ottenere la massimizzazione dell'utilità dei singoli individui e quella della ricchezza complessiva dell'economia. Si realizza pertanto così l'uso ottimale delle risorse complessivamente disponibili e si tende alla cosiddetta economia del benessere⁵⁹. Con queste ipotesi si riesce a raggiungere una coerenza nelle scelte effettuate da ciascun individuo e l'interesse di quest'ultimi viene a coincidere con quello sociale. Questo modello anche se molto distante dalla realtà e con assunzioni molto diverse da quelle che si riscontrano effettivamente nei mercati reali può essere interessante e utile per un primo approccio alla comunicazione finanziaria. Esso dimostra infatti come, in una situazione di concorrenza perfetta, in presenza di operatori razionali e di mercati completi, la conoscenza diffusa diventi il motore dell'equilibrio e del benessere individuale e sociale.⁶⁰ In tale sistema l'informazione assume contemporaneamente una valenza pubblica, in quanto fornisce allo stesso i segnali per la migliore allocazione delle risorse disponibili, ed una valenza privata in quanto le imprese possono mirare alla massimizzazione del proprio valore e gli investitori ottengono una remunerazione equa per i propri investimenti. In tale modello, in cui ogni individuo e ogni impresa ha la piena disponibilità di informazioni e quindi in un contesto di perfetta comunicazione, l'informazione stessa diventa priva di valore poiché già incorporata nelle decisioni assunte dagli individui e nessuno avrà interesse ad operare scambi sul mercato dei capitali, in quanto ogni altra combinazione diversa da quella di equilibrio non può che ridurre la sua utilità personale.⁶¹ Tale conclusione è valida solamente in un contesto di

⁵⁸ COPELAND T., WESTON F., *Teoria della Finanza e politiche d'impresa*, Milano, Egea, 1994, pag. 27.

⁵⁹ Nell'economia del benessere si raggiunge il cosiddetto ottimo paretiano, ovvero un punto nel quale un individuo non può migliorare la propria posizione senza recare danno a quella di un altro.

⁶⁰ Un mercato è definito completo se ogni operatore è sempre in grado di scambiare qualsiasi bene in qualsiasi circostanza esterna con un altro operatore. BERTINETTI G., *op. cit.*, 1996, pag. 62.

⁶¹ BERTINETTI G., *op. cit.*, 1996, pag. 63.

certezza economica e di simmetria informativa ipotizzata dal modello neoclassico. È evidente che tale contesto è molto lontano se non inverosimile rispetto alla realtà economica. Perciò è necessario analizzare anche il ruolo della comunicazione in situazioni più vicine al contesto reale caratterizzato da incertezza e da asimmetria informativa. A tal fine nel paragrafo successivo verrà analizzato il modello neoclassico in condizione di incertezza.

2.1.2 Il modello neoclassico in condizione di incertezza

Con l'abbandono dell'ipotesi fin qui analizzate e con l'introduzione dell'incertezza che caratterizza le attività economiche viene meno l'individuazione della soluzione di equilibrio generale precedentemente analizzata. In questa situazione, le scelte d'investimento non sono più determinate a priori in quanto dipendono da eventi non certi e non è tantomeno possibile raggiungere una posizione di ottimo paretiano. Per ridurre l'incertezza e poter ricondurre gli individui a delle scelte che portino ad una situazione di equilibrio è necessario applicare il metodo positivo introducendo due condizioni. La prima riguarda la possibilità per gli individui di attribuire determinate probabilità al manifestarsi di eventi futuri, dalle quali dipenderà l'effettivo rendimento degli investimenti, così da ridurre l'incertezza e costruire le proprie scelte; la seconda condizione invece è quella di costruire alcune ipotesi ben precise in riferimento al comportamento dell'individuo⁶². Con riguardo a quest'ultima le ipotesi introdotte sono conosciute come assiomi di utilità cardinale e forniscono le condizioni indispensabili per un comportamento coerente e razionale per poter costruire delle funzioni di utilità individuali. I cinque assiomi di comportamento sono:

Assioma 1. Comparabilità (o completezza). Per l'intero insieme, S , di risultati incerti un individuo può sempre dire se il risultato x è preferibile al risultato y ($x > y$) o se y è preferibile ad x ($y > x$) oppure che può essere indifferente tra x e y ($x \sim y$).

⁶² COPELAND T., WESTON F., *op. cit.*, 1994, pag. 111 e ss.

Assioma 2. Transitività (o coerenza). Se un individuo preferisce x a y e y a z , allora si può dire che preferisce x a z . Se un individuo è indifferente tra x e y ed è anche indifferente tra y e z , allora si può affermare che è indifferente tra x e z .

Assioma 3. Indipendenza forte (o sostituibilità). Se un individuo è indifferente tra il risultato x ed il risultato y , allora deve essere indifferente anche tra due alternative rischiose, la prima tale da offrire il risultato x con la probabilità α ed il risultato z con probabilità $(1 - \alpha)$. La seconda invece tale da offrire il risultato y con probabilità α e lo stesso risultato z con probabilità $(1 - \alpha)$.

Assioma 4. Misurabilità (o primo principio della certezza equivalente). Se il risultato y è meno preferito di x ma più di z , allora c'è un'unica probabilità α tale per cui l'individuo risulti indifferente tra y e una situazione rischiosa tra x con probabilità α e z con probabilità $(1 - \alpha)$.

Assioma 5. Ordinabilità (o secondo principio della certezza equivalente). Date due alternative y e u situate entrambe tra x e z , è possibile costruire due situazioni rischiose. Nella prima l'individuo sarà indifferente tra l'alternativa y ed una posizione rischiosa che può portare al risultato x con probabilità α^1 ed al risultato z con probabilità $(1 - \alpha^1)$. Nella seconda lo stesso individuo sarà indifferente tra l'alternativa u ed una posizione rischiosa che può portare al risultato x con probabilità α^2 ed il risultato z con probabilità $(1 - \alpha^2)$. Se α^1 è maggiore di α^2 , il risultato y è preferito a quello di u .

In aggiunta a questi assiomi c'è un ulteriore requisito, quello della non saziabilità per la quale gli individui preferiscono sempre avere una maggiore ricchezza rispetto ad una minore e motivo per il quale le funzioni di utilità sono crescenti al crescere della ricchezza. Gli assiomi appena descritti servono per ordinare le alternative incerte di ciascun individuo e poter così costruire delle funzioni di utilità individuale. Risulta però impossibile sviluppare modelli con validità generale ed individuare l'ottimo paretiano in quanto le funzioni di utilità individuali sono soggettive e non cumulabili. La teoria neoclassica per ridurre l'eterogeneità delle scelte introduce ulteriori due ipotesi in modo da riportare la situazione in condizione di certezza. La prima riguarda l'avversione al rischio, la seconda è relativa all'omogeneità delle aspettative dei diversi partecipanti al mercato⁶³. In merito all'avversione al rischio⁶⁴ è necessario ipotizzare la presenza di più

⁶³ BERTINETTI, *op. cit.*, 1996, pag. 67 ss.

opportunità di investimento rischioso e la possibilità di selezionare diverse combinazioni così da controllare il rendimento del portafoglio rispetto all'incertezza delle condizioni di scenario. Le possibilità di controllare il rendimento del portafoglio dipende dal buon funzionamento del mercato e dalle caratteristiche degli investimenti finanziari disponibili. La migliore situazione perché si verificano tali condizioni è quella di avere un mercato completo, quando cioè il numero di investimenti linearmente indipendenti presenti in esso è almeno pari al numero delle condizioni di scenario alternative complessivamente possibili. Solo così gli individui possono ottenere qualsiasi combinazione di rendimenti in base alle alternative di scenario futuro e decidere quanto e quale rischio assumersi. Si può dire che in questo contesto il mercato è di nuovo perfetto, in quanto non ci sono attriti, le informazioni sono tutte disponibili e non comportano costi, gli operatori sono razionali, il prezzo di mercato dei titoli è dato e la dimensione degli investimenti individuali è tale da non riuscire ad influenzarlo. Siamo di nuovo in una condizione dove è possibile raggiungere l'ottimo paretiano in quanto gli individui riescono a raggiungere una posizione di equilibrio dosando il peso delle singole alternative all'interno del proprio portafoglio.

La seconda condizione necessaria in un contesto di incertezza è quella dell'omogeneità delle aspettative degli investitori. Ipotizzando che quest'ultimi attribuiscono la stessa probabilità di manifestazione degli eventi alle diverse condizioni possibili di scenario futuro allora si può affermare che la composizione ottimale del portafoglio di investimenti rischiosi è uguale per tutti gli individui. Quest'ultimi potranno solo modificare il peso degli investimenti rischiosi rispetto a quelli privi di rischio per massimizzare la propria utilità⁶⁵.

Nelle ipotesi fin qui descritte emerge che l'incertezza è associata alla variabilità delle condizioni di scenario future ma la dinamica di quest'ultime non appare problematica e risulta comunque superata dall'ipotesi di mercati dei capitali perfetti, dove le informazioni sono per definizione pienamente disponibili a tutti e prive di costo. La futura dinamica delle variabili di scenario è importante per l'orientamento delle scelte di

⁶⁴ Tale termine sta a significare che pur essendo l'utilità marginale della ricchezza sempre positiva, essa cresce a tassi decrescenti.

⁶⁵ Su queste ipotesi si è sviluppato il Capital Asset Pricing Model (CAPM) e la successiva introduzione della Security market Line e del coefficiente Beta. Per approfondimento si veda: ROSS S. A., WESTERFIELD R. W., JAFFE J. F., *Finanza aziendale*, Bologna, Il Mulino, 1997, pag. 317 ss.

investimento e viene determinata dagli investitori con il calcolo della probabilità. Ovviamente tanto migliori saranno le informazioni a disposizione e la capacità dei soggetti di analizzarle tanto migliore sarà la misura dell'utilità attesa degli investimenti ed il punto di massimo si ottiene nel caso di informazione perfetta e perfettamente compresa. Se i prezzi non sono in equilibrio la situazione di mercato completo lo permette ugualmente attraverso l'arbitraggio. Ulteriore considerazione riguarda il fatto che il profilo di rendimento e di rischio della singola impresa perde importanza per effetto dei principi di diversificazione e di separazione⁶⁶. Sotto tali condizioni le scelte aziendali diventano ininfluenti in quanto sempre trasformabili attraverso le posizioni che l'investitore può assumere in proprio.⁶⁷ Il modello fin qui descritto è di puro scambio, dove il complesso aziendale viene considerato come una pura funzione di produzione a tecnologia data ed opera in condizioni di concorrenza perfetta. Inoltre l'orizzonte temporale di riferimento del modello è monopériodale e questo non consente significative evoluzioni della tecnologia e oltre che posizioni di vantaggio competitivo per le aziende. In questa logica il compito del mercato dei capitali non riguarda il favorire lo sviluppo ed il cambiamento delle imprese quanto invece la ricerca di una migliore allocazione delle risorse complessivamente disponibili. Come è stato visto in precedenza, all'interno del modello neoclassico in una situazione di certezza non vi è spazio per la comunicazione in quanto quest'ultima è priva di valore. Il quadro qui fornito dimostra come anche in condizione di incertezza attraverso determinate ipotesi le informazioni diventano pienamente disponibili a tutti oltre che prive di costo e si riesce a raggiungere un punto di ottimo paretiano. Quindi si può giungere alla conclusione che anche nel modello neoclassico in situazione di incertezza non c'è spazio per la comunicazione. L'esistenza ed il ruolo di quest'ultima può essere ricercato solamente se vengono rimosse le ipotesi di perfezione dei mercati fino a questo momento analizzate.

⁶⁶ Le scelte di consumo sono prese in autonomia rispetto a quelle di produzione.

⁶⁷ MODIGLIANI F., MILLER M.H., *The cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in "American Economy Review", June 1958.

2.1.3 La teoria dei mercati dei capitali efficienti

Lo studio dell'efficienza dei mercati costituisce il completamento dell'approccio neoclassico ed è utile per valutare il rilascio delle ipotesi relative alla perfezione ed alla completezza dei mercati finanziari e di quelli reali⁶⁸.

L'ipotesi del mercato efficiente si concentra sullo studio delle modalità di formazione dei prezzi in un mercato mobiliare di puro scambio, dove cioè la domanda e l'offerta di titoli sono date. Tali prezzi costituiscono il risultato delle scelte di allocazione delle risorse intraprese dagli investitori, pertanto è possibile affermare che il mercato avrà raggiunto la migliore allocazione delle risorse tra le alternative di investimento finanziario esistenti se il livello dei prezzi risulta adeguato alle prospettive di rendimento-rischio di ciascuna alternativa⁶⁹. In condizioni di equilibrio il prezzo dei titoli sul mercato rifletterà perciò tutte le informazioni disponibili, in modo tale che il rendimento atteso su ciascun investimento sarà esattamente in linea con il suo profilo rendimento-rischio. Un mercato così descritto viene definito efficiente, ovvero un mercato nel quale i prezzi riflettono completamente tutte le informazioni rilevanti disponibili. Di conseguenza il prezzo risulta diventare l'unica informazione importante per gli investitori.

Per descrivere meglio il funzionamento dei mercati dei capitali efficienti è utile raffrontarli con i mercati perfetti. Per mercati dei capitali perfetti, come detto in precedenza, sono necessarie le seguenti condizioni: non ci devono essere attriti, cioè né costi di transazione né imposte; non devono esservi vincoli normativi; ci deve essere concorrenza perfetta; i mercati devono essere inoltre efficienti dal punto di vista informativo ed infine tutti gli individui devono massimizzare razionalmente l'utilità attesa. In presenza di queste condizioni, entrambi i mercati, dei beni e dei titoli, saranno efficienti dal punto di vista allocativo e operativo. In un mercato efficiente dal punto di vista allocativo, come detto in precedenza, i risparmi scarsi sono allocati in modo ottimale tra gli investimenti produttivi, in modo tale che tutti possano trarne un beneficio. Mentre l'efficienza operativa si riferisce al costo di trasferimento dei fondi.

⁶⁸ BENASSI C., *Mercati finanziari e asimmetrie informative*, Bologna, Clueb, 1992, pag. 24.

⁶⁹ BERTINETTI G., *op. cit.*, 1996, pag. 74.

Nei mercati perfetti infatti i costi di transazione sono ipotizzati pari a zero e vi è perciò perfetta efficienza operativa. Si vedrà più avanti come non è necessario avere informazione a costo zero nei mercati efficienti. L'efficienza del mercato finanziario è molto meno restrittiva della nozione di mercato finanziario perfetto evidenziata sopra. Per mostrare la differenza fra i mercati perfetti ed i mercati finanziari efficienti dal punto allocativo dobbiamo abbandonare alcune delle ipotesi del mercato perfetto. Nei mercati efficienti è possibile, per esempio, avere attriti ed i prezzi rifletteranno ancora completamente tutte le informazioni disponibili. Inoltre la concorrenza perfetta non è una condizione necessaria per l'efficienza dei mercati dei capitali. Possono esserci alcune imprese che non operano in concorrenza perfetta ma in condizioni per certi versi monopolistiche. In tali situazioni il mercato semplicemente eleva il prezzo dei titoli da esse emessi così da scontare la situazione di particolare favore in cui si trovano ad operare. Inoltre, l'ottica adottata nei mercati efficienti è molto diversa rispetto a quella della teoria neoclassica di mercati perfetti: mentre in precedenza il problema informativo risultava irrilevante in quanto la disponibilità delle informazioni era un dato, ora la stessa informazione diviene l'incognita destinata a fungere da motore del mercato. In tale contesto se si ammette che alcuni individui sono meglio informati, o comunque sono in grado di interpretare le informazioni che giungono dal mercato in modo migliore rispetto ad altri, è necessario ammettere che esiste un vantaggio competitivo dovuto alle risorse investite nello sviluppo delle conoscenze dei singoli soggetti. In tale situazione l'informazione non è più priva di costo come avveniva nel modello di mercato perfetto ed inoltre non è più necessariamente un bene pubblico, ma può assumere anche valenza privata. Tutti i soggetti devono sostenere dei costi sia per la produzione che per l'interpretazione delle informazioni ma sono disposti a sostenerli solamente se riescono a trarre benefici dall'informativa stessa. A tal proposito c'è da dire che se il trasferimento dell'informazione privata nel prezzo fosse pieno ed immediato nessuno più avrebbe interesse a sostenere costi per produrre ed interpretare le informazioni. Si cade nel paradosso di Grossman e Stiglitz il quale afferma che se il mercato fosse perfetto in qualunque momento il prezzo coinciderebbe con il valore. In questa situazione nessuno avrebbe più interesse né a verificare né tantomeno a raccogliere le informazioni. Se così fosse il mercato perfetto non ha motivo di esistere⁷⁰.

⁷⁰ Per approfondimenti si veda: GROSSMAN S.J., STIGLITZ J.E., *Informazioni e sistemi di prezzi*

Pertanto perché il mercato funzioni, ossia dia luogo a scambi, è dunque necessario che non vi sia piena efficienza informativa. È stato dimostrato infatti che esistono diversi elementi di inefficienza e per questo sono stati definiti in particolare modo tre livelli di efficienza, ciascuno dei quali è basato su una diversa e dettagliata nozione di quale tipo di informazione sia ritenuta rilevante in quella determinata tipologia di efficienza⁷¹. I tre livelli di efficienza sono:

Efficienza in forma debole: quando i prezzi osservati sul mercato riflettono tutta l'informazione contenuta nella serie storica dei prezzi stessi. Nessun investitore può guadagnare rendimenti eccedenti attraverso regole di transazione basate su informazioni riguardanti prezzi o rendimenti storici. In altre parole le informazioni su prezzi o rendimenti passati, non servono o non sono rilevanti per ottenere rendimenti aggiuntivi.

Efficienza in forma semiforte: il mercato è efficiente in forma semiforte se i prezzi riflettono e incorporano tutta l'informazione pubblica disponibile, inclusi i bilanci dell'impresa e le relazioni annuali, così come l'informazione sui prezzi storici. Nessun investitore può guadagnare rendimenti aggiuntivi dal *trading* basato su informazioni disponibili a tutti.

Efficienza in forma forte: in tale forma vengono considerate tutte le informazioni disponibili e nessun investitore può guadagnare rendimenti aggiuntivi da qualsiasi tipo di informazione, pubblica o privata che sia.

A sostegno dei diversi livelli di efficienza appena descritti e in particolar modo alla presenza di elementi di inefficienza alcuni studi⁷² affermano che esistano alcuni operatori professionali capaci di guadagnare rendimenti al di sopra del livello equo grazie alla loro superiore abilità nell'interpretare le informazioni disponibili e nell'accedere a nuove informazioni specifiche. Tali soggetti si trovano in vantaggio grazie alla migliore informazione di cui dispongono grazie alla loro attività di ricerca e capacità di analisi. C'è da dire però che i maggiori rendimenti lucrabili da questi

concorrenziali, SALTARI E. (a cura di), in *Informazione e teoria economica*, Bologna, Il Mulino, 1990.

⁷¹ FAMA E.F., *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, in "The Journal of Finance", May, 1970. Tradotto in italiano con il titolo *I mercati efficienti dei capitali: una rassegna della teoria e dei lavori empirici*, in VACIAGO G., VERGA G. (a cura di), *Efficienza e stabilità dei mercati finanziari*, Bologna, Il Mulino, 1995.

⁷² Cfr. JENSEN M., *The performance of Mutual Funds in the Period 1945-64*, "The Journal of Finance", May, 1968.

operatori professionali sono compensati dai costi sostenuti per conseguirli e perciò nessuno è in grado di ottenere rendimenti superiori a quelli del mercato. L'efficienza così raggiunta è inferiore a quella pura in quanto parte di essa viene dispersa nell'attività di analisi.

Si può quindi affermare che nei mercati efficienti vi è la presenza di imperfezioni ed assume importanza per gli investitori la conoscenza della funzione di produzione, ovvero della struttura e della variabilità dei costi operativi e del suo effetto sui risultati aziendali. Diventa perciò rilevante la raccolta e la ricerca di informazioni anche per la valutazione delle scelte di investimento. Ecco che nei mercati efficienti si può affermare che esiste un primo spazio per la comunicazione d'impresa, cosa invece non possibile nei mercati perfetti. In particolar modo, fondamentale è il processo di comunicazione da parte dell'impresa delle informazioni attinenti l'attività questo perché comporta per la stessa minori costi nella raccolta e diffusione di informazioni rispetto ai soggetti esterni che dovrebbero spendere più tempo e sostenere un maggior costo. Il flusso di informazioni dall'impresa al mercato dei capitali produce effetti positivi tra cui anche una maggiore efficienza valutativa e un maggiore benessere complessivo del sistema. Riguardo al primo, si può affermare che tanto più un mercato è efficiente tanto più possono verificarsi deviazioni di prezzo significative e durature rispetto al valore fondamentale di un titolo per una imprecisa valutazione dello stesso. Possono esserci delle inefficienze e delle imperfezioni che si traducono in dinamiche e acquisti mal guidate dalle informazioni e rendono possibile il crearsi di prezzi più bassi del valore (effetto positivo, si ottiene un rendimento superiore di quello delle alternative) o prezzi più alti del valore⁷³. Con una maggiore comunicazione al mercato tali deviazioni di prezzo dovrebbero naturalmente ridursi di ampiezza ed inoltre permettere una maggiore capacità valutativa dello stesso a vantaggio dell'equità dei prezzi di scambio. Il secondo effetto deriva dal fatto che attraverso la comunicazione finanziaria d'impresa si riesce a raggiungere lo stesso livello di conoscenza con una spesa complessiva minore. Un maggior flusso informativo dal parte dell'impresa permetterebbe perciò minori costi per

⁷³ Il valore viene definito come il prezzo giusto da pagare per poter beneficiare di un rendimento in linea con quello delle alternative. Le deviazioni tra prezzo e valore e, quindi il conseguente trasferimento di ricchezza, può avvenire solamente nel mercato dei capitali per una sbagliata valutazione dello stesso. Nel mercato imprenditoriale invece il valore si crea grazie alle competenze e capacità ma non per erranee valutazioni.

gli analisti e maggiori profitti e allo stesso tempo incentiverebbe nuovi soggetti non informati ad investire. Con la comunicazioni si può anche avere un maggior livello di conoscenza a parità di risorse complessivamente dedicate alla ricerca ed alla diffusione di informazioni. Questo avviene quando i soggetti esterni sostengono costi eccessivamente alti e con l'informativa aggiuntiva da parte delle società si può colmare tale costo. La riduzione di questi costi grazie alla maggiore comunicazione finanziaria d'impresa dovrebbe quindi contribuire a ridurre la presenza di inefficienze.

2.2 Asimmetrie informative e teoria dell'agenzia

Nel precedente paragrafo è stata analizzata la teoria dei mercati efficienti e come visto trova validità solamente in un mercato fondato su leggi meccaniche, dove la nuova informazione risolve l'incertezza e spinge al conseguimento di un punto di ottimo paretiano. Se le condizioni effettive fossero quelle appena ipotizzate tutti avrebbero convenienza a divulgare immediatamente le informazioni in loro possesso poiché migliorerebbero la propria posizione e l'asimmetria informativa non avrebbe ragione di esistere. In ipotesi più vicine alla realtà gli individui hanno invece interessi che raramente si allineano a quelli degli altri soggetti e tendono ad assumere, all'interno di rapporti contrattuali, comportamenti opportunistici che minano l'efficienza allocativa. Tali comportamenti, dovuti in parte alla superiorità informativa di alcuni soggetti rispetto ad altri, permettono agli stessi di ottenere profitti superiori. L'informazione viene rilasciata al mercato lentamente e la deviazione di prezzo rispetto a quello pienamente informato può durare più a lungo rispetto al caso in cui il vantaggio informativo sia frutto solamente di una superiore abilità di ricerca e interpretazione delle informazioni comunque disponibili. L'efficienza allocativa e valutativa può essere quindi penalizzata anche dai maggiori tempi necessari per l'aggiustamento dei prezzi. In tale contesto il mercato non è più perfetto ma caratterizzato da opportunismo ed asimmetrie informative e quindi l'informazione non è più distribuita in modo uniforme tra i soggetti interessati.

In presenza di asimmetria informativa diventa interessante concentrare l'attenzione sulla teoria dell'agenzia. Una relazione di agenzia è un contratto in base al quale un soggetto (principale) attribuisce ad un altro individuo (agente) il compito di svolgere alcune

attività nell'interesse del principale⁷⁴. Entrambi le parti tuttavia tendono a massimizzare la propria utilità ed è pertanto molto probabile che l'agente non agisca in ogni situazione nell'interesse del principale dato che i loro interessi sono solo in parte convergenti. L'agente cercherà quindi spesso di eludere i termini del contratto stipulato con comportamenti non coerenti rispetto ai propri doveri al fine di perseguire i propri interessi. In sostanza l'agente potrebbe sfruttare il proprio margine di discrezionalità per attuare un atteggiamento opportunistico. Tali comportamenti si possono suddividere in selezione avversa e azzardo morale. La prima è una condizione di mercato dovuta ad asimmetria informativa pre-contrattuale (ex-ante) ed emerge quando una parte possiede informazioni rilevanti attinenti alla transazione ma sconosciute alla controparte.

L'azzardo morale invece è una forma di opportunismo post-contrattuale che può portare gli individui a perseguire i propri interessi a spese della controparte, confidando nella impossibilità, per quest'ultima, di verificare la presenza di dolo o negligenza. In questo caso, le parti interessate allo scambio (principale e agente) hanno ex-ante informazioni uguali circa ogni aspetto rilevante ai fini del contratto e l'asimmetria informativa si manifesta successivamente alla definizione del contratto. La parte che deve agire in esecuzione del contratto può compiere azioni non osservabili dall'altro contraente (*hidden action*) o disporre di informazioni cui l'altra parte non può accedere (*hidden information*). Per comprendere meglio quanto spiegato si può fare riferimento ad un articolo pubblicato da Akerlof "*The market of Lemons*", in riferimento al mercato delle auto usate, che nel gergo statunitense vengono chiamate "*lemons*" (o cosiddetti "bidoni") quando sono in cattive condizioni⁷⁵. L'esempio riportato da Akerlof riguarda il mercato delle auto usate e in particolar modo sostiene che la qualità di un'automobile usata può essere accertata solamente con il suo utilizzo effettivo (*experience good*). Al momento dell'acquisto, quindi, i venditori dispongono di un vantaggio informativo

⁷⁴ Il principale secondo l'apporto di Jensen e Meckling è solitamente la proprietà, mentre l'agente è il manager. Le attività riguardano la gestione dell'azienda nell'interesse della proprietà per il raggiungimento di profitti. JENSEN M., MECKLING W., *The Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure*, "Journal of Financial Economics", 1976, pag. 305-360. In realtà esistono moltissime altre relazioni e l'agente potrebbe corrispondere nella figura degli azionisti di minoranza, dei creditori finanziari, dirigenti, funzionari.

⁷⁵ AKERLOF G.A., *The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism*, Quarterly Journal of Economics, vol. 84, 1970, pag. 488-500.

rispetto agli acquirenti e possono sfruttare tale asimmetria informativa. Essi infatti possono offrire beni di scarsa qualità (bidoni o *lemon*) attraverso comportamenti opportunistici (*moral hazard*), offrendo informazioni incomplete circa la qualità degli stessi per tentare di collocare i propri prodotti a prezzi superiori al loro valore. Tale comportamento 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 sopravvalutarli, 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. 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 una giusta valutazione da parte dei compratori. Inoltre, tali flussi comunicativi continuano ad essere rilevanti per il compratore anche in seguito all'acquisto, in quanto 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. Il modello è rilevante in quanto ha dimostrato l'esistenza nella realtà di asimmetrie informative e l'inefficienza del mercato stesso, oltre che l'impossibilità di raggiungere il punto di equilibrio cosa che non era mai stata messa in discussione nei precedenti modelli. Di fronte a queste inefficienze informative sarebbe auspicabile una maggiore comunicazione con continui e tempestivi flussi informativi indirizzati al mercato che potrebbero restringere i comportamenti opportunistici dei soggetti⁷⁶. In queste condizioni di incertezza sulla qualità o incompletezza dei contratti e di azzardo morale, all'informazione societaria è attribuito il ruolo di funzione informativa e di rendiconto. La comunicazione svolge un ruolo informativo quando offre ex-ante al principale l'opportunità di effettuare decisioni razionali di investimento e disinvestimento e dunque di scegliere con quale agente contrattare e fino a che punto comprimere il livello di discrezionalità a questi concesso. Svolge invece una funzione di rendiconto quando offre l'opportunità di controllare ex-post le decisioni effettuate dal soggetto economico (agente)⁷⁷. La fornitura di

⁷⁶ BERTINETTI G., *op. cit.*, 1996, pag. 90.

⁷⁷ BELCREDI M., *op. cit.*, 1993, pag. 215.

informazioni aggiuntive non è tuttavia l'unico strumento a disposizione dei soggetti per ridurre i comportamenti opportunistici. Ci sono infatti altri strumenti quali il *market signalling* ed il *market screening* nel caso di asimmetrie ex-ante, mentre per le asimmetrie ex-post è utile il *monitoring cost*⁷⁸. Per quanto riguarda il *market signalling*⁷⁹, con specifico riferimento alla comunicazione finanziaria ed ai rapporti con gli investitori, viene richiamata l'idea che l'azienda non comunica soltanto attraverso canali espliciti (come la presentazione del bilancio annuale) ma anche attraverso alcuni comportamenti gestionali e decisionali del top management (comunicazione implicita) che rappresentano per il mercato elementi in grado di segnalare la qualità dell'investimento. L'acquisto di azioni da parte del top management o l'acquisto di azioni proprie da parte dell'azienda sono per esempio ritenuti dal mercato un segnale che induce a prevedere una profittevole redditività attesa. Tali comportamenti devono essere comunque non solo attuati dal management ma anche conosciuti dal mercato attraverso comunicazioni esplicite (attraverso la stampa specializzata per esempio). In alternativa al meccanismo del *signalling* proposto da Leland e Pyle, le asimmetrie informative ex-ante possono essere controllati attraverso un'attività preventiva di *screening* dei progetti di investimento, attuata da un intermediario finanziario. Tale attività consiste nella stipulazione di contratti che forniscano incentivi per la comunicazione delle informazioni private al fine di ridurre le difficoltà di valutazione delle alternative di investimento. Vi sono perciò degli operatori (intermediari finanziari) che hanno il compito di raccogliere le informazioni necessarie per attribuire a ciascun investimento il livello di rischio/rendimento effettivo e ridurre le asimmetrie informative che si potrebbero generare. Quando invece quest'ultime condizionano il rapporto principale-agente dopo la stipula del contratto è necessario, oltre le attività di *signalling* e di *screening*, anche quella di *monitoring* (controllo) volto ad evitare che un individuo possa assumere comportamenti scorretti i cui effetti possono ripercuotersi negativamente sul livello di

⁷⁸ DABRASSI C., *Asimmetrie informative e mercati finanziari, il ruolo degli enti creditizi*, Milano, Egea, 1996, pag. 59 ss.

⁷⁹ 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. Gli autori sostengono che il *signalling* comporta dei costi per l'azienda ma questi sono giustificabili in relazione alla riduzione del costo del capitale derivante dalla percezione degli investitori di una minore rischiosità del finanziamento.

remunerazione e di rischiosità del progetto. È il caso dell'azzardo morale quando una parte dichiara un'attività dell'investimento più contenuta rispetto a quella effettivamente realizzata oppure intraprenda azioni tese ad accrescere la rischiosità dell'investimento oltre il livello pattuito all'atto di stipula del contratto. Utile è anche disciplinare i modi e i tempi per la *disclosure* delle informazioni attraverso soluzioni contrattuali che prevedano clausole di salvaguardia della presenza di informazioni nascoste. Tra le applicazioni volte a ridurre l'opportunismo ci sono contratti per cui i manager sono remunerati in base ai risultati raggiunti così da garantire maggiore trasparenza, oppure l'istituzione di meccanismi di rappresentanza delle minoranze nei massimi organi di governo delle imprese. I vantaggi della soluzione contrattuale permettono di evitare lo spreco di risorse quando le asimmetrie sono modeste e allo stesso tempo ottenere una sufficiente tutela dove le asimmetrie sono più marcate. C'è da dire però che questa soluzione presenta anche dei problemi di realizzazione e di gestione operativa in quanto da un lato la presenza di asimmetrie *ex-ante* non è nota ma solo supponibile e dall'altro è difficile *ex-post* valutare il comportamento opportunistico dei soggetti. I contratti perciò sono destinati a rimanere incompleti perché incapaci di prevedere e disciplinare tutte le situazioni in concreto riscontrabili ed inoltre non riescono a risolvere definitivamente la condizione di asimmetria ma solo di comprimerla e ridurla. La soluzione alternativa a questa sembra essere quella normativa che porta all'introduzione di vincoli più o meno stringenti in dipendenza dei giudizi di valore prevalenti nel sistema economico.

Queste considerazioni fino a qui descritte rilevano l'estrema importanza della comunicazione finanziaria rispetto alle criticità derivanti dalle asimmetrie informative tra azienda e investitori attuali e potenziali. Quest'ultime possono essere ridotte, anche se non risolte, attraverso comunicazioni implicite o esplicite oltre che con contratti e soluzioni di tipo normativo.

2.3 La finanza comportamentale

La teoria neoclassica ha sempre sostenuto che gli operatori agiscono in modo razionale e riescono a raggiungere l'ottimo paretiano. Inoltre è stato analizzato come nei mercati

efficienti i prezzi di mercato riflettono correttamente tutte le informazioni disponibili e rappresentano in modo corretto quello che è il valore intrinseco delle attività finanziarie. La teoria classica non è riuscita però a spiegare l'anomalo comportamento degli investitori finanziari che molto spesso si verifica nei mercati. Talvolta quest'ultimi adottano atteggiamenti irrazionali, commettono errori che ripetono nel tempo e prendono decisioni di investimento non massimizzanti. Altre volte possono manifestarsi un eccesso di ottimismo e di fiducia che induce a sovrastimare le probabilità di avere successo. Inoltre possono disporre di informazioni incomplete ed il prezzo delle attività finanziarie può non esprimere esattamente il loro reale valore. Tutti questi comportamenti spesso concorrono a determinare fenomeni come le bolle speculative o viceversa periodi in cui la prevalenza di vendite è così violenta e prolungata da portare i mercati in condizioni di estrema debolezza. Tali fenomeni spingono pertanto ad indagare più a fondo sui meccanismi di formazione dei prezzi. Il semplice avvento di nuove informazioni sul mercato non sembra infatti risolvere l'incertezza che grava sulle scelte degli investitori. È necessario perciò prestare attenzione verso le logiche di comportamento dei soggetti coinvolti, facendo attenzione anche agli aspetti psicologici in grado di influenzarle. A tale scopo si è sviluppata la cosiddetta finanza comportamentale (*behavioral finance*) che unisce in sé aspetti di psicologia cognitiva a teorie finanziarie in senso stretto. Ci si discosta dunque dal paradigma tradizionale e che vede gli individui come agenti perfettamente razionali per approdare ad una visione più realistica in cui le persone commettono errori, non agiscono sempre razionalmente o non hanno a disposizione tutte le informazioni possibili. Applicando concetti che sono propri della scienze sociali, della sociologia e della psicologia la finanza comportamentale riesce a spiegare alcuni fenomeni ed anomalie alle quali la teoria neoclassica non riesce a dare delle risposte. L'approccio di tipo comportamentale alla finanza è relativamente recente e risale alla seconda metà degli anni settanta quando due professori di psicologia, Amos Tversky e Daniel Kahneman⁸⁰ presentarono, sulla rivista *Econometrica*, un articolo innovativo destinato a far cambiare l'opinione circa la

⁸⁰ KAHNEMAN D., TVERSKY A., *Prospect theory: An analysis of decisions under risk*, "Econometrica", 47, 1979, pag. 263–291. Ulteriori riferimenti sono: KAHNEMAN D., TVERSKY A., *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, "Science", 185, 1974, pag. 1124-1131. KAHNEMAN D., TVERSKY A., *The Framing of Decisions and the psychology of Choice*, "Science", 211, 1981, pag. 453-458.

validità del modello interpretativo neoclassico, fondato sui concetti di razionalità e massimizzazione. La ricerca in materia si è sviluppata però molto più tardi, verso la fine degli anni novanta, ed è stata consacrata nel 2002 con l'attribuzione del Premio Nobel per l'economia a Daniel Kahneman.

Le ricerche hanno portato ad individuare delle trappole comportamentali che portano gli individui a prendere decisioni sbagliate e irrazionali. Così come per i conflitti di agenzia questi fenomeni psicologici possono portare i manager a intraprendere azioni che sono dannose per gli interessi degli azionisti ma a differenza dei conflitti di agenzia i costi comportamentali sono dovuti ad errori compiuti dai manager stessi ma non imputabili ad interessi divergenti da quelli degli investitori. Mentre i rimedi nelle asimmetrie informative dovute all'opportunismo riguardavano prevalentemente incentivi e contratti, quelli per le trappole comportamentali si concentrano sull'addestramento e le procedure. Le categorie di fenomeni psicologici che possono portare a scelte errate sono bias, euristiche ed effetti di *framing*, classificate dagli stessi autori precedentemente citati, Kahneman e Tversky.

Per quanto riguarda il bias è una distorsione cognitiva ed è definito come una deviazione non occasionale ma sistematica dalla razionalità nella valutazione del contenuto di un'informazione o nella comprensione di un fenomeno⁸¹. Un bias è pertanto poco evidente o inconsapevole ed influenza le varie attività del processo decisionale con effetti negativi sui comportamenti in quanto non sono facilmente individuabili ed evitabili. Si possono classificare quattro principali bias: eccessivo ottimismo, *overconfidence*, bias di conferma ed illusione del controllo. Per quanto riguarda il primo solitamente i manager talvolta hanno un eccessivo ottimismo e sovrastimano la frequenza di risultati favorevoli mentre sottostimano quella di esiti sfavorevoli. Un esempio è il rinvio del taglio di costi in periodi di recessione economica con conseguenza di profitti più bassi⁸². L'*overconfidence* invece è un errore che attiene i manager nella valutazione delle proprie abilità e nella consapevolezza dei limiti delle

⁸¹ MARIANI M., *Decidere e negoziare. Concetti e strumenti per l'azione manageriale*, Milano, Il Sole 24 Ore, 2009, pag. 11.

⁸² SHEFRIN H., *Finanza aziendale comportamentale decisioni per creare valore*, Milano, Apogeo, 2007, pag. 2 ss. L'autore spiega più approfonditamente le nozioni e gli esempi di ogni singolo fenomeno psicologico: bias, euristiche ed effetti di *framing*.

proprie conoscenze. Le persone con un'eccessiva fiducia nelle proprie abilità ritengono di essere migliori di quello che in realtà sono o ritengono di sapere di più di quanto effettivamente sono a conoscenza. Alcuni utilizzano l'espressione *overconfidence* (troppo sicuro di sé) per intendere eccessivo ottimismo ma in realtà non sono la stessa cosa. Infatti i manager possono essere pessimisti ma rimanere pur sempre troppo sicuri di sé. Un esempio a questa distorsione consiste nell'effettuare operazioni di acquisizione non proficue da parte dei manager, specialmente in presenza di molte disponibilità liquide, comportando però come conseguenza negativa una riduzione del valore di mercato dell'impresa stessa. Nel caso in cui invece i manager ignorino informazioni che sono contrastanti con le loro vedute in favore invece di quelle che le confermano ci si trova di fronte al cosiddetto bias di conferma. Spesso infatti i manager impiegano troppo tempo nella ricerca di motivi in grado di supportare le loro opinioni, anziché concentrarsi sulle informazioni che potrebbero portarli a comprendere come le proprie convinzioni siano sbagliate. E tutto questo può portare a prendere non adeguate ed ottenere profitti più bassi. Infine l'ultimo bias da analizzare è quello dell'illusione del controllo, quando cioè i manager sopravvalutano il grado di controllo che hanno sui risultati. Talvolta l'aumento della percezione del controllo conduce ad un'eccessivo ottimismo e può portare a prendere scelte che comportino per esempio dei costi maggiori in quanto si pensa di poter controllare perfettamente la produzione.

La seconda trappola comportamentale è quella delle distorsioni euristiche, ossia regole empiriche applicate alle scelte. Tra le più comuni vi sono: la rappresentatività, la disponibilità, l'ancoraggio e l'affetto. In merito alla prima spesso i manager esprimono giudizi e fanno previsioni utilizzando analogie e stereotipi. In questo modo possono valutare progetti di investimento sbagliati in quanto essi pensano che potrebbero dare lo stesso risultato di quello dell'anno precedente. La disponibilità invece avviene quando si ricorre ad informazioni possedute che sono maggiormente disponibili rispetto ad altre o decisioni simili prese in passato per valutare la decisione migliore. Per esempio basare la scelta in base alle alternative a disposizione e non cercarne altre più profittevoli. L'ancoraggio invece avviene nel momento in cui i manager fanno rapide stime basandosi su un valore iniziale di riferimento, con cui hanno familiarità, per poi ritoccare tale valore in modo da rispecchiare nuove informazioni o circostanze. I giudizi vengono presi a partire da questo valore iniziale che fa da ancora e dal quale i manager

non si discostano. Un esempio è la previsione delle vendite prendendo come ancora di riferimento i valori dell'anno precedente, senza tenere conto le nuove informazioni ed i nuovi eventi che potranno influire sui dati futuri. Ed infine vi sono l'euristiche d'affetto, quando cioè la maggior parte dei manager basa le proprie decisioni su quello che, a livello emozionale, sembra loro più corretto. Le decisioni vengono prese attribuendo molta importanza all'intuizione o all'istinto piuttosto che al valore attuale netto positivo degli investimenti. Pertanto a volte vengono prese scelte che portano a ridurre il valore dell'impresa in quanto l'intuizione non può essere sostitutiva di un'attenta analisi tecnica degli investimenti. L'ultima trappola psicologica da analizzare è l'effetto di *framing*. La parola *frame* decisionale sta ad indicare la descrizione del compito decisionale. Un manager è vulnerabile ad un effetto di *framing* quando le sue decisioni sono facilmente influenzate dal modo in cui il quadro di riferimento al compito decisionale viene presentato. Il *framing* è un aspetto critico della teoria del prospetto⁸³, introdotta da Kahneman e Tversky, che si sofferma in particolar modo su due importanti fenomeni: l'avversione alla perdita e l'avversione alla perdita certa. Questi si spiegano in termini di come viene posto il problema. Se di fronte infatti ad alternative che presentano sia possibilità di guadagno che di perdita la situazione viene presentata in termini positivi, le persone tendono ad evitare il rischio e fare la scelta più sicura dimostrandosi avversi alla perdita.⁸⁴

2.3.1 Anomalie e formazione dei prezzi nella finanza comportamentale

Le anomalie riguardanti il mercato ed il comportamento degli individui sono molto più profonde di quanto risolvibili con un incremento quantitativo del flusso di informazione al mercato. Esse possono incidere molto sulla variazione dei prezzi ed è pertanto utile indagare sui meccanismi di formazione degli stessi tenendo in

⁸³ La teoria del prospetto (*prospect theory*) distingue il processo di scelta in condizioni di incertezza in due fasi distinte: una prima fase di strutturazione o rappresentazione del problema e una seconda fase di valutazione delle alternative. Ogni fase è caratterizzata da bias distortivi.

⁸⁴ Le distorsioni cognitive sono sistematiche e persistenti. È possibile tuttavia ricorrere a delle strategie di *debiasing* per correggere tali errori. È importante comunque essere consapevoli della loro esistenza e conoscere il loro ambito di influenza. Per approfondimenti si veda: MARIANI M., *op. cit.*, Milano, 2009.

considerazione anche l'aspetto psicologico del comportamento per comprendere infine in tale contesto il ruolo della comunicazione.

Partendo dall'ipotesi⁸⁵ di razionalità informativa degli individui, ossia di attenzione al valore fondamentale degli investimenti, è possibile individuare dei comportamenti difforni da quelli teoricamente ipotizzabili. Questo avviene in riferimento ad informazioni riguardanti eventi inattesi in quanto quelli attesi dovrebbero essere già scontati nei prezzi praticati dal mercato. Gli operatori necessitano di tempo per analizzare e valutare la nuova informazioni e quest'ultima non risolve l'incertezza già presente nel mercato. La nuova informazione può dimostrarsi subito rilevante oppure non essere immediatamente percettibile. Nel primo caso, se la nuova informazione si dimostra subito rilevante la distribuzione di probabilità dei rendimenti associata all'investimento cambierà. Allo stesso tempo il mercato avrà difficoltà a valutare la nuova informazione e quindi aumenterà anche l'incertezza attribuita all'investimento stesso. In tale situazione la dinamica dei prezzi segue la cosiddetta Uncertain Information Hypothesis (UIH)⁸⁶ la quale afferma che con l'avvento della nuova informazione i prezzi tenderanno immediatamente a subire variazioni in negativo o positivo in base la stessa sia negativa o positiva.⁸⁷ Solo con il tempo e la diminuzione dell'incertezza dell'informazione stessa i prezzi si aggiusteranno rimanendo stabili o al limite rialzandosi.

Nel secondo caso invece dove l'effettiva rilevanza dell'informazione non è immediatamente percepibile si può forse parlare di rumori che turbano l'equilibrio del mercato. In questo caso alcune informazioni possono essere male interpretate dagli operatori e valutate per errore come nuove informazioni rilevanti. I prezzi subiscono di conseguenza variazioni e solamente con il tempo, quando gli individui percepiscono l'effettiva assenza di nuova informazione rilevante, possono sgonfiarsi e tornare a livelli equi. Per evitare tali variazioni tra il prezzo ed il valore

⁸⁵ Le ipotesi qui sviluppate in base alla razionalità ed alla irrazionalità informativa sono prese in riferimento al testo di BERTINETTI, *op. cit.*, 1996, pag. 94 ss.

⁸⁶ Per approfondimenti si veda: BROWN K.C., HARLOW W.V., TINIC S.M., *How Rational Investors Deal with Uncertainty*, in "Journal of Applied Corporate Finance", n.3, 1989.

⁸⁷ Tali prezzi sono sempre inferiori a quelli che si presenterebbero in assenza di incremento del premio per il rischio associato all'investimento.

dell'investimento è importante la qualità dell'informazione disponibile in termini di credibilità e comprensibilità. A tal fine le imprese potrebbero comunicare solamente alcune informazioni al mercato ed agevolare la comprensione del significato delle stesse. C'è da dire però che la selezione delle informazioni è lasciata alla discrezionalità dell'impresa e perciò possono comparire elementi di soggettività che il mercato potrebbe percepire in modo negativo e ripresentarsi per cui i problemi precedentemente affrontati. Sarebbe molto utile invece che le imprese agevolassero la comprensione delle informazioni attraverso delle chiavi di lettura del significato delle stesse così da ridurre l'incertezza del mercato e di conseguenza l'oscillazione dei prezzi.

Rimuovendo il principio di razionalità informativa degli individui si possono riscontrare ulteriori interpretazioni della anomala variabilità riscontrata nei prezzi dei titoli. Si può suddividere in due casi: quando gli individui sono consapevoli che i prezzi stanno deviando dal valore dei titoli e quando invece non ne sono a conoscenza. Se gli individui sono consapevoli che i prezzi stanno deviando dal valore fondamentale dei titoli possono continuare a ritenere che la deviazione si amplificherà e quindi seguono il mercato anziché posizionarsi contro tendenza. Il comportamento è considerato razionale in quanto fondato su attese della futura dinamica dei prezzi. Nel secondo caso il comportamento è invece irrazionale in quanto non vi è la consapevolezza che i prezzi correnti si stanno discostando dal valore intrinseco dei beni. Sono quindi fattori irrazionali che spingono la domanda o l'offerta in eccesso rispetto all'equo valore delle attività.

Le soluzioni a tali problemi potrebbero essere un aumento di comunicazione finanziaria al mercato da parte delle imprese ma allo stesso tempo l'informazione stessa dovrebbe essere più chiara e comprensibile al fine di ridurre gli errori di valutazione degli operatori. Queste soluzioni potrebbero aiutare a conseguire recuperi di efficienza e condizioni per una più equilibrata dinamica dei prezzi.

CAPITOLO 3: L'IMPATTO DELLA CRISI SUI BISOGNI DI COMUNICAZIONE FINANZIARIA

3.1 La crisi economico – finanziaria

La crisi economica che stiamo vivendo non è solo finanziaria ma sta travolgendo l'economia reale e l'intera struttura sociale. È una crisi di sistema, di trasformazione. Non riguarda solo le singole aziende e non può essere perciò definita come una semplice crisi d'impresa. È caratterizzata da eventi sistemici che producono una perdita di valore economico e di fiducia, accompagnata da un incremento dell'incertezza, in una sostanziale posizione del sistema tale da avere probabili e significativi effetti negativi sulla economia reale.⁸⁸ Non è quindi solo una crisi finanziaria che colpisce le istituzioni finanziarie e le attività del mercato monetario stesso ma una crisi che si ripercuote nell'economia reale, dei beni e servizi provocando effetti negativi a livello sistemico.

3.1.1 Natura e cause della crisi

L'attuale crisi economica e finanziaria ha avuto origine negli Stati Uniti e successivamente si è estesa al resto del sistema economico industrializzato con tempistiche ed impatti diversi in relazione al grado di assimilazione del modello statunitense, al grado di internazionalizzazione delle economie nazionali, alla solidità dei sistemi finanziari nazionali. La crisi ha una natura strutturale ed affonda le sue radici nell'industria manifatturiera, nei servizi e, certamente, anche nel settore della finanza. La crisi ha pertanto origine reale e deriva, a partire dagli anni settanta, dalla modalità di distribuzione del reddito prodotto negli Usa a favore dei profitti rispetto ai salari in

⁸⁸ La definizione adottata è stata estratta da uno studio del G10 sul consolidamento del settore finanziario e si trova in: PANTI C., *Le crisi finanziarie e le cornici preventive e risolutive nel sistema globale*, in "Rivista Bancaria-Minerva Bancaria", n.3, 2007, pag., 16.

relazione all'andamento della produttività. La natura finanziaria della crisi è pertanto il detonatore della crisi, non la sua causa principale.⁸⁹

Fino al 1970 la produttività media dei lavoratori americani è cresciuta costantemente. La stessa cosa si può affermare per i salari reali e di conseguenza per i consumi. Nella società americana si è affermato una modalità di distribuzione della nuova ricchezza che premiava sia i salari che i profitti reali.

A partire però dai primi anni settanta la crescita dei salari reali dei lavoratori americani si è fermata per effetto di vari fattori: il primo di questi riguarda la delocalizzazione della produzione da parte delle multinazionali statunitensi nei paesi a più basso costo, il secondo invece concerne l'aumento dell'intensità del capitale sostituendo i lavoratori con i macchinari ed infine l'ultimo fattore attiene all'aumento delle migrazioni dal Messico e dall'Europa di lavoratori disposti a lavorare a salari più bassi di quelli americani. La conseguenza è stata da un lato una diminuzione dei salari per i lavoratori e dall'altro la crescita della produttività e dei profitti a favore di manager e azionisti. In questo contesto caratterizzato da salari costanti o decrescenti le imprese hanno cercato di aumentare i profitti grazie alla divergenza tra crescita continua della produttività e la diminuzione dei salari reali. Allo stesso tempo per sostenere la crescita dei consumi hanno pensato di mettere a disposizione dei lavoratori il credito necessario contro il pagamento di interessi sui prestiti.

Il sistema delle imprese invece di distribuire anche ai lavoratori gli incrementi di produttività ha concesso credito, tramite le banche, agli stessi per consumare di più mentre i profitti hanno potuto continuare a crescere nelle industrie manifatturiere, nei servizi e nelle banche. La Federeal Reserve ha assecondato l'espansione del credito a bassi tassi di interessi per evitare i pericoli di recessione. Se a livello del singolo imprenditore la diminuzione dei salari reali fa aumentare i profitti in un contesto di

⁸⁹ Viene presa in considerazione l'opinione e la prospettiva dell'economista statunitense RICHARD WOLFF in merito alla natura della crisi, riportata in GARLATO G., *Analisi della crisi economico-finanziaria mondiale del 2008 e della crisi della teoria neoclassica come teoria economica accademica dominante*, dispense docente. Per approfondimenti si veda: video di una conferenza dell'ottobre 2008, in <http://www.vimeo.com/1962208>. Altri autori (SCARDOVI C., GATTI S.) affermano invece che è la crisi dei mercati azionari e obbligazionari, ovvero la crisi finanziaria, che si è trasmessa all'economia reale. SCARDOVI C., GATTI S., *Crisi dei mercati, sistema finanziario ed economia reale. Analisi e implicazioni per l'industria globale dei servizi finanziari*, in "Finanza, Marketing e Produzione", n.1, 2009, pag. 107.

crescita della ricchezza prodotta dall'impresa, a livello di sistema questo meccanismo non può funzionare a lungo in quanto la crescita dei consumi è alimentata dal ricorso al credito dei lavoratori e non da un maggior reddito reale. I prestiti vengono infatti concessi anche a coloro che non avrebbero potuto restituirli e riguardano mutui ipotecari residenziali, prestiti agli studenti o per l'acquisto dell'auto, carte di credito⁹⁰ e credito al consumo. Il primo presidente della Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo Jacques Attali sintetizza così il verificarsi della prima crisi del 2007: *“Questa prima crisi della globalizzazione si spiega in gran parte con l’incapacità della società americana di dare salari accettabili alle classi medie, spingendole ad indebitarsi per finanziare l’acquisto della casa e causando una crescita del valore dei patrimoni e della produzione; le istituzioni finanziarie si attribuiscono, senza alcun controllo delle banche centrali, dei governi o delle istituzioni internazionali, la maggior parte della ricchezza così prodotta, senza correre alcun rischio, grazie alla cartolarizzazione e ad una pseudo - assicurazione; ciò provoca, come conseguenza, una crescita dell’indebitamento che finisce per diventare intollerabile, provocando panico, perdita di fiducia e fuga da qualsiasi debito.”*

Per sostenere la domanda di milioni di consumatori e risollevarne l'economia dalla precedente crisi del 2001 delle imprese Internet, lo Stato Americano ha deciso quindi di concedere mutui sub prime per l'acquisto della prima casa anche alla popolazione meno abbiente che non sarebbe riuscita a rimborsare il prestito⁹¹.

È interessante spiegare il meccanismo di concessione del credito e di trasferimento del rischio dagli intermediari creditizi ai vari mercati che, ha portato alla grande crisi finanziaria.

Tale meccanismo può essere così riassunto: gli intermediari creditizi che hanno concesso i crediti sui mutui sub-prime hanno poi ceduto pro-soluto gli stessi a delle società – veicolo denominate SIV (Special Investment Vehicols). Quest'ultime hanno

⁹⁰ Le carte di credito americane e anglosassoni, definite *Carte Revolving*, consentono di fare acquisti o ritirare denaro senza che il titolare abbia fondi nel suo conto in banca. Al termine di sessanta giorni dall'acquisto o dal ritiro del denaro, il titolare della carta riceve l'estratto conto ma il saldo può essere pagato anche parzialmente portando a debito la differenza rimanente e aggiungendo quindi debito a debito.

⁹¹ BERSELLI E., *L'economia giusta*, Torino, Einaudi, 2010, pag. 39.

proceduto alla cartolarizzazione⁹² dei mutui concessi trasformandoli in obbligazioni, le cui cedole e il cui capitale a scadenza avrebbero dovuti essere pagati attraverso i flussi di cassa derivanti dalle attività sottostanti acquisite dalla società veicolo, in questo caso tramite i flussi di cassa prodotti dalle rate di rimborso dei mutui sub prime. Tali emissioni sono state certificate dalle società di rating⁹³ (Standard and Poor's, Moody's e Fitch) valutando il rischio utilizzando tecniche matematiche molto sofisticate fondate sull'ipotesi di efficienza dei mercati finanziari. Ipotesi che nell'anno 1998 avevano determinato il collasso dell' Hedge Fund Long Term Capital Management (LTCM) e messo in grave rischio il sistema finanziario internazionale. Le obbligazioni emesse dalle società - veicolo sono state collocate sul mercato e acquistate direttamente da banche commerciali, da banche di investimento e da investitori istituzionali quali compagnie di assicurazione, fondi pensione, fondi comuni di investimento mobiliare, *hedge funds*. Le stesse società che hanno proceduto alla cartolarizzazione si sono assicurate contro il rischio di default del credito presso le compagnie di assicurazione che, a loro volta si sono riassicurate. Si può parlare di un continuo trasferimento del rischio da un soggetto ad un altro con guadagni ridotti ma che si ritenevano certi fino a quando il mancato pagamento del prestito non avesse colpito l'ultimo soggetto detentore del rischio. A livello di sistema nessuno avrebbe previsto il default delle famiglie americane e quando si è verificato nessuno era preparato.

3.1.2 Avvenimenti principali

In questo paragrafo vengono richiamati gli eventi che hanno portato al rapido avvio e all'evolversi della crisi nella sua prima fase.⁹⁴

⁹² La cartolarizzazione è la cessione di attività o beni (crediti, immobili ecc..) di una società attraverso l'emissione e la collocazione di titoli obbligazionari. Il credito viene ceduto a terzi e il rimborso consiste nel capitale e nelle cedole di interesse indicate nell'obbligazione. Se il credito diviene inesigibile, coloro che acquistano titoli cartolarizzati perdono sia gli interessi che il capitale versato.

⁹³ Il rating è un giudizio sulla qualità delle emissioni di titoli di debito, tipicamente obbligazioni, o sulla affidabilità dei loro emittenti. Rappresenta in sintesi l'opinione espressa da società private specializzate sugli strumenti finanziari emessi da altre società private o stati sovrani. L'opinione è espressa in termini di combinazione di lettere dell'alfabeto dove AAA risulta il giudizio dell'eccellenza.

⁹⁴ La cronologia degli avvenimenti è in parte attinta dall'articolo di SCARDOVI C., GATTI S., *op. cit.*, 2009, pag.107 ss.

I primi segnali avvennero nel periodo di febbraio 2007 con le prime perdite attese sul portafoglio mutui. Nel giugno dello stesso anno vengono alla luce le ingenti perdite degli Hedge Funds che rappresentano la prima linea dei capitali speculativi soggetti a rischi della volatilità dei mercati. La maggior parte di tali perdite sono collegate al mercato immobiliare americano, che appare significativamente sopravvalutato rispetto alle medie storiche. Nel settembre 2007 la crisi diviene evidente con la pubblicazione dei dati trimestrali che indicano le perdite consistenti delle principali banche d'investimento. All'inizio del 2008 i risultati confermano il carattere duraturo della crisi evidenziando la progressiva estensione geografica della stessa anche se ancora limitata alle banche di credito ipotecario, alle banche d'investimento e ai fondi speculativi. Nel marzo 2008, Bear Stearns, quinta banca d'affari Usa, va in crisi di liquidità a causa dei mutui sub prime. Interviene la Federal Reserve⁹⁵ che ne favorisce l'acquisizione da parte della banca d'affari J.P. Morgan Chase e copre le perdite per trenta miliardi di dollari. Questo intervento sembrerebbe riportare una parziale fiducia degli investitori nella stabilità degli intermediari, consentendo di limitare la diffusione dell'incertezza sulle prospettive del sistema finanziario americano. I risultati trimestrali di maggio 2008 dimostrano però il perdurare della crisi con ulteriori massicce svalutazioni e l'intervento della Federal Reserve per salvare la AIG, la più grande compagnia di assicurazione degli Usa e una delle più grandi al mondo. Questo comportò anche il salvataggio di molte altre banche tra cui dodici Europee. Successivamente la situazione peggiora e le perdite economiche determinano il crollo dei prezzi azionari mettendo in luce alcune situazioni critiche, tra le quali Lehman Brothers⁹⁶ e le agenzie governative Fannie Mae e Freddie Mac⁹⁷. Tuttavia solamente riguardo a queste due ultime società il governo

⁹⁵ La Federal Reserve è la banca centrale degli Stati Uniti d'America. Fu istituita il 23 dicembre 1913 dal Congresso degli Stati Uniti e iniziò le sue operazioni nel 1914 come istituzione con il compito di prevenire e contenere eventuali crisi finanziarie, rendendo più stabile e sicuro il sistema finanziario e monetario della Nazione. L'obiettivo della Fed è gestire la politica monetaria statunitense, influenzando le condizioni creditizie e monetarie dell'economia nazionale, agendo sulla stabilità dei prezzi e sui tassi di interesse a lungo termine al fine di rendere il sistema finanziario e bancario più stabile possibile.

⁹⁶ Lehman Brothers Holdings Inc., fondata nel 1850, era una delle maggiori banche d'investimento degli Stati Uniti, era al vertice di un gruppo che operava a livello mondiale nel campo dei servizi finanziari. Tra le sue principali sussidiarie Lehman Brothers Inc., Neuberger Berman Inc., Aurora Loan Services, Inc., SIB Mortgage Corporation, Lehman Brothers Bank, FSB, e il Gruppo Crossroads.

⁹⁷ Fannie Mae fu creata nel 1938 dopo il decennio della Grande Depressione ed è la prima banca di natura semipubblica che ha per unico scopo l'erogazione di mutui sulla casa controllati dal governo. Insieme con Freddie Mac, la sua istituzione gemella, queste due maxi-banche di credito fondiario hanno avuto un

americano si è impegnato nel loro salvataggio attraverso gli interventi della Federal Reserve. Il mancato sostegno invece di Lehman Brothers porta quest'ultima a fallire nel settembre 2008 creando il panico a Wall Street e nei mercati finanziari globali. In data 15 settembre, infatti Lehman Brothers ha presentato ufficialmente al tribunale fallimentare di New York la richiesta di ammissione al Chapter 11⁹⁸ del Codice Fallimentare USA. La decisione del governo americano ha effetti molto significativi sui mercati monetari e interbancari ed evidenzia la debolezza dell'intervento dei regolatori stessi. A partire da questo momento le banche centrali non appaiono più infallibili e pronte ad intervenire come garanti di ultima istanza per il salvataggio delle istituzioni finanziarie di maggiore dimensione e di conseguenza inizia ad aumentare l'incertezza e la percezione della crisi. A partire da questo momento, con il crollo di Lehman Brothers, la crisi pare assumere contorni sistemici, estendendosi anche alle banche commerciali e ai mercati europei ed asiatici. Si susseguono successivamente nuovi crolli dei listini delle borse mondiali il venti febbraio 2009 (Wall Street ha perso il 13% in una settimana)⁹⁹. Nel 2010 la grande crisi finanziaria della Grecia è stata evitata dal piano di sostegno Europeo. Nel Novembre dello stesso anno è la volta della crisi finanziaria dell'Irlanda, seguita dalla Spagna. Ora come ora la situazione è critica per tutti gli stati Europei, Germania compresa. Anche lo stato tedesco si è accorto di non essere più l'unico paese europeo esente dal problema del collocamento di titoli di debito pubblico sul mercato. In sintesi, si sta verificando un aumento del costo dell'indebitamento per l'intera area Euro. Per quanto riguarda l'Italia a partire da settembre lo spread¹⁰⁰ tra il

volume di prestiti pari al 58% dell'intero debito pubblico americano. Negli ultimi mesi a causa della paralisi dei mutui la loro quota del credito immobiliare è salita fino al 98% di tutti i nuovi prestiti. Anche quando una famiglia ottiene il prestito dalla Citibank o dalla Bank of America, oppure da una piccola banca locale, in realtà il finanziatore di ultima istanza è una delle due banche: Fannie Mae e Freddie Mac che garantiscono il finanziamento del mutuo emettendo dei titoli obbligazionari che vengono a loro volta comprati e finiscono nei portafogli delle banche, dei fondi d'investimento, dei risparmiatori.

⁹⁸ Il Chapter 11, molto simile all'amministrazione controllata sino a poco fa prevista dalla legge italiana, fa riferimento alla procedura prevista dal capitolo 11 del Bankruptcy Code statunitense (equivalente alla legge fallimentare italiana), volta al soddisfacimento dei creditori, ma contemporaneamente alla prosecuzione dell'attività dell'impresa in crisi. Ciò significa che, durante la procedura, il debitore mantiene il possesso dei propri beni mentre i creditori non possono rivalersi su tali beni, proprio per permettere lo sviluppo del piano di riorganizzazione.

⁹⁹ GIAVAZZI F., *Come salvarci dall'abisso*, Corriere della Sera del 22 febbraio 2009.

¹⁰⁰ E' una misura del rischio di insolvenza associato a un titolo di stato e, di conseguenza, alla salute finanziaria di un Paese. È il differenziale, valutato dal mercato, tra il rendimento di quel titolo (Btp

Btp e il Bund tedesco è continuato a salire ed è arrivato ai massimi storici, allo stesso tempo i valori della borsa continuano a scendere.

3.1.3 Responsabilità e conseguenze della crisi

Le colpe e le responsabilità di questa grande crisi si possono imputare in parte alle banche, alle società di rating, ai regolatori del mercato finanziario. Sicuramente la causa prima è da ricercarsi nel comportamento messo in atto dalle banche americane che hanno concesso credito facile principalmente attraverso i mutui sub-prime e in minor misura attraverso le *credit cards* (allo scoperto) ed altri analoghi strumenti.

Anche le società di rating non hanno reso un buon servizio al mercato in quanto hanno reso opaco il mercato dei titoli cartotalizzati attribuendo, molte volte, un elevato giudizio a titoli derivati non affidabili e ciò ha consentito la diffusione del rischio di credito nei mercati finanziati, a livello globale. Come è stato visto in precedenza la caduta del valore degli immobili sul mercato americano e l'aumento dei tassi di interesse hanno determinato diffuse situazioni di insolvenza, il livello di fiducia nei mercati si è deteriorato con effetti devastanti che si sono abbattuti sull'economia degli intermediari finanziari e delle altre imprese in termini di restrizione del credito, perdita del valore dei titoli, caduta della domanda di beni e servizi, perdita dei posti di lavoro, fallimenti. Oltre alle responsabilità delle banche e delle società di rating, si aggiungano quelle dei regolatori del mercato finanziario (legislatori) che non sono stati capaci di definire regole utili a mantenere a livello fisiologico il rapporto tra rischi e capitale delle banche e tali da bloccare o limitare la creazione e la circolazione di titoli altamente rischiosi. Infine, tra i presunti responsabili non è mancato qualche accenno agli economisti¹⁰¹, che non sarebbero stati capaci di segnalare l'elevato grado di rischio verso il quale parte del mondo della finanza si stava orientando, mettendo in atto una gestione irresponsabile del credito.

Per quanto riguarda invece gli effetti della crisi si può affermare che sono stati

italiano) e il rendimento di un titolo corrispondente di uno Stato considerato privo di rischio, come la Germania (Bund tedeschi). Un elevato spread indica un aumento del costo per l'Italia di finanziarsi sui mercati.

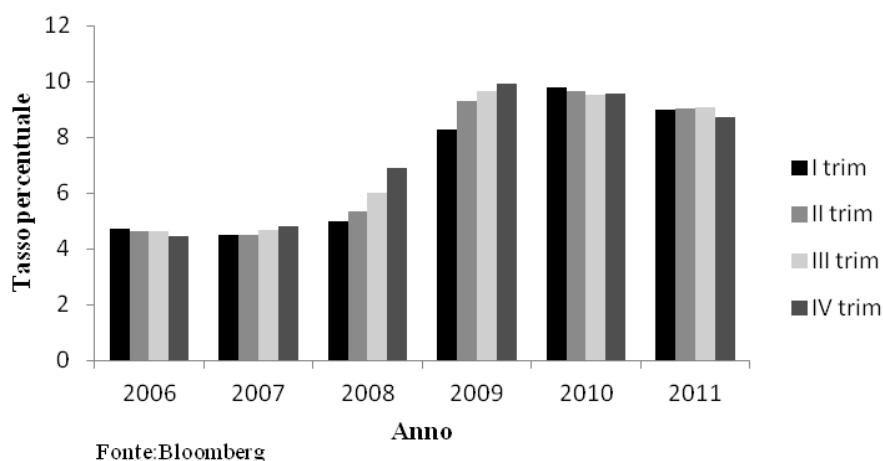
¹⁰¹ VACIAGO G., *Concorrenza, crisi e teoria economica*, in *Dopo la crisi: conseguenze economiche, finanziarie e sociali*, Milano, Giuffrè Editore, 2010, pag. 123.

devastanti e ne hanno risentito oltre il sistema finanziario anche i consumatori ed il sistema reale dei beni e servizi. Per quanto concerne il sistema finanziario emerge dal quadro precedentemente descritto che la crisi ha impattato negativamente sulla qualità degli asset delle banche. Essa ha inciso sulla loro patrimonializzazione, sulla loro capacità reddituale, e sulla loro possibilità di rifinanziarsi. In particolare modo, il default dei prestiti connessi ai titoli derivati ha messo in moto una rincorsa al realizzo di quest'ultimi e in breve tempo hanno perso gran parte del loro valore. I titoli derivati sono diventati "titoli tossici" (bad asset). Le banche che avevano titoli tossici tra le attività sono state travolte da massicce operazioni di realizzo in borsa delle loro azioni con effetti devastanti come nel caso della Lehman Brothers fallita nel giro di poche ore o nazionalizzate come i casi della Northern Rock inglese, dell'AIG (società di assicurazione statunitense) e di Fanny Mae e Freddie Mac.

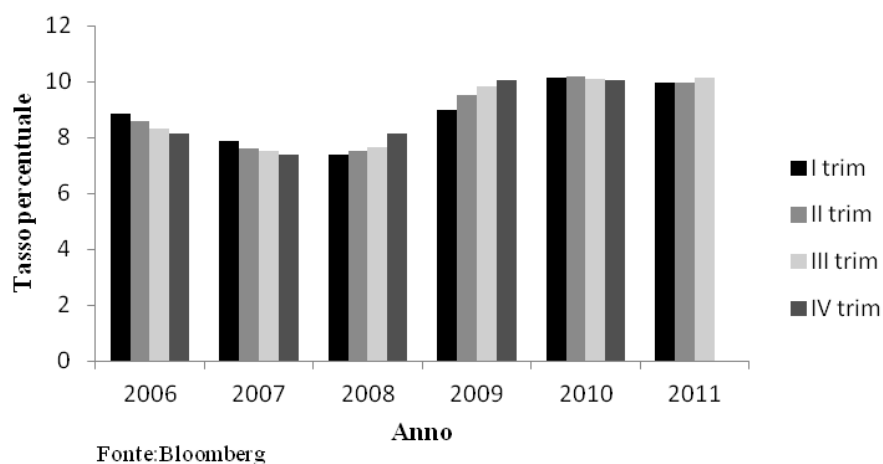
Tutto questo ha provocato una crisi di fiducia che si è ripercossa nelle borse mondiali con il calo dei listini. Allo stesso tempo è crollato il prestito interbancario dovuto all'incertezza riguardante i titoli tossici presenti all'interno delle banche. Colpite dalla crisi sono state anche le famiglie in quanto i titoli tossici che sono entrati nei loro portafogli hanno comportato una riduzione del loro risparmio in forma monetaria. Anche l'occupazione ne ha fortemente risentito dovuto al calo della domanda e l'aumento del costo della posizione finanziaria delle imprese. Vengono riportati tre grafici riguardanti la variazione percentuale del tasso di disoccupazione negli anni negli Stati Uniti, in Italia e nei paesi europei aderenti all'Unione Economica Monetaria. Quello che si nota immediatamente è la maggiore variazione del tasso di disoccupazione degli Usa rispetto a quello dell'Europa e dell'Italia. Infatti, la percentuale di aumento della disoccupazione dell'Europa ammonta al 27%, dell'Italia al 30% mentre per gli Usa al 55%. Per quanto riguarda l'Italia si può osservare come, nel secondo semestre del 2007 quando si verificarono i primissimi segnali di crisi, la percentuale del tasso di disoccupazione era il 6%. Nel secondo semestre del 2011, a distanza di quattro anni in piena crisi economica, il tasso è salito di due punti percentuali, arrivando all'8%. Nei paesi aderenti all'UEM invece il tasso di disoccupazione è più alto, evidenziato un differenziale di 2,5 punti percentuali dal secondo semestre del 2007 al secondo semestre del 2011. Si nota come però mentre per tutti i paesi aderenti alla moneta unica il tasso rimane pressoché invariato, se non uguale, nei vari trimestri dal 2010 al 2011, per

quanto concerne l'Italia invece c'è un leggero miglioramento con un abbassamento della disoccupazione nell'ultimo anno rispetto a quello precedente. Secondo un'analisi di Confindustria il tasso di disoccupazione tenderà a peggiorare però nel 2012 arrivando a un 9% (rispetto all'8% dell'anno 2011).

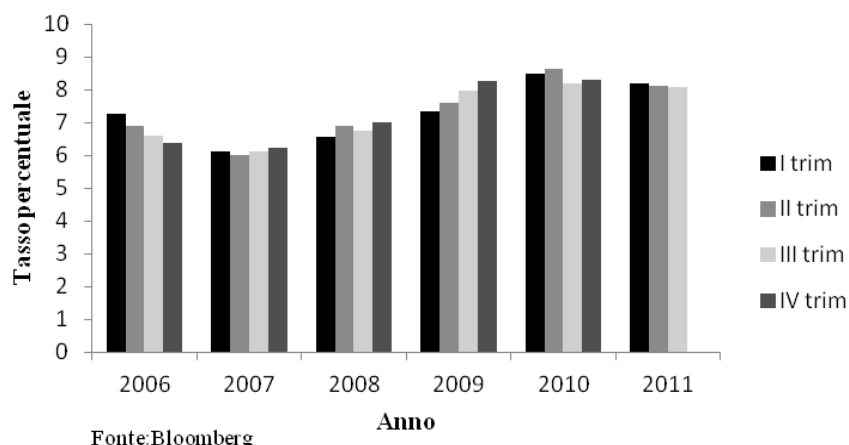
Disoccupazione Usa



Disoccupazione Europa



Disoccupazione Italia

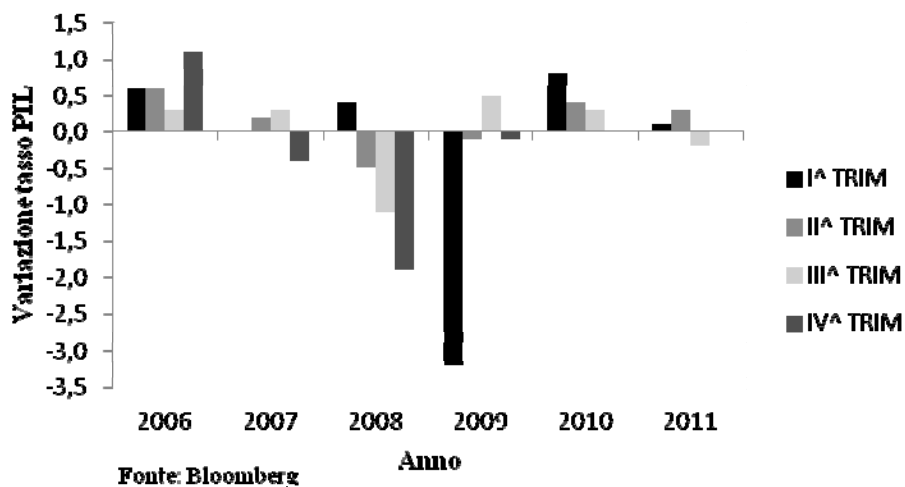


Allo stesso modo il sistema produttivo di beni e servizi ha avuto un forte impatto recessivo sulla produzione riguardante tutti i paesi industrializzati. Il Prodotto Interno Lordo dell'Italia è progressivamente diminuito. Gli ultimi tre trimestri 2008 e i primi due del 2009 sono stati quelli in cui la variazione percentuale del Pil è stata maggiormente negativa. C'è stata una ripresa nel 2010 con variazioni positive fino al terzo trimestre 2011, quando si sono verificati ancora dati negativi. Nella nota di aggiornamento del documento di economia e finanza (Def), pubblicata dal Ministero dell'Economia, si prevedono ancora dati negativi per il 2012, dovuti alla crisi internazionale ma anche al debito degli Stati, stimati di circa l' 1,5 % del Pil. Dello stesso parere il Centro Studi di Confindustria che prevede nel 2012 una caduta del Pil prossima all' 1,6% che potrebbe essere seguita da un'ulteriore contrazione nel 2013.

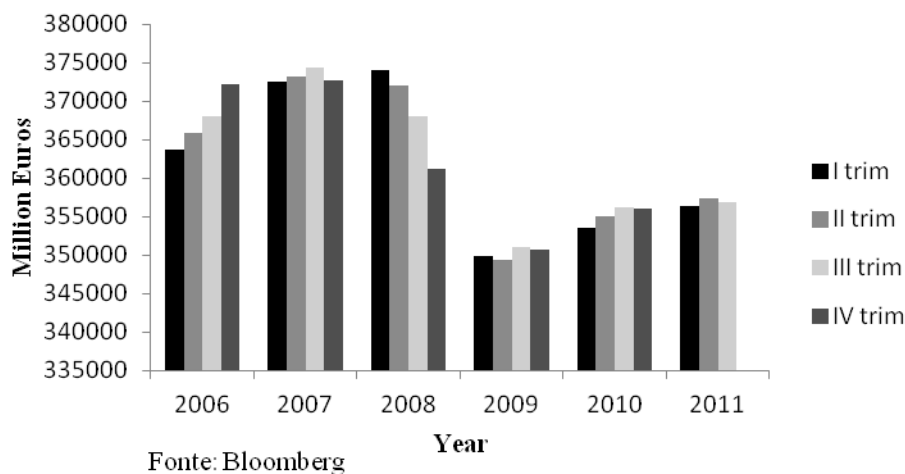
Variazione percentuale PIL ITALIA

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
I^ TRIM	0,6	0,0	0,4	-3,2	0,8	0,1
II^ TRIM	0,6	0,2	-0,5	-0,1	0,4	0,3
III^ TRIM	0,3	0,3	-1,1	0,5	0,3	-0,2
IV^ TRIM	1,1	-0,4	-1,9	-0,1	0,0	

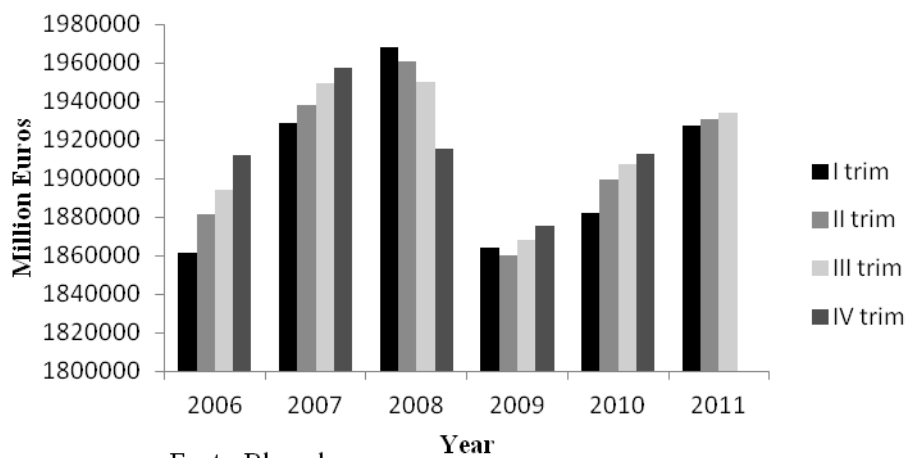
PIL ITALIA



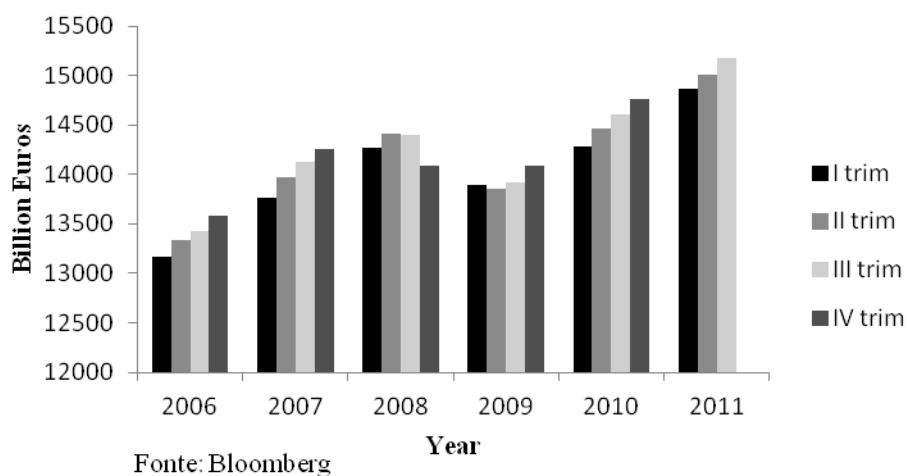
Pil Italia



Pil Europa

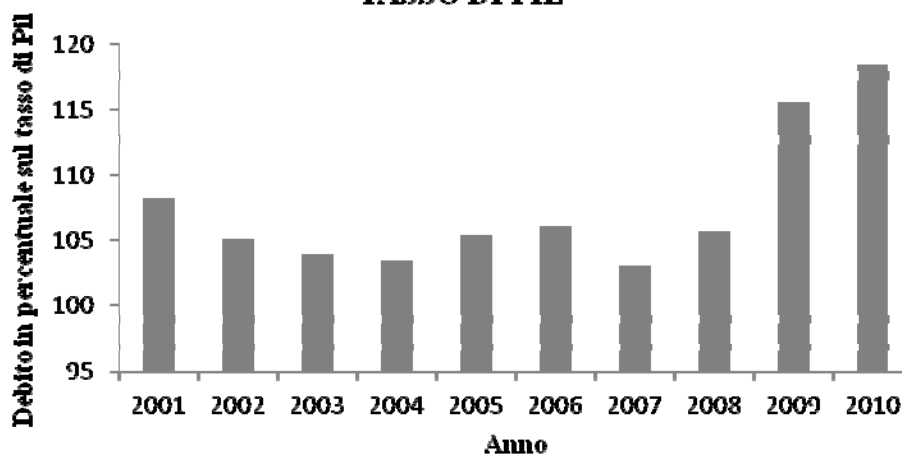


Pil Usa



Anche il debito dello Stato italiano è notevolmente aumentato e questo può essere rappresentato graficamente di seguito. In particolare modo si evidenzia il rapporto tra debito dello Stato Italiano e Pil. Quest'ultimo, a partire dal 2007, è sempre cresciuto fino ad arrivare al valore di 118,4 nel 2010 rispetto a quello di 103,1 nel 2007.

DEBITO ITALIANO IN PERCENTUALE SUL TASSO DI PIL



Fonte: Bloomberg

Le implicazioni di questa crisi finanziaria sull'economia reale, visti anche i dati dell'incremento del costo del debito, l'aumento della disoccupazione, la riduzione del Pil e la generale crisi di fiducia sulla stabilità dell'ordine economico mondiale appaiono quindi severe e di lunga durata.¹⁰²

Un'ulteriore analisi si può condurre per i principali settori economico-finanziari italiani al fine di vedere quali tra questi hanno avuto un buon andamento azionario e retto meglio la crisi rispetto agli altri.

3.2 La disclosure volontaria nell'attuale condizione di incertezza

Per analizzare come varia la disclosure volontaria nel contesto di crisi economica partiamo dapprima ad esaminare la comunicazione con riferimento ad un ambiente stabile. Come visto in precedenza le prime ricerche¹⁰³ in tema di disclosure volontaria hanno sostenuto che per evitare problemi di selezione avversa i manager dovrebbero volontariamente comunicare al mercato tutte le informazioni rilevanti in loro possesso per ridurre l'asimmetria informativa e quindi il costo del capitale. Tali teorie non erano però descrittive della realtà in quanto esistono dei costi che limitano la

¹⁰² SCARDOVICI, GATTI S., *op. cit.*, 2009, pag. 112.

¹⁰³ AKERLOF G.A., *op. cit.*, 1970.

comunicazione¹⁰⁴. Questi costi, cosiddetti proprietari, derivano dal preparare, diffondere e controllare i dati oltre che dal fornire informazioni strategiche ai competitori. In condizione di ambiente certo i manager con informazioni favorevoli che portano ad aumentare il valore dell'impresa le comunicano, gli altri invece con notizie negative tendono a non esternarle. L'obiettivo dei manager è quello di massimizzare il valore corrente¹⁰⁵ dell'impresa ed è per questo che essi, anche quando conoscono le performance economiche future, possono decidere di non comunicarle se questo può comportare una riduzione del valore dell'azienda stessa. A tal proposito però c'è da dire che anche il non comunicare le cattive notizie o viceversa la disclosure di quelle buone che si rilevano poi troppo ottimiste può comportare costi connessi alle azioni legali da parte degli investitori e diminuire quindi il valore. Il problema fino a qui affrontato e della maggior parte degli studi in letteratura si concentra sulle strategie di disclosure volontaria all'interno di un ambiente relativamente stabile. Interessante è vedere come invece cambia la comunicazione volontaria nell'attuale crisi economica, nel momento in cui l'ambiente competitivo diventa instabile e imprevedibile. È ipotizzabile che in tale contesto aumentino i costi proprietari sia per la maggiore difficoltà a produrre informazioni significative e anche per il maggior rischio che queste possono essere sfruttate dai competitori. L'aumento dell'imprevedibilità ambientale causa una maggiore incertezza negli investitori sull'effettivo valore corrente dell'impresa portando gli stessi, in assenza di comunicazione volontaria, a rivalutarla al ribasso. Questo anche nel caso in cui gli investitori abbiano un profilo di neutralità al rischio in quanto se la maggiore rischiosità dell'investimento fosse positivo il manager lo comunicherebbe. Tutto questo può portare le aziende a diminuire o comunque non aumentare la disclosure volontaria per non peggiorare l'immagine ed il valore aziendale agli investitori. L'attuale crisi economica ha, in genere, influenzato negativamente le performance delle imprese con un calo della redditività. Quest'ultima è da ritenersi un indicatore fondamentale della qualità dell'investimento e una delle più importanti

¹⁰⁴ JENSEN M., MECKLING W., *op. cit.*, 1976.

¹⁰⁵ Tra i motivi per cui i manager hanno come obiettivo la massimizzazione del valore corrente ci sono: il loro possesso di azioni, la valorizzazione del loro operato nel mercato, pressioni da parte di investitori istituzionali.

informazioni che un'impresa deve comunicare ai mercati finanziari. È stato osservato¹⁰⁶ che all'aumento delle performance economiche corrisponde un maggiore livello di disclosure volontaria. Si riscontra inoltre che quando tale periodo di crescita finisce, il livello ritorna quello precedente. Tale risultato contraddice l'idea che le performance economiche negative o comunque decrescenti portino le aziende ad aumentare il livello di disclosure volontaria per evitare i costi connessi a possibili azioni legali. Si smentisce inoltre l'idea che le scelte di comunicazione volontaria abbiano una dipendenza temporale, ossia che le scelte operate in un periodo condizionano quelle operate nel periodo successivo. Questo quantomeno in presenza di una forte discontinuità a livello di performance economiche. È stato anche riscontrato che nella fase di crescita le aziende insistono sulla disclosure in merito alle performance economiche future, mentre nel momento in cui stanno arrivando periodi di forte recessione, le imprese concentrano la comunicazione sulle performance correnti, ancora positive, evitando così di comunicare l'imminente declino. Tale comportamento permette di continuare a soddisfare le richieste informative del mercato finanziario evitando problemi di selezione avversa ma anche possibili azioni legali dovute a una disclosure inadeguata o intempestiva. Tali considerazioni¹⁰⁷ però non approfondiscono il cambiamento delle strategie di disclosure volontaria nel momento in cui si presenta un periodo di forte crisi e si focalizzano di più nei risultati negativi delle singole imprese. Un lavoro più recente¹⁰⁸ ed esplicativo della variazione delle strategie di comunicazione volontaria di fronte ad un aumento dell'incertezza ambientale dimostra, a differenza degli studi di Miller, che al crescere dell'incertezza ambientale le strategie di disclosure sostanzialmente non variano. Nel caso in cui le aziende hanno scontato più negativamente l'aumento dell'incertezza ambientale dovuta alla crisi, evidenziando una variazione negativa a livello di redditività, variano le proprie strategie di comunicazione in modo significativamente diverso dalle altre, dedicando molto più spazio ad

¹⁰⁶ MILLER G.S., *Earnings Performance and Discretionary Disclosure*, in "Journal of Accounting Research", n. 40, 1992.

¹⁰⁷ MILLER G.S., *op. cit.*, 1992.

¹⁰⁸ BAGNOLI C., *L'evoluzione delle strategie di disclosure volontaria delle imprese quotate italiane in un contesto di accresciuta incertezza ambientale*, "Finanza, Marketing e Produzione", n. 3, 2009, pag. 104 ss. L'autore indaga ed analizza la variazione delle strategie di disclosure volontaria a fronte di un aumento dell'incertezza ambientale avvenuta con la crisi del 2001.

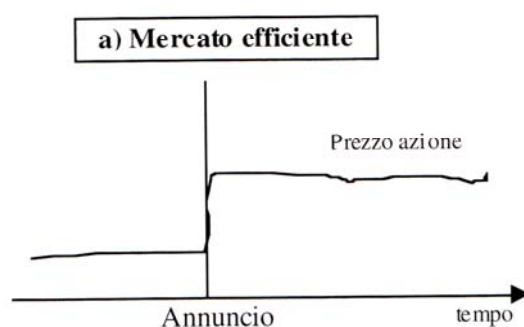
approfondire gli investimenti in R&D. Aumentando tali attività cercano di rassicurare gli investitori sulla capacità dell'impresa di superare la crisi. Viceversa, le imprese che non sembrano aver scontato gli effetti negativi riducono la comunicazione della R&D per compensare, almeno nella percezione degli investitori, la maggior rischiosità esterna con una minore interna.

3.3. L'approccio e le soluzioni nella teoria

Per completare l'approccio teorico del secondo capitolo vengono analizzate le teorie neoclassiche, dell'efficienza dei mercati, dell'agenzia e della finanza comportamentale tenendo conto dell'attuale crisi economica e cercando di capire il loro ruolo e l'eventuale soluzione. Per quanto riguarda le prime teorie neoclassiche si può affermare come esse siano distanti dalla realtà attuale e con assunzioni molto diverse da quelle che si riscontrano effettivamente nei mercati reali. Si pensi al fatto che le informazioni non sono tutte disponibili, in particolare modo nel contesto di crisi economica aumentano i comportamenti opportunistici e le asimmetrie informative, le aziende non comunicano tutte le informazioni, o si limitano a quelle positive. Allo stesso tempo gli individui non si comportano in modo razionale e spesso il mercato reagisce con comportamenti irrazionali e valuta anche le poche aziende profittevoli in modo negativo come tutte le altre a causa della crisi di fiducia generalizzata. In tale contesto possiamo quindi affermare che le teorie neoclassiche riferite a condizioni di certezza e di incertezza non possono essere rappresentative della realtà attuale di crisi e le ipotesi da esse formulate non prevedono spazio per la comunicazione d'impresa.

Solamente in merito alla seconda teoria dei mercati efficienti si può iniziare a parlare di un primo spazio per la comunicazione d'impresa. Questa teoria infatti è più vicina ad ipotesi realistiche, in particolare modo ammette la presenza di inefficienze ed imperfezioni che si traducono in dinamiche e acquisti mal guidate dalle informazioni e rendono possibile il crearsi di prezzi più bassi del valore (effetto positivo, si ottiene un rendimento superiore di quello delle alternative) o prezzi più alti del valore. Nel contesto attuale di crisi molte volte si sono verificate infatti deviazioni di prezzo significative e durature rispetto al valore fondamentale di un titolo per una imprecisa valutazione dello stesso per degli errori degli analisti o per i tempi di diffusione

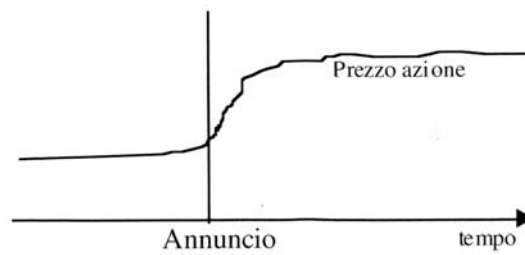
dell'informazione. Vengono analizzate in seguito le dinamiche dei prezzi prima e dopo l'avvento di un informazione *price sensitive*¹⁰⁹ nelle varie forme di efficienza dei mercati e si cerca di capire il ruolo dell'informazione in riferimento anche all'attuale crisi. In un mercato efficiente, il prezzo dell'attività finanziaria si adeguerà subito e in base al prezzo equo derivante dalla nuova informazione. Graficamente si può così rappresentare:



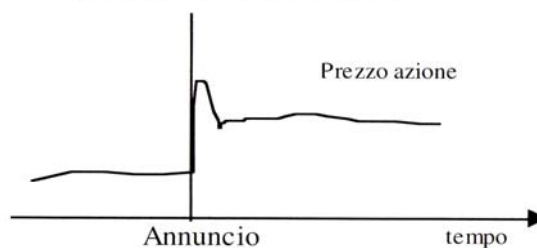
In tale contesto di crisi economica è difficile che il prezzo si adegui subito anzi si è visto come vi siano deviazioni sistematiche dei prezzi dal valore intrinseco dei titoli azionari dovuti a diversi gradi di inefficienza che caratterizzano il mercato. Tale inefficienze sono dovute all'incertezza degli analisti dell'informazioni riguardanti le aziende stesse e allo stesso tempo alla mancanza di fiducia generale che porta ad errori di valutazione. In questo caso le soluzioni che possono delinearsi sono sostanzialmente due: la prima riconducibile ad una reazione lenta del mercato (*slow learning market*), la seconda ad una reazione eccessiva (*overreaction*). Graficamente le situazioni possono essere così rappresentate:

¹⁰⁹ Informazione in grado di influire sulle variabili alla base del valore come i flussi di cassa, la crescita attesa, il rischio operativo e finanziario.

b) Slow learning market

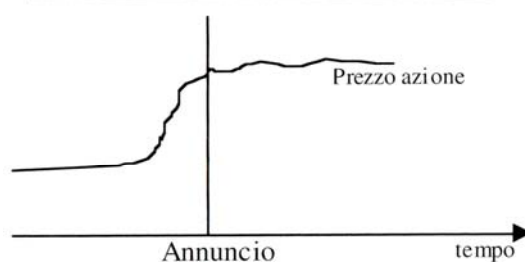


c) Overreacting

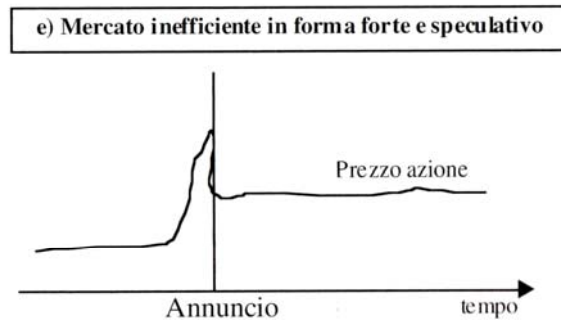


In questi due casi il mercato è inefficiente in forma semi-forte poiché il prezzo si adegua al nuovo equilibrio o con ritardo oppure stimando erroneamente in una prima fase l'impatto della nuova informazione. Nell'attuale situazione economica il prezzo può quindi salire o scendere notevolmente per una valutazione erronea e poi aggiustarsi nel tempo quando il mercato comprende che la reazione eccessiva non era fondata e dovuta a fenomeni anche irrazionali e di paura. La stessa considerazione si può applicare per le successive forme di efficienza del mercato che verranno di seguito analizzate. Per quanto riguarda l'inefficienza forte si verifica quando l'informazione è pervenuta ad alcuni investitori in un periodo precedente l'annuncio ufficiale per conseguire extra-rendimenti positivi. Successivamente il prezzo tenderà a stabilizzarsi con prezzi tendenti al valore equo.

d) Mercato inefficiente in forma forte



Infine si può riscontrare la situazione di mercato inefficiente in forma forte e speculativo, dove prima dell'annuncio vi sono chiari segnali di una fuga di notizie e alcuni soggetti possono lucrare extra-profitti, all'annuncio il mercato sconta il valore portando il prezzo a livello di equilibrio come evidenziato nel grafico:



Questa teoria dell'efficienza dei mercati è più vicina ad ipotesi realistiche attuali rispetto alla teoria neoclassica dei mercati perfetti. Anche se c'è da sottolineare che difficilmente il prezzo torna subito verso un valore equo. Talvolta questo non avviene e si creano prezzi più bassi del valore o prezzi più alti del valore realizzando degli extra-rendimenti da parte di alcuni soggetti. Il ruolo della comunicazione in tale contesto potrebbe aumentare a livello quantitativo in modo da ridurre tali deviazioni di prezzo e permettere una maggiore capacità valutativa del mercato a vantaggio dell'equità dei prezzi di scambio.

Passando ad analizzare la teoria dell'agenzia e le asimmetrie informative si può affermare che la recente crisi finanziaria ha evidenziato il fenomeno dell'opportunismo manageriale tendente a determinare comportamenti orientati a generare remunerazioni eccessive commisurate a risultati di breve termine e non volti a creare condizioni di massimizzazione del valore d'impresa per gli stakeholder. Come si è visto in precedenza alla base del credito facile per alimentare i consumi, che ha portato poi al tracollo finanziario delle banche, c'è stato il forte squilibrio tra salari e profitti manageriali. Ciò si è verificato anche per il comportamento di alcuni manager intenti ad orientare e sviluppare azioni in modo da accrescere i propri benefici personali. Tale situazione, ben nota e analizzata nella teoria dei rapporti di agenzia, ha indotto la classe

dirigenziale a rendere poco evidenti e trasparenti le informazioni inerenti l'attività aziendale. Il management, infatti, si è trovato spesso nella difficile situazione di dover comunicare almeno ad una parte dei portatori di interessi, risultati che non erano in linea con quanto atteso da tali soggetti ma coerenti con gli obiettivi, a volte non condivisibili, che lo stesso si era prefissato di raggiungere. Il problema, in altri termini, è connesso alle asimmetrie informative esistenti tra coloro che sono all'interno dell'impresa e i vari stakeholder esterni. In questo modo viene meno l'efficacia della comunicazione esterna che è sempre stata una condizione essenziale ai fini del raggiungimento di un soddisfacente livello di trasparenza informativa. In questo senso la disclosure esterna è stata incompleta e oggetto di insufficiente attenzione da parte del management delle imprese che sono state colpite dalla crisi¹¹⁰. Il mancato raggiungimento di un adeguato livello di armonizzazione e l'incompleta diffusione all'esterno dell'informazione societaria, hanno reso inefficaci i meccanismi di controllo sull'operato del management che, purtroppo, solo successivamente e non preventivamente al manifestarsi della crisi finanziaria, è apparso condizionato da modelli di gestione aziendale non realmente orientati alla massimizzazione del valore per gli stakeholder. L'informazione, in altri termini deve approfondire la conoscenza su elementi di rischio sempre più cruciali per esprimere un giudizio attendibile e in linea con le condizioni di funzionamento del complesso aziendale. Le inefficienze informative riscontrate nelle imprese coinvolte nella crisi finanziaria hanno compromesso l'immagine e la credibilità delle stesse nei confronti degli stakeholder nonché, più in generale, la fiducia sul funzionamento del sistema economico nel suo complesso. Come già sottolineato quindi, nei casi in cui il management ha attuato azioni di azzardo morale, il sistema dei controlli interni¹¹¹ non ha esercitato efficacemente la sua funzione. I comportamenti opportunistici e le asimmetrie informative hanno predominato rispetto al sistema dei controlli che hanno prodotto un inopportuno appesantimento dei processi burocratici di screening e

¹¹⁰ FORTUNA F., *op. cit.*, 2007, pag. 524.

¹¹¹ Il sistema dei controlli interni, nella prassi economico - aziendale, si identifica nell'insieme delle attività che permettono la realizzazione ed il controllo di processi orientati al raggiungimento di obiettivi in termini di esecuzione efficaci ed efficienti delle attività operative. Tale sistema rappresenta, nelle sue principali caratteristiche, un processo integrato di relazioni operative tra le varie aree aziendali, idoneo a costituire le condizioni necessarie per una corretta valutazione della struttura organizzativa e operativa nonché dei rischi aziendali.

monitoring delle decisioni aziendali. L'unica forma di controllo esterno dell'operato manageriale è rappresentato dalle regole che il mercato nel suo sviluppo costituisce a salvaguardia dell'efficace ed efficiente gestione d'impresa. Affinché il mercato possa innescare questo articolato strumento di verifica dell'operato aziendale, è necessario che l'impresa trasmetta al mercato le informazioni rilevanti per la determinazione del suo valore attuale e prospettico. In questa situazione di crisi una prima soluzione da adottare sembra quindi quella di una maggiore informazione da parte delle aziende al mercato per ridurre le asimmetrie informative. Ovviamente quest'ultima deve rappresentare in modo chiaro e trasparente lo stato dell'impresa ed esprimerne correttamente le potenzialità. Con un'informazione più trasparente il mercato potrebbe avere più fiducia nel comportamento e nei risultati aziendali e premiare l'impresa stessa con una risposta di consenso. Un'ulteriore soluzione potrebbe essere quella di introdurre regole per porre freno alla discrezionalità del management, stabilendo regole comportamentali che impediscono il perseguimento e la realizzazione di intenti sfavorevoli o incompatibili con gli obiettivi aziendali. Perché ciò avvenga, tuttavia, non è sufficiente il miglioramento della regolamentazione, occorre anche che i manager prendano coscienza dei loro errori ed evitino comportamenti utili a se stessi ma inefficaci o dannosi per la massimizzazione degli stakeholder¹¹². La soluzione quindi alla riduzione di questi comportamenti opportunistici, per cercare di riacquisire la fiducia persa dagli stakeholder e dal mercato, è una maggiore comunicazione, oltre che all'istituzione di regole che controllino l'operato delle imprese.

In riferimento invece alla teoria comportamentale¹¹³ le anomalie riguardanti il mercato ed il comportamento degli individui sono molto più profonde di quanto risolvibili con un incremento quantitativo del flusso di informazione al mercato, come invece si supponeva per la teoria dell'agenzia. Le anomalie possono infatti incidere sulla variazione dei prezzi ed è pertanto utile indagare anche l'aspetto psicologico del comportamento per comprendere le soluzioni nell'attuale contesto recessivo. Con la crisi le conseguenze, come abbiamo visto, sono state devastanti: imprese con performance negative, banche fallite, disoccupazione. Tutto questo ha

¹¹² FORTUNA F., *op. cit.*, 2007, pag. 532.

¹¹³ Per la parte teorica si rimanda al capitolo secondo.

portato ad una crisi di fiducia generalizzata. In tale contesto il mercato è portato a valutare anche quelle poche aziende con performance molte buone in modo negativo e considerarle come tutte le altre. Questo avviene per un errore, una distorsione dovuta alla mancanza di fiducia generalizzata che porta il mercato a pensare che se la maggior parte delle aziende va male di conseguenza tutte le aziende hanno performance negative. Per ovviare a tale situazione ed evitare che il mercato attribuisca un minore valore all'impresa è importante, non tanto aumentare la quantità della disclosure, quanto la qualità dell'informazione disponibile in termini di credibilità e comprensibilità. A tal fine le imprese potrebbero comunicare solamente alcune informazioni al mercato ed agevolare la comprensione del significato delle stesse. C'è da dire però che la selezione delle informazioni è lasciata alla discrezionalità dell'impresa e perciò possono comparire elementi di soggettività che il mercato potrebbe percepire in modo negativo e ripresentarsi per cui i problemi precedentemente affrontati. Sarebbe molto utile invece che le imprese agevolassero la comprensione delle informazioni attraverso delle chiavi di lettura del significato delle stesse così da ridurre l'incertezza del mercato e di conseguenza l'oscillazione dei prezzi. Inoltre l'informazione dovrebbe essere più chiara e comprensibile al fine di ridurre gli errori di valutazione degli operatori. Queste soluzioni potrebbero aiutare a conseguire valutazioni più corrette da parte del mercato.

CAPITOLO 4: ANALISI EMPIRICA

4.1. Introduzione all'analisi empirica

In questo capitolo viene analizzato il settore bancario, tale scelta è ricaduta sul fatto che tale settore è quello che più ha risentito della crisi in termini di performance e risultati negativi. Per vedere se la comunicazione delle banche influisca sui risultati e sulla fiducia del mercato, vengono raccolte le serie storiche dei prezzi azionari delle banche analizzate e calcolato il beta, come misura del rischio delle singole banche rapportato dapprima a quello del settore bancario e successivamente a quello di tutti i settori. Questa analisi permetterà di comprendere se l'andamento dei titoli di alcune banche si è discostato dall'andamento settoriale generale. Si cercherà poi di comprendere se tale scostamento dal settore è dovuto o meno al ruolo della comunicazione economico – finanziaria. In altri termini analizzare se il mercato ha recepito tutte le banche in modo negativo o se ha selezionato alcune di queste in termini positivi e di fiducia. In questa seconda ipotesi si cerca di vedere se è determinante o meno il ruolo della comunicazione da parte delle banche.

Inizialmente, prima di soffermarci sul settore bancario, sono stati presi in riferimento i seguenti settori: banche, finanziario, industria, trasporti e telecomunicazioni. Per ognuno viene misurata la deviazione standard (o scarto quadratico medio) al fine di analizzare la volatilità del settore¹¹⁴. I dati sono stati rilevati giornalmente e si riferiscono all'indice Comit con base 100 al 31/12/1972.

Successivamente vengono considerate le seguenti banche: Unicredit, Intesa, Monte dei Paschi di Siena, Mediobanca, Carige. Per tali banche i calcoli della deviazione standard si sono effettuati sia su dati giornalieri che settimanali dei prezzi delle azioni di ogni singolo titolo. Per ogni banca è stato calcolato inoltre l'indicatore Beta¹¹⁵ per rapportare

¹¹⁴ La deviazione standard è un indice relativo e misura quanto si disperdono i valori (prezzo) di un determinato titolo rispetto alla propria media. La dispersione è la differenza dal prezzo reale di chiusura ed il valore medio. Maggiore è la dispersione, maggiore sarà la deviazione standard e di conseguenza la volatilità del titolo. Più alta è la volatilità più alto è il grado di incertezza, più bassa è la deviazione standard e di conseguenza la volatilità minore è l'incertezza e maggiore è la probabilità di ottenere un rendimento vicino a quello medio.

¹¹⁵ L'indicatore Beta è stato utilizzato per misurare il rischio di un singolo titolo rapportato con il rischio del settore bancario. In particolar modo se il Beta risulta minore di uno questo significa che il rischio del

il rischio del singolo titolo prima a quello del settore bancario, successivamente a quello del mercato. L'indicatore è stato calcolato solo sui dati settimanali per l'insufficienza dei dati giornalieri del settore banche al fine di compararlo con i dati giornalieri dell'andamento dei singoli titoli. Si noti che la deviazione standard è alquanto maggiore per i dati settimanali rispetto a quelli giornalieri, questo è del tutto normale in quanto le oscillazioni di volatilità sono inferiori se misurate su periodi più piccoli, come quelli giornalieri, rispetto a periodi più ampi, come quelli settimanali.

Per ogni settore ed ogni banca i dati sono stati calcolati per vari intervalli di tempo.

I periodi analizzati sono i seguenti:

- **Periodo totale:** dal 2000 al 31/12/2011
- **Periodo di crisi economica:** dall' 08/06/2007 al 31/12/2011 (nel giugno del 2007 si percepiscono i primi segnali della crisi nell'andamento borsistico).
- **Pre-crisi:** dal 2000 al 07/06/2007, si considera tutto il periodo antecedente la crisi.
- **Pre-crisi:** dal 02/04/2003 al 07/06/2007, si considera il periodo antecedente la crisi di maggiore sviluppo economico e caratterizzato da un andamento borsistico sempre positivo ed in rialzo.
- **1° periodo di crisi:** dal 08/06/2007 fino al 12/09/2008, dai primi segnali di crisi fino al giorno precedente al crollo della banca Lehman Brothers.
- **2° periodo di crisi:** dal fallimento della banca Lehman Brothers il 15/09/2008 al punto dove la borsa ha toccato il minimo valore il giorno 09/03/2009 da quando si sono verificati i segnali della crisi.
- **Ultimo periodo:** dal 10 marzo 2009 al 31/12/2011.

Dopo un quadro generale di tutti i settori, l'analisi si concentrerà sul settore bancario, maggiormente colpito dalla crisi, e le maggiori banche. Lo scopo di tale raccolta di dati per il calcolo della volatilità e dell'indicatore Beta è quello di analizzare l'andamento delle singole banche e confrontarlo con il settore. Nel periodo di crisi tutti i settori, e in particolare quello bancario su cui si concentra la nostra analisi, hanno risentito molto della crisi economico – finanziaria. Il mercato in questo periodo di grande incertezza

singolo titolo è minore di quello del mercato. Se beta è uguale ad uno invece il rischio del singolo titolo e del mercato si eguagliano. Infine se l'indicatore Beta risulta maggiore di uno indica che il rischio del singolo titolo è maggiore di quello del mercato.

economica ha iniziato a valutare tutti gli istituti bancari rischiosi caratterizzati da andamenti negativi anche quelli che in realtà andavano bene. Lo scopo del lavoro, dopo aver analizzato il rischio sistemico attribuito dal mercato, capire se quest'ultimo ha iniziato a selezionare qualche banca. In altri termini si cercherà di analizzare se l'andamento dei titoli di alcune banche si sono discostati dall'andamento settoriale e se così fosse comprendere se tale scostamento è dovuto o meno al ruolo della comunicazione economico – finanziaria. Il fine ultimo del lavoro è proprio quello di capire se la comunicazione ha un ruolo fondamentale o meno nella selezione del mercato riguardo alcune banche, andate meglio di altre.

4.1.2 Analisi dei principali settori

Di seguito viene riportata la deviazione standard dei principali settori: bancario, finanziario, industriale, trasporti e telecomunicazioni suddivisi per i periodi temporali precedentemente spiegati.

2000-2011	Dev. Standard (10^{-2})
TRASPORTI	1,891
BANCHE	1,657
FINANZIARIO	1,497
INDUSTRIA	1,292
TELECOMUNICAZIONI	1,223

08/06/2007-2011 (periodo di crisi)	Dev. Standard (10^{-2})
BANCHE	2,234
FINANZIARIO	1,809
INDUSTRIA	1,542
TRASPORTI	1,376
TELECOMUNICAZIONI	1,314

SETTORE BANCHE (prezzi giornalieri)

Periodi:	dev. Standard (10⁻²)
PRE-CRISI dal 2000 al 07/06/2007	1,165
PRE-CRISI dal 02/04/2003 al 7/06/2007	0,812
1' PERIODO CRISI: (dal 08/06/2007 fino al 12/09/2008 antecedente crollo Lehman)	1,498
2' PERIODO CRISI: (dal fallimento Lehman 15/09/2008 al punto di minimo 09/03/2009)	3,519
dal 10 marzo 2009 ad oggi	2,206

SETTORE FINANZIARIO (Indice Comit giornaliero con base 100 al 31/12/1972)

Periodi:	dev. Standard (10⁻²)
PRE-CRISI dal 2000 al 07/06/2007	1,266
PRE-CRISI dal 02/04/2003 al 7/06/2007	0,893
1' PERIODO CRISI: (dal 08/06/2007 fino al 12/09/2008 antecedente crollo Lehman)	1,578
2' PERIODO CRISI: (dal fallimento Lehman 15/09/2008 al punto di minimo 09/03/2009)	2,884
dal 10 marzo 2009 ad oggi	1,635

SETTORE INDUSTRIALE (Indice Comit giornaliero con base 100 al 31/12/1972)

Periodi:	dev. Standard (10⁻²)
PRE-CRISI dal 2000 al 07/06/2007	0,111
PRE-CRISI dal 02/04/2003 al 7/06/2007	0,798
1' PERIODO CRISI: (dal 08/06/2007 fino al 12/09/2008 antecedente crollo Lehman)	1,102
2' PERIODO CRISI: (dal fallimento Lehman 15/09/2008 al punto di minimo 09/03/2009)	2,878
dal 10 marzo 2009 ad oggi	1,362

SETTORE TRASPORTI (prezzi giornalieri)

Periodi:	dev. Standard (10⁻²)
PRE-CRISI dal 2000 al 07/06/2007	2,151
PRE-CRISI dal 02/04/2003 al 7/06/2007	0,802
1' PERIODO CRISI: (dal 08/06/2007 fino al 12/09/2008 antecedente crollo Lehman)	1,192
2' PERIODO CRISI: (dal fallimento Lehman 15/09/2008 al punto di minimo 09/03/2009)	2,088
dal 10 marzo 2009 ad oggi	1,286

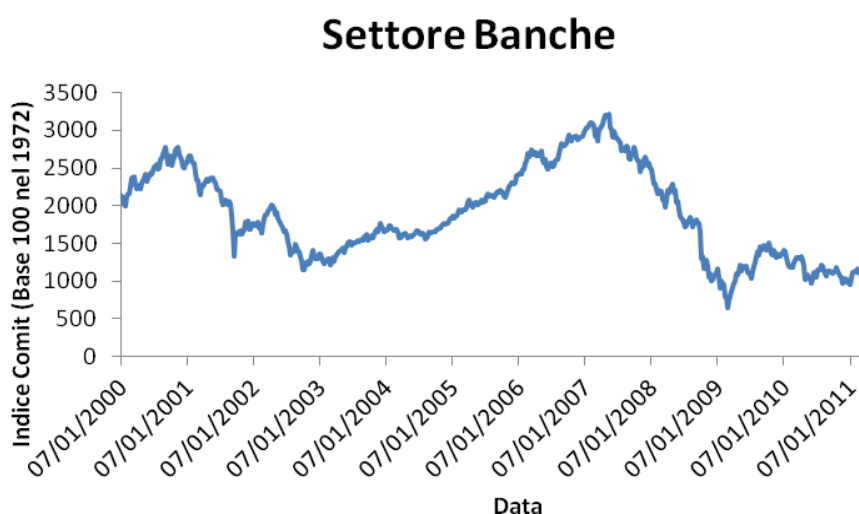
SETTORE TELECOMUNICAZIONI (prezzi giornalieri)

Periodi:	dev. Standard (10⁻²)
PRE-CRISI dal 2000 al 07/06/2007	1,164
PRE-CRISI dal 02/04/2003 al 7/06/2007	0,650
1' PERIODO CRISI: (dal 08/06/2007 fino al 12/09/2008 antecedente crollo Lehman)	0,962
2' PERIODO CRISI: (dal fallimento Lehman 15/09/2008 al punto di minimo 09/03/2009)	2,473
dal 10 marzo 2009 ad oggi	1,150

Come si può osservare dai dati riportati la volatilità per tutti i settori ha toccato il maggior picco nel secondo periodo di crisi delineato dal crollo della banca Lehman Brothers al nove marzo 2009. In seguito si può collocare un secondo periodo di forte volatilità, quello nell'intervallo di tempo che va dai primi segnali di crisi alla fine del 2011. Sempre in prima posizione in riferimento alla maggiore volatilità ed incertezza è il settore banche, seguito da quello finanziario, industriale, trasporti e telecomunicazioni. Le banche sono quelle che hanno scontato di più gli effetti della crisi, seguito appunto dal settore finanziario. In tale ricerca ci concentriamo sul settore che ha avuto i peggiori risultati, quello bancario.

4.1.3 Analisi settore bancario

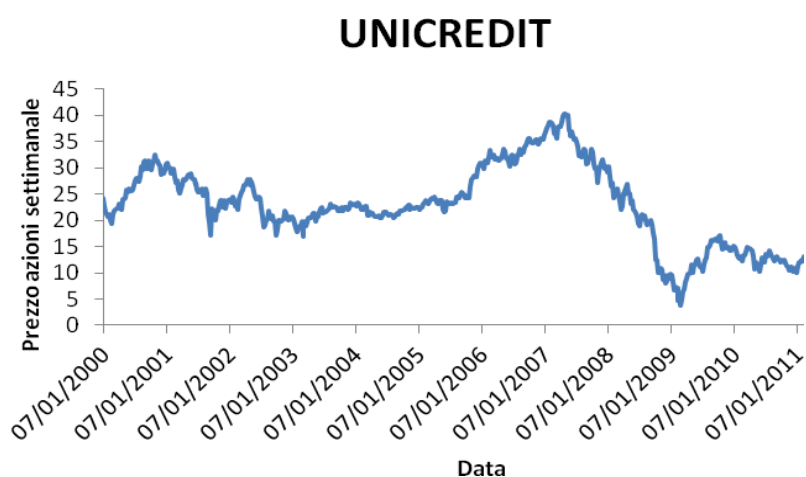
In tale ricerca ci concentriamo sul settore che ha avuto i peggiori risultati, quello bancario. Di seguito vengono riportati graficamente gli andamenti del settore bancario e delle singole banche. Si può notare come l'andamento dell'indice Comit bancario sia caratterizzato da una forte crescita dal 2003 fino al 2007 per poi calare costantemente durante tutto il periodo di crisi economica-finanziaria fino a toccare il minimo il 6 marzo 2009. In seguito c'è una lenta ripresa del settore anche se non riesce a tornare ai livelli pre-crisi.



In particolar modo se andiamo ad analizzare tutto il periodo di crisi dall'inizio della stessa, l'otto agosto 2007 alla fine del 2011, si può notare un costante calo dell'indice

Comit Bancario con una perdita, tra valore massimo il 18 giugno 2007 il valore minimo il 25 novembre 2011, di 2.491,97. Spezzando invece tale periodo, si può vedere tra il crollo della banca Lehman Brothers al punto di minimo il 9 marzo 2009, una variazione dell'indice del settore bancario di 1219,19.

Di seguito vengono inoltre riportati i grafici delle singole banche. Anche di quest'ultime si può andare ad analizzare per ognuna la perdita di valore del prezzo delle azioni nel periodo di crisi. Per quanto riguarda i prezzi delle azioni di Banca Unicredit hanno avuto un valore massimo di 36,9414 euro il 15 giugno 2007 e un valore minimo di 3,8478 euro il 9 marzo 2009. Il prezzo delle azioni ha avuto una variazione di 33,0936 euro.



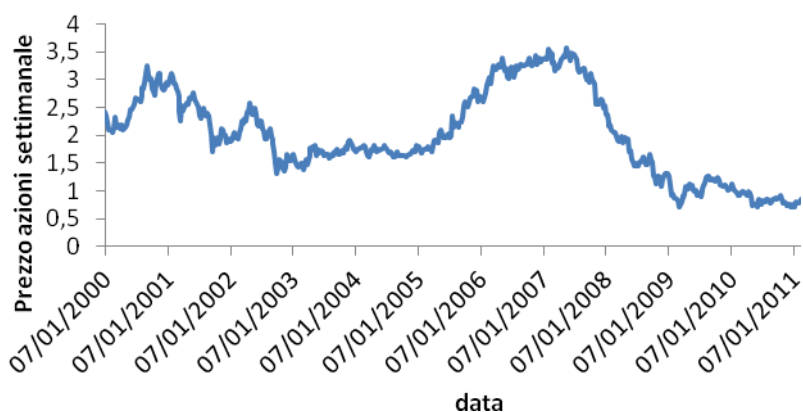
Il prezzo delle azioni di Banca Intesa invece è stato caratterizzato nel periodo di crisi da una variazione di 4,507 euro, con un prezzo massimo di 5,375 euro il giorno 8 agosto 2007 e uno minimo di 0,868 euro il 12 settembre 2011.

INTESA



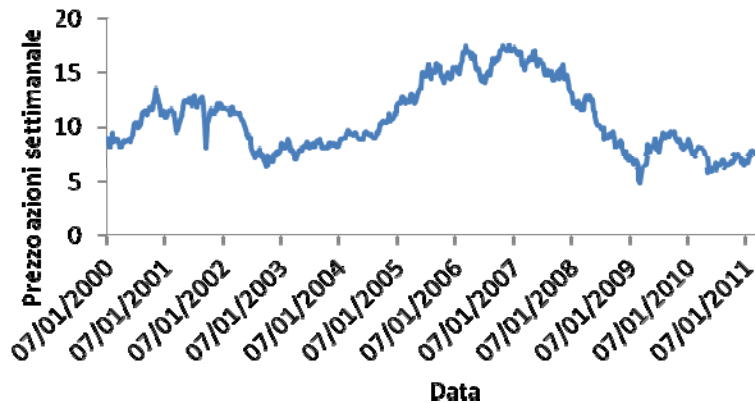
Per quanto riguarda invece i prezzi delle azioni di Banca Monte dei Paschi di Siena sono stati caratterizzati da una variazione di 3,2569 euro nel periodo di crisi. Il prezzo massimo di 3,4953 si è manifestato il nove luglio 2007, mentre quello minimo il 25 novembre 2011 con il valore di 0,2384 euro.

Monte dei Paschi di Siena



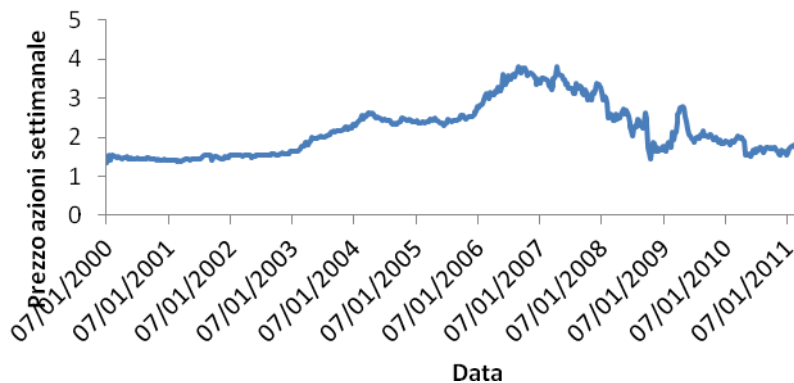
Il prezzo delle azioni di Mediobanca è invece variato di 12,0132 euro, con un prezzo massimo di 16,3352 il 21 giugno 2007 ed un prezzo minimo il giorno 14/12/2011.

MEDIOBANCA



Infine per quanto concerne Banca Carige la variazione del prezzo delle azioni è stata di 2,1538 euro, dove il massimo si riscontra nella data del 10 dicembre 2007 con il valore di 3,3938 euro e un minimo nella data del 10 agosto 2011 di euro 1,24.

CARIGE



Dopo aver visto l'andamento dei prezzi delle azioni delle singole banche è interessante analizzare la volatilità del settore bancario. A tal fine è stata misurata la deviazione standard con riferimento ai dati settimanali dell'indice Comit con base 100 al 31 dicembre 1972. In seguito si è calcolato, per ciascuna banca l'indicatore Beta, come coefficiente per misurare il rischio dei singoli istituti rapportati al settore bancario di riferimento. In tal caso il Beta si è calcolato tenendo conto dell'indice Comit settimanale del settore bancario e del prezzo settimanale delle azioni delle singole banche. Di seguito si riportano i dati ottenuti.

PREZZI SETTIMANALI SETTORE BANCHE

Periodi:	dev. Standard (10⁻²)
2000-2011	4,140
08.06.2007(periodo crisi)	5,435
PRE-CRISI dal 2000 al 01/06/2007	3,045
PRE-CRISI dal 04/04/2003 al 01/06/2007	1,838
1' PERIODO CRISI: (dal 08/06/2007 fino al 12/09/2008 antecedente crollo Lehman)	2,938
2' PERIODO CRISI: (dal fallimento Lehman 19/09/2008 al punto di minimo 06/03/2009)	8,487
dal 13 marzo 2009 ad oggi	5,457

UNICREDIT	dev. Standard (10⁻²)	beta
Dal 2000 al 2011	5,763	1,1931
Dal 08.06.2007 al 2011 (FASE DI CRISI)	7,986	1,3039
PRE-CRISI dal 2000 al 01/06/2007	3,753	0,9770
PRE-CRISI dal 04/04/2003 al 01/06/2007	2,403	0,9328
1' PERIODO CRISI: (dal 08/06/2007 fino al 12/09/2008 antecedente crollo Lehman)	4,287	1,2790
2' PERIODO CRISI: (dal fallimento Lehman dal 19/09/2008)	13,059	1,4168
dal 13 marzo 2009 ad oggi	7,837	1,2444

INTESA	dev. Standard (10⁻²)	beta
DAL 2000 AL 2011	6,029	1,1510
Dal 08.06.2007 al 2011 (FASE DI CRISI)	6,764	1,1507
PRE-CRISI dal 2000 al 01/06/2007	4,642	1,1584
PRE-CRISI dal 04/04/2003 al 01/06/2007	2,795	1,0981
1' PERIODO CRISI: (dal 08/06/2007 fino al 12/09/2008 antecedente crollo Lehman)	3,419	1,0042
2' PERIODO CRISI: (dal fallimento Lehman dal 19/09/2008)	11,470	1,2585
dal 13 marzo 2009 ad oggi	6,711	1,1431

MONTE DEI PASCHI DI S. (prezzi azioni settimanali)	dev. Standard (10^{-2})	beta
DAL 2000 AL 2011	4,707	0,8569
Dal 08.06.2007 al 2011 (FASE DI CRISI)	5,554	0,8156
PRE-CRISI dal 2000 al 01/06/2007	4,037	0,9237
PRE-CRISI dal 04/04/2003 al 01/06/2007	3,174	1,0705
1' PERIODO CRISI: (dal 08/06/2007 fino al 12/09/2008 antecedente crollo Lehman)	3,539	0,8650
2' PERIODO CRISI: (dal fallimento Lehman dal 19/09/2008 al 06 marzo 2009)	7,897	0,6749
dal 13 marzo 2009 ad oggi	5,752	0,8820

MEDIOBANCA	dev. Standard (10^{-2})	beta
DAL 2000 AL 2011	4,257	0,7363
Dal 08.06.2007 al 2011 (FASE DI CRISI)	4,993	0,6670
PRE-CRISI dal 2000 al 01/06/2007	3,708	0,8696
PRE-CRISI dal 04/04/2003 al 01/06/2007	2,655	0,9068
1' PERIODO CRISI: (dal 08/06/2007 fino al 12/09/2008 antecedente crollo Lehman)	3,357	0,7347
2' PERIODO CRISI: (dal fallimento Lehman dal 19/09/2008)	5,503	0,4581
dal 13 marzo 2009 ad oggi	5,421	0,7462

CARIGE (prezzi azioni settimanali)	dev. Standard (10^{-2})	beta
DAL 2000 AL 2011	3,655	0,4788
Dal 08.06.2007 al 2011 (FASE DI CRISI)	5,313	0,6267
PRE-CRISI dal 2000 al 01/06/2007	2,015	0,1830
PRE-CRISI dal 04/04/2003 al 01/06/2007	2,048	0,3845
1' PERIODO CRISI: (dal 08/06/2007 fino al 12/09/2008 antecedente crollo Lehman)	4,141	0,6341
2' PERIODO CRISI: (dal fallimento Lehman dal 19/09/2008 al 06 marzo 2009)	9,603	0,8056
dal 13 marzo 2009 ad oggi	4,727	0,5905

La deviazione standard calcolata è un indice relativo e misura quanto si disperdono i prezzi di un determinato titolo rispetto alla propria media. Maggiore è la deviazione standard più alta è la volatilità del titolo. Con questa analisi si dimostra come la volatilità e l'incertezza per le banche sia stata maggiore nel periodo di crisi e minore in quello antecedente. In particolar modo il periodo di maggiore incertezza è stato il secondo periodo di crisi dal fallimento Lehman Brothers al 06 marzo 2009. Mentre i periodi dal 2007 al 2011 e dal 13 marzo 2009 al 2011 hanno sempre valori molto alti, ma minori rispetto il primo periodo di crisi. Si può osservare inoltre che l'andamento della volatilità di tutte le banche analizzate ha seguito l'andamento settoriale. Per quanto concerne l'indicatore Beta utilizzato per misurare il rischio di un singolo titolo rispetto a quello di settore si evidenzia un beta maggiore di uno nelle banche Intesa e Unicredit. Questo sta a significare che i titoli delle seguenti banche sono più rischiosi di quello del settore bancario in generale. Questo probabilmente potrebbe essere associato al fatto che sono le maggiori banche, fortemente capitalizzate. Mentre per quanto riguarda tutte le altre banche il rischio del singolo titolo uguaglia a quello di settore. Per avere però un confronto più preciso e per trarre delle conclusioni le singole banche sono state anche rapportate anche all'andamento di tutti i settori. Si è preso in riferimento l'indice FTSE Italia all-share che comprende i titoli di tutte le aziende precedentemente incluse negli indici di settore FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap, FTSE Italia Small Cap e FTSE Italia All-Share. Questo indice fornisce agli investitori un set di indici molto completo con il quale è possibile misurare l'andamento dei maggiori settori dell'industria e del mercato di capitali italiani. Il valore base di riferimento è di 20.000 punti. Di seguito vengono riportati i dati riguardanti la volatilità del settore banche (indice Comit) rapportati con la volatilità di tutti i settori (indice Ftse Italia all-share). Vengono suddivisi per periodi, come precedentemente effettuato, a partire però dal 2003 per la mancanza dei dati antecedenti a questa data dell'indice Ftse Italy all-share.

Periodi:	dev. Standard (10⁻²) SETTORE BANCHE	dev. Standard (10⁻²) TUTTI I SETTORI
PRE-CRISI dal 04/04/2003 al 01/06/2007	1,838	1,516
Crisi: dal 08.06.2007 al 31.11.2011	5,435	4,091
1' PERIODO CRISI: (dal 08/06/2007 fino al 12/09/2008 antecedente crollo Lehman)	2,938	2,494
2' PERIODO CRISI: (dal fallimento Lehman 19/09/2008 al punto di minimo 06/03/2009)	8,487	7,427
dal 13 marzo 2009 ad oggi	5,457	3,714

UNICREDIT	dev. Standard (10⁻²)	BETA rapportato al settore banche	BETA rapportato a tutti i settori
PRE-CRISI dal 04/04/2003 al 01/06/2007	2,403	0,9328	0,9719
Dal 08.06.2007 al 2011 (FASE DI CRISI)	7,986	1,3039	1,6785
1' PERIODO CRISI: (dal 08/06/2007 fino al 12/09/2008 antecedente crollo Lehman)	4,287	1,2790	1,4400
2' PERIODO CRISI: (dal fallimento Lehman dal 19/09/2008 al punto di minimo 06/03/2009)	13,059	1,4168	1,5254
dal 13 marzo 2009 ad oggi	7,837	1,2444	2,5256

INTESA	dev. Standard (10⁻²)	BETA rapportato al settore banche	BETA rapportato a tutti i settori
PRE-CRISI dal 04/04/2003 al 01/06/2007	2,795	1,0981	1,1877
Dal 08.06.2007 al 2011 (FASE DI CRISI)	6,764	1,1507	1,4219
1' PERIODO CRISI: (dal 08/06/2007 fino al 12/09/2008 antecedente crollo Lehman)	3,419	1,0042	1,0364
2' PERIODO CRISI: (dal fallimento Lehman dal 19/09/2008 al punto di minimo 06/03/2009)	11,470	1,2585	1,3479
dal 13 marzo 2009 ad oggi	6,711	1,1431	1,5524

MONTE DEI PASCHI DI S.	dev. Standard (10 ⁻²)	BETA rapportato al settore banche	BETA rapportato a tutti i settori
PRE-CRISI dal 04/04/2003 al 01/06/2007	3,174	1,0705	1,1088
Dal 08.06.2007 al 2011 (FASE DI CRISI)	5,554	0,8156	1,000
1' PERIODO CRISI: (dal 08/06/2007 fino al 12/09/2008 antecedente crollo Lehman)	3,539	0,8650	1,0380
2' PERIODO CRISI: (dal fallimento Lehman dal 19/09/2008 al punto di minimo 06/03/2009)	7,897	0,6749	0,7403
dal 13 marzo 2009 ad oggi	5,752	0,8820	1,1873

CARIGE	dev. Standard (10 ⁻²)	BETA rapportato al settore banche	BETA rapportato a tutti i settori
PRE-CRISI dal 04/04/2003 al 01/06/2007	2,048	0,3845	0,4734
Dal 08.06.2007 al 2011 (FASE DI CRISI)	5,313	0,6267	0,7933
1' PERIODO CRISI: (dal 08/06/2007 fino al 12/09/2008 antecedente crollo Lehman)	4,141	0,6341	0,8477
2' PERIODO CRISI: (dal fallimento Lehman dal 19/09/2008 al punto di minimo 06/03/2009)	9,603	0,8056	0,9052
dal 13 marzo 2009 ad oggi	4,727	0,5905	0,7601

MEDIOBANCA	dev. Standard (10 ⁻²)	BETA rapportato al settore banche	BETA rapportato a tutti i settori
PRE-CRISI dal 04/04/2003 al 01/06/2007	2,655	0,9068	0,9833
Dal 08.06.2007 al 2011 (FASE DI CRISI)	4,993	0,6670	0,8688
1' PERIODO CRISI: (dal 08/06/2007 fino al 12/09/2008 antecedente crollo Lehman)	3,357	0,7347	0,9112
2' PERIODO CRISI: (dal fallimento Lehman dal 19/09/2008)	5,503	0,4581	0,5493
dal 13 marzo 2009 ad oggi	5,421	0,7462	0,0248

Dai seguenti dati emerge immediatamente come la volatilità del settore bancario sia maggiore in tutti i periodi rispetto a quella dei settori misurata prendendo in riferimento l'indice Ftse Italia all-share. In particolare modo la volatilità per le banche diverge molto da quella dei settori soprattutto nell'ultimo periodo dal 2009 alla fine 2011. Questo dimostra come il settore bancario sia quello che maggiormente ha scontato gli effetti della crisi in termini di oscillazione di prezzi. Successivamente è stato calcolato l'indicatore Beta, come misura del rischio della singola banca rispetto al rischio di tutti i settori. Nelle tabelle viene indicato anche il Beta, già calcolato in precedenza, che stima il rischio della singola banca rispetto al rischio del solo settore bancario. Si può notare come in tutte le banche il rischio delle stesse paragonato con quello dei settori sia maggiore per ogni periodo rispetto allo stesso confrontato al singolo settore bancario. Unica eccezione Mediobanca che nell'ultimo periodo fino al 2011 ha avuta una minore rischiosità rispetto al settore, probabilmente per la ripresa dei risultati economici anche se di lieve entità. Per quanto riguarda Banca Unicredit ed Intesa sono sempre quelle che nel periodo di crisi economica hanno un indicatore Beta maggiore di uno, quindi sono sia in rapporto con il settore bancario che con tutti i settori le più rischiose. Solamente Unicredit ha un valore di rischio minore di uno nel periodo di crisi. Questo può portarci a riaffermare il fatto che sono le maggiori banche, più capitalizzate con una maggior fetta di mercato e hanno scontato di più gli effetti economici. Per quanto concerne invece Banca Carige e Mediobanca hanno mantenuto sempre una rischiosità sempre minore rispetto a tutti i settori, l'indicatore Beta risulta infatti inferiore ad uno per tutti i periodi. L'unica banca dove si notano delle differenze di rischio tra la stessa e tutti i settori rispetto al settore bancario è Monte dei Paschi di Siena. Il mercato ha attribuito infatti a quest'ultima un maggiore Beta nel primo periodo di crisi e dal 13 marzo 2009 fino alla fine del 2011. Questo può essere imputato da una parte ai risultati economici molto oscillanti della Banca Monte dei Paschi di Siena e allo stesso tempo alla scarsa comunicazione degli stessi nei comunicati stampa.

4.2 Il ruolo della comunicazione nelle banche

In questo paragrafo verrà analizzato il ruolo della comunicazione delle banche selezionate. In particolare modo si andrà a vedere che tipo di comunicazione è stata

fatta, quanto spazio è stato dato ai temi quali la crisi ed ai vari risultati economici. Il fine è quello di capire se la comunicazione da parte delle banche verso l'esterno abbia influenzato l'opinione del mercato nei loro confronti. Si cerca di comprendere se il mercato ha recepito tutte le banche allo stesso modo, con lo stesso profilo di rischio o se invece ha selezionato qualche banca, dandole maggior fiducia rispetto alle altre. Il fine ultimo è quello di capire quindi il ruolo della comunicazione da parte delle banche in un contesto di crisi economico-finanziaria.

4.2.1 Analisi qualitativa della comunicazione

Per analizzare la comunicazione delle singole banche si è posta l'attenzione su tutti i comunicati stampa presenti nel sito di quest'ultime, siano essi price sensitive o non. Si è proceduto con il conteggio di quanti comunicati ogni banca pubblica annualmente e ne è risultata la tabella di seguito riportata.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Totale
Unicredit	122	108	153	183	184	64	814
Monte dei paschi	103	58	127	121	121	28	558
Intesa	126	78	56	55	135	40	490
Mediobanca	104	70	72	72	80	16	414
Carige	55	39	47	60	66	22	289

Dalla tabella emerge che al primo posto come numero di comunicati totali risulta essere la banca Unicredit, seguita da Monte dei Paschi di Siena, Intesa, Mediobanca e Carige. Interessante notare come nell'anno 2008, caratterizzato dai primi impatti della crisi e dal fallimento della banca Lehman Brothers, per tutte le banche il numero di comunicati pubblicati sia notevolmente sceso, per poi risalire nell'anno seguente.

Di tutti questi comunicati stampa al fine della nostra analisi sono stati selezionati solo quelli che contengono dati economico-finanziari e/o tocchino l'argomento della crisi e della comunicazione. Il periodo preso in considerazione è quello tra l'intervallo di tempo che va dai primi segnali di crisi, l'otto giugno 2007 al 31 dicembre 2011. Di questo periodo si sono conteggiati tutti i comunicati di ogni banca suddivisi per anno inerenti dati economici ed il tema della crisi. Si sono poi conteggiate il numero di parole dedicate ai comunicati per ogni banca. Se ne riportano di seguito i risultati.

	Totale parole	n. comunicati	n. parole per comunicato
Intesa	139.150	26	5352
Unicredit	57.776	69	837
Carige	37.756	30	1259
Monte dei paschi	18.367	41	448
Mediobanca	8.428	8	1054

Dai seguenti dati si può osservare come Banca Intesa sia fra tutte quella più esauriente nei temi trattati e ne dedichi maggiore spazio. Unicredit a differenza di quest'ultima invece ha pubblicato un maggiore numero di comunicati stampa ma dedicando molto meno spazio e approfondimento ai vari temi. Tra tutte spicca sicuramente Mediobanca per la carenza di comunicati e Monte dei Paschi invece per minor numero di parole dedicate ai vari argomenti. Carige invece si colloca in una via di mezzo sia per parole dedicate che per numero di comunicati.

Sempre tenendo in considerazione i comunicati selezionati in base al fatto che contenessero informazioni economiche e attinenti alla crisi, si è preceduto ad analizzare quest'ultimi, suddivisi per banca, secondo parole chiavi. Si sono infatti scelte determinate parole chiavi, quali ricavi, costi, incremento, decremento, crisi, volatilità e per ogni parola si è andato a vedere il contesto della frase in cui è inserita. Per meglio comprendere l'analisi effettuata procediamo con il seguente esempio: se la parola crisi è inserita nella frase "i risultati negativi sono stati causati dalla severa crisi finanziaria" allora la parola crisi viene analizzata e definita in senso negativo. Se invece la stessa parola è riportata nella frase " la banca sta affrontando positivamente la crisi con buoni risultati" la parola crisi è analizzata e definita in senso positivo. I risultati ottenuti vengono riportati dalle tabelle di seguito.

UNICREDIT	parole totali		57.776	
	n. di volte ripetuta	positivi	negativi	senza prendere posizione
CRISI	27	8	18	1
DECREMENTO	13	1	12	
INCREMENTO	48	28	20	
RICAVI	28	23	5	
COSTI/RICAVI	23	14	7	2
VOLATILITA'	5	4	1	

Nella tabella si può vedere nella prima colonna quante volte la parola è stata ripetuta nei vari comunicati stampa, nelle colonne successive se la parola è stata usata per dare un senso positivo alla frase oppure utilizzata in modo negativo. Per quanto riguarda la banca Unicredit si può notare come la parola crisi è stata utilizzata maggiormente in modo negativo. Infatti la banca nei suoi comunicati stampa spesso lancia il messaggio che i risultati risentono della severa crisi finanziaria. I comunicati talvolta sono espressi più in termini negativi che positivi, anche se poi si pone accento sui dati semestrali in modo positivo per mascherare l'utile che negli anni è continuato a scendere.

INTESA	parole totali		139.150	
	n. di volte ripetuta	positivi	negativi	senza prendere posizione
CRISI	53	19	34	
DECREMENTO	0			
INCREMENTO	5	1	4	
RICAVI	26	24	2	
VOLATILITA'	0			

Per quanto riguarda Banca Intesa utilizza la parola chiave crisi più volte in modo negativo che positivo all'interno delle frasi, anche se in quest'ultime la banca ripete molto spesso che ha continuato ad attuare linee d'azione aventi come obiettivo prioritario la redditività sostenibile determinata dalle scelte strategiche riguardanti non solo i ricavi e i costi ma anche la liquidità, la solidità e il basso profilo di rischio che hanno contraddistinto la gestione del Gruppo soprattutto nel contesto di crisi dei mercati

finanziari internazionali avviatasi dal secondo semestre 2007. In questo senso è molto positiva nei comunicati rispetto alla banca Unicredit, nonostante poi i risultati concreti economico-finanziari, dimostrano che anche essa è stata colpita dalla severa crisi.

MEDIOBANCA	parole totali		8.428	
	n. di volte ripetuta	positivi	negativi	senza prendere posizione
CRISI	6		6	
DECREMENTO	0			
INCREMENTO	14	6	8	
RICAVI	23	17	6	
VOLATILITA'	4		4	

Mediobanca pone invece accento ad aspetti negativi della crisi ma ponendola come evento esterno, che non la riguarda direttamente. La stessa cosa per quanto concerne la volatilità, riferita spesso ai mercati esterni ma non alla banca stessa. Per il resto cerca di descrivere i risultati in modo positivo, anche se poi la realtà dimostra dati negativi riguardante l'utile che scende nei vari anni. Come già detto in precedenza è la banca che dedica meno spazio e approfondimento ai temi, toccandoli in modo futile.

CARIGE	parole totali		37.756	
	n. di volte ripetuta	positivi	negativi	senza prendere posizione
CRISI	8	5	1	2
INCREMENTO	33	29	4	
DECREMENTO	7	7		
RICAVI	11	10	1	
COSTI/RICAVI	1	1		

La banca Carige è quella che tra tutte enfatizza su messaggi molto positivi. In particolare modo ripete spessissimo nei comunicati stampa che nonostante la crisi i risultati confermano la situazione economico-finanziaria positiva del gruppo. Però in realtà i risultati non sono positivi, l'utile infatti è drasticamente diminuiti durante il periodo di crisi.

MONTE DEI PASCHI DI SIENA

	n. di volte ripetuta	positivi	negativi	senza prendere posizione
CRISI	9	6	2	1
DECREMENTO	0			
INCREMENTO	10	9	1	
RICAVI	22	12	5	
COSTI/RICAVI	4	4		
VOLATILITA'	4	4		

Infine la banca Monte dei Paschi di Siena punta soprattutto sul dire che ha rafforzato altri elementi durante la crisi quali il rapporto con la clientela. Cerca di spostare l'attenzione su altri elementi rispetto ai risultati. Come si evince anche questa banca, come Mediobanca e Carige puntano di più sugli elementi positivi rispetto alle due banche Unicredit ed Intesa.

Di seguiti vengono inoltre riportati gli stessi risultati per ogni banca scomposti per anno.

UNICREDIT	2007				2008				2009				2010				2011			
	n.	pos	neg	Ind.	n.	pos	neg	Ind.	n.	pos	neg	Ind.	n.	pos	neg	Ind.	n.	pos	neg	Ind.
CRISI	6	1	4	1	5	1	4										7	5	2	
DECR.	3		3		8	1	7													
INCR.	17	11	6		8	4	4													
RICAVI	7	6	1		12	10	2													
VOLAT.	6	4	2		2		2													

MONTE DEI P.	2007				2008				2009				2010				2011				
	n.	pos	neg	Ind.	n.	pos	neg	Ind.	n.	pos.	neg	Ind.	n.	pos	neg	Ind.	n.	pos	neg	Ind.	
CRISI					6	4	1	1													
DECR.																					
INCR.					1	1															
RICAVI					3	1	2														
VOLAT.																					

INTESA	2007				2008				2009				2010				2011				
	n.	pos	neg	Ind.	n.	pos	neg	Ind.	n.	pos.	neg	Ind.	n.	pos	neg	Ind.	n.	pos	neg	Ind.	
CRISI					23	9	14														
DECR.					4		4														
INCR.					1	1															
RICAVI	2	2			3	2	1														
VOLAT.																					

CARIGE	2007				2008			
	n.	pos	neg	Ind.	n.	pos	neg	Ind.
CRISI	2	1	1		2	2		
DECR.	4	4			1	1		
INCR.	16	12	4		7	7		
RICAVI	4	4			1	1		
VOLAT.								

	2009				2010				2011			
	n.	pos.	neg	Ind.	n.	pos	neg	Ind.	n.	pos	neg	Ind.
CRISI	2	1		1	2	1		1	1	1		
DECR.	2	2										
INCR.	6	6			1	1			2	2		
RICAVI	2	2			3	2	1		1	1		
VOLAT.												

MEDIOBANCA	2007				2008			
	n.	pos	neg	Ind.	n.	pos	neg	Ind.
CRISI					2		2	
DECR.								
INCR.					8	3	5	
RICAVI					14	10	4	
VOLAT.					2		2	

	2009				2010				2011			
	n.	pos.	neg	Ind.	n.	pos	neg	Ind.	n.	pos	neg	Ind.
CRISI	1		1		1		1		2		2	
DECR.												
INCR.	4	2	2		1	1			1		1	
RICAVI	7	5	2		2	2						
VOLAT.	2		2									

4.2.2. Dati quantitativi della comunicazione

Dopo una un analisi qualitativa dei dati, in questo paragrafo ci si concentra nei dati quantitativi. Sono stati selezionati tutti i comunicati stampa che riportavano i dati economici e finanziari. In particolare modo sono stati considerati tutti i comunicati contenente i dati consolidati in riferimento dell'intero anno. Oltre ad avere un quadro d'insieme generale sulla situazione delle varie banche con questa analisi si cerca di comprendere su quali risultati le banche abbiano maggiormente puntato e quali informazioni hanno preferito tralasciare in quanto non molto positive. Nelle tabelle di seguito vengono riportati alcuni dati¹¹⁶ tra i più importanti ricavati dai comunicati stampa per ogni banca.

BANCA UNICREDIT(14.711 parole)	2007	2008	2009	2010	2011
Utile netto	6.678	4.012	1.702	1.323	-9.206
Costi operativi	14.081	16.692	15.324	15.483	15.500
Ricavi operativi	25.893	26.866	27.572	26.347	25.200
Risultato di gestione	11.812	10.174	12.248	10.864	9.700
Rapporto costi/ricavi	55%	62%	55%	58%	61%
Margine intermediazione	25.893	29.502	27.572	26.347	25.200
Interessi netti	14.000	18.373	17.304	15.993	15.433
Crediti verso clientela	574.000	612.000	601.000	556.000	559.600
Commissioni nette	9.430	9.093	7.780	8.455	8.307
Spese per il personale	8.210	9.918	9.098	9.205	9.209
Altre spese	5.000	5.462	4.945	4.995	5.116
Espos. mutui sub-prime	164.000				

¹¹⁶ I dati vengono riportati in milioni di Euro.

BANCA INTESA (47.444 parole)	2007	2008	2009	2010	2011
Utile netto	7.250	2.553	2.805	2.705	1.930
Costi operativi	10.506	9.936	9.459	9.354	9.137
Ricavi operativi	19.246	18.157	17.480	16.625	16.785
Risultato di gestione	8.740	8.221	8.021	7.271	7.648
Rapporto costi/ricavi	55%	55%	54,00%	56%	54%
Interessi netti	9.886	11.518	10.486	9.768	9.780
Crediti verso clientela	335.000	393.000	374.000	374.000	377.000
Commissioni nette	6.195	5.698	5.341	5.671	5.466
Espos. mutui sub-prime	49.000	29.000	35.000	27.000	31.000

BANCA CARIGE (17.191 parole)	2007	2008	2009	2010	2011
Utile netto	370	224	313	177	187
Costi operativi	515	608	637	640, 1	670
Ricavi operativi	970	916	950	902	950
Risultato di gestione	455	309	313	262	280
Rapporto costi/ricavi	53%	66%	67%	71%	70%
Margine intermediazione	968	1.031	1.120	1607, 9	1.144
Crediti verso clientela	17.478	17.858	23.117	25.373	27.535
Commissioni nette	250, 20	253	279	297	300

MONTE DEI PASCHI DI S. (parole 8.488)	2007	2008	2009	2010	2011
Utile netto	1437	1.020	354	985	150
Costi operativi			meno 6, 5%	meno 5,2%	3.503
Ricavi operativi	più 13,1%		meno 2,2%	più 1,6%	
Risultato di gestione	più 6,7%				541
Rapporto costi/ricavi			64,70%	61%	63%

Come si può immediatamente notare l'utile di tutte le banche è sceso drasticamente in tutti questi anni di crisi¹¹⁷. Si evidenzia anche una perdita di 9. 206 nell'anno 2011 per

¹¹⁷ Sono state analizzate le banche: Unicredit, Monte dei Paschi, Intesa e Carige. La Banca Mediobanca nei comunicati stampa non ha pubblicato in nessun anno relazione con risultati consolidati e ne risultava difficile il confronto.

la banca Unicredit. Quest'ultima afferma nel comunicato stampa che la redditività del 2011 è stata influenzata da numerosi elementi non operativi e straordinari per un totale di -€10.317 milioni, in gran parte relativi a: svalutazioni di avviamento e marchi commerciali, perdite su investimenti e oneri di integrazione. Partendo proprio dall'analisi di Unicredit si può affermare che i comunicati stampa sono esaurienti e anche se non dedica tanto spazio quanto banca Intesa, fornisce comunque molte informazioni sulla sua situazione economico-finanziaria con dati completi. Unicredit tratta spesso il tema della crisi e in modo diretto afferma spesso che l'andamento rispetto all'anno 2007 è caratterizzato da minori ricavi dovuti alla severa crisi finanziari ma anche da un forte contenimento dei costi. Allo stesso tempo mette in evidenza l'esposizione della banca nei confronti dei mutui sub-prime solamente nel comunicato stampa dei risultati consolidati del 2007 e poi negli altri anni silenzio in merito a tale dato. C'è da dire comunque che alcuni dati negativi vengono riportati maggiormente rispetto ad altri istituti ma allo stesso tempo negli anni peggiori quali il 2008 cerca di focalizzare l'attenzione su altri elementi. In primo luogo pone l'accento sui risultati semestrali o trimestrali quando quelli annuali sono negativi e in secondo luogo cerca di mettere in evidenza i dati positivi accompagnandoli da una variazione percentuale, mentre quelli negativi non vengono accostati dalla relativa differenza rispetto gli anni scorsi.

Per quanto riguarda Banca Intesa si può certamente affermare che dedica maggiormente spazio ai vari temi e risultati economici. Nei comunicati dei dati consolidati affianca sempre anche quelli dell'ultimo trimestre e i risultati per area di business. Intesa ci tiene a sottolineare più volte che nonostante la crisi dei mutui americani sub-prime e le dimensioni imprevedibili della stessa, che ha determinato una generale situazione di illiquidità e di flessione dei prezzi soprattutto nel comparto dei prodotti strutturati di credito, l'esposizione della stessa banca a tale crisi è solo indiretta. Nonostante ripeta in continuazione questo messaggio è evidente dalle tabelle l'esposizione negativa di anno in anno ai mutui sub-prime. Inoltre la banca spesso ribadisce che ha continuato ad attuare le linee d'azione che hanno contraddistinto la gestione del Gruppo, soprattutto nel contesto di crisi dei mercati finanziari internazionali e aventi come obiettivo prioritario la redditività sostenibile, determinata dalle scelte strategiche riguardanti non solo i ricavi e i costi ma anche la liquidità, la solidità e il basso profilo di rischio. Banca

Intesa risulta essere la più esaustiva e cerca di porre l'attenzione su altri elementi quali il basso profilo di rischio, l'eccellente liquidità e l'adeguata patrimonializzazione per dimostrare di affrontare bene la crisi.

Banca Carige punta invece sull'aspetto della redditività, mette quindi in evidenza i risultati dei ricavi rispetto ad altri negativi per mascherare la situazione. Afferma in particolare modo che gli esercizi sono stati caratterizzati dall'acuirsi della crisi dei mercati finanziari internazionali e dal deterioramento del quadro macroeconomico, e che in tale contesto è riuscita a mantenere una significativa redditività. Ripete inoltre nei comunicati che il Gruppo confida di proseguire una crescita attraverso lo sviluppo dei ricavi della tradizionale attività di intermediazione, i recuperi di efficienza derivanti dai significativi investimenti in tecnologia nei processi commerciali e la costante attenzione ai profili di rischio, liquidità e solidità patrimoniale.

Per quanto concerne invece la Banca Monte dei paschi risulta essere quella che ha dedicato minore spazio ai risultati economico-finanziari. I dati nei comunicati stampa risultano essere incompleti e la comunicazione è davvero scarsa. Vengono riportate più che altro le variazioni di anno in anno senza riportare il dato economico preciso, moltissime informazioni mancano e non è per niente chiara la situazione economica nei comunicati. Nonostante ciò tratta comunque il tema della crisi prendendo in considerazione la pronunciata flessione dell'economia reale e afferma che nonostante il difficile contesto, il Gruppo ha rafforzato altri elementi quali: la relazione con la clientela, concentrandosi sulla tradizionale attività di intermediazione creditizia, adeguando l'offerta dei servizi e dei prodotti alle esigenze dei clienti e realizzando importanti interventi di riassetto organizzativo e commerciale. Cerca quindi di spostare l'attenzione su altri elementi rispetto ai dati economici, tra l'altro mancanti ed incompleti.

Conclusione

Il presente lavoro si è concentrato sull'analisi del cambiamento della comunicazione in un contesto di crisi economica, nel momento in cui l'ambiente competitivo diventa instabile ed imprevedibile. La seguente tesi aveva come obiettivo quello di comprendere, in primo luogo, se il ruolo della comunicazione economico-finanziaria all'interno delle aziende sia cambiato e, in secondo luogo, se quest'ultimo possa influire sulle performance delle imprese stesse e sulla fiducia da parte del mercato. A tal fine è stato utilizzato lo strumento dell'analisi empirica applicata al settore bancario. Sono stati raccolti dati quantitativi e qualitativi inerenti ai comunicati stampa delle principali banche italiane. L'analisi quantitativa è stata effettuata analizzando la volatilità dei vari settori economici e successivamente delle singole banche. Successivamente è stato calcolato l'indicatore Beta di ogni istituto bancario in riferimento a tutti i settori. L'analisi qualitativa invece si è concentrata sul conteggio del numero di parole nei comunicati stampa delle banche dedicate al tema della comunicazione, della crisi e dei risultati economico-finanziari. In riferimento ai risultati si sono poi analizzati i vari dati per cercare di comprendere quali banche omettevano certe informazioni o viceversa su quali concentravano la loro attenzione. Tale analisi presenta alcuni limiti. Il primo è la sua focalizzazione solamente nelle banche del contesto italiano. Il secondo concerne il campione analizzato che è evidentemente concentrato su istituti bancari di grandi dimensioni e prende in considerazione solamente alcune delle banche italiane. Il terzo limite può essere riferito alla scelta delle parole in base alla quale viene delineato il significato attribuito dalle banche in merito a determinati temi strategici. Infine si può considerare come ultimo limite la concentrazione dell'analisi della comunicazione solo sui comunicati stampa delle banche stesse. Tuttavia il lavoro ha portato ad alcuni risultati interessanti. In primo luogo per rispondere al primo obiettivo prefissato riguardante il cambiamento della comunicazione si può affermare che nell'anno 2008, in cui i segnali di crisi hanno iniziato ad essere evidenti, tutte le banche hanno diminuito il numero di comunicati stampa per poi tornare nell'anno successivo ai livelli precedenti. In secondo luogo, per quanto riguarda la qualità della comunicazione, si può evidenziare come tutti gli istituti finanziari analizzati hanno cercato di concentrare l'attenzione sulle performance correnti, in particolare modo su quelle positive, evitando

così di comunicare dati sulle performance future che potrebbero rilevare un declino economico. Tale comportamento potrebbe essere interpretato come un modo per continuare a soddisfare le richieste informative del mercato finanziario evitando problemi di selezione avversa ma anche possibili azioni legali dovute a una disclosure inadeguata. Inoltre come è stato messo in evidenza l'attuale crisi economica ha, in genere, influenzato negativamente le performance delle imprese con un calo della redditività. Quest'ultima è da ritenersi un indicatore fondamentale della qualità dell'investimento e una delle più importanti informazioni che un'impresa deve comunicare ai mercati finanziari. Le banche per ovviare a tali dati negativi hanno cercato di porre attenzione su altri elementi quali la fiducia della clientela, la solidità e il basso profilo di rischio che le hanno contraddistinte per rassicurare gli investitori sulla loro capacità di superare la crisi. Il presente lavoro aveva poi come secondo obiettivo quello di analizzare se la comunicazione possa influire sulle performance delle imprese stesse e sulla fiducia da parte del mercato. L'analisi empirica ha portato ad evidenziare come il mercato finanziario non sia effettivamente sensibile alla maggiore quantità di informazioni per tema strategico. È stato evidenziato infatti che Banca Intesa e Unicredit hanno puntato molto sulle informazioni in termini di spazio dedicato ai vari temi strategici e di quantità dei dati comunicati nonostante ciò sono state valutate dal mercato le più rischiose rispetto a tutte le banche e settori. Questo probabilmente è imputabile al fatto che sono le banche che più hanno scontato la crisi e hanno perso costantemente credibilità nei confronti del mercato stesso. Mentre, come visto, la banca Monte dei Paschi di Siena è stata valutata talvolta più rischiosa delle altre banche Carige e Mediobanca in quanto la sua comunicazione è stata quasi del tutto assente, con la mancanza dei dati economico-finanziari nei comunicati stampa, imputabile probabilmente anche a problematiche interne della banca stessa. Si può affermare quindi, in riferimento al secondo obiettivo prefissato dal seguente lavoro, che le banche in particolare modo Unicredit, seguita da Intesa hanno perso credibilità nei confronti del mercato ed il ruolo della comunicazione non è servito a far riacquisire fiducia nei confronti dello stesso. Per completare l'analisi del lavoro è interessante collegare i risultati empirici alle teorie della comunicazione trattate per cercare di comprendere il ruolo di quest'ultime ed eventuali soluzioni. Iniziando dalle prime teorie neoclassiche riferite a condizioni di certezza e di incertezza si può affermare che non possono essere

rappresentative della realtà attuale di crisi e le ipotesi da esse formulate non prevedono spazio per la comunicazione d'impresa. Solamente in merito alla seconda teoria dei mercati efficienti si può iniziare a parlare di un primo spazio per la comunicazione d'impresa. Infatti in questo periodo di crisi, a causa dell'incertezza dell'informazione comunicata dalla banche agli analisti, si sono verificate diverse situazioni di sovra reazione del mercato. La recente crisi finanziaria ha evidenziato inoltre il fenomeno dell'opportunismo manageriale, definito nella teoria dell'agenzia, che porta a rendere poco evidenti e trasparenti le informazioni inerenti l'attività aziendale. In questa situazione di crisi una prima soluzione da adottare, secondo tale teoria, sembra quindi quella di una maggiore informazione da parte delle aziende al mercato per ridurre le asimmetrie informative e rendere l'informazione più trasparente.

Per futuri studi, l'obiettivo che ci si potrebbe porre è quello di estendere l'analisi a informazioni strategiche riportate su altri documenti quali la relazione di gestione e osservare un maggiore numero di banche, appartenenti a contesti nazionali diversi da quello italiano, in modo da approfondire maggiormente il ruolo della comunicazione in un contesto più ampio.

Ringraziamenti

Desidero ringraziare il prof. Giorgio Stefano Bertinetti, relatore di questa tesi, per la grande disponibilità e cortesia dimostratemi, e per tutto l'aiuto fornito durante la stesura. Un sentito ringraziamento ai miei genitori, che, con il loro sostegno morale ed economico, mi hanno permesso di raggiungere questo traguardo.

Desidero inoltre ringraziare tutte le persone che mi sono state vicine in particolare modo Daniele per avermi sostenuto nei momenti difficili durante tutto questo percorso universitario.

Bibliografia

Libri

- BELCREDI M., *Economia dell'informazione societaria*, Torino, Utet Libreria, 1993.
- BENASSI C., *Mercati finanziari e asimmetrie informative*, Bologna, Clueb, 1992.
- BERETTA S., *No news bad news*, Milano, Egea, 2007
- BERTINETTI G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Milano, Egea, 1996.
- BERSELLI E., *L'economia giusta*, Torino, Einaudi, 2010, pag. 39
- BIANCHI L., *Il parere dei giuristi*, in Di Martino S., "Investor relations, corporate governante e valore di impresa", Milano, Egea, 1992.
- CODA V., *La comunicazione economica nella strategia aziendale*, in CESAD, *La comunicazione economica: valore aziendale o sociale*, Atti del convegno organizzato dal CESAD il 20 giugno 1988, Milano, Egea, 1989.
- COPELAND T., WESTON F., *Teoria della Finanza e politiche d'impresa*, Milano, Egea, 1994.
- CORVI E., *La comunicazione aziendale: obiettivi, tecniche, strumenti*, Milano, Egea, 2007.
- CORVI E., *Immagine e trasparenza nella gestione dell'impresa*, Utet Libreria, Torino, 1994.
- CORVI E., FIOCCA R., *Comunicazione e valore nelle relazioni d'impresa*, Milano, Egea, 1996.
- DABRASSI C., *Asimmetrie informative e mercati finanziari, il ruolo degli enti creditizi*, Milano, Egea, 1996.
- DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Milano, Giuffrè, 1990.
- GOLFETTO F., *Comunicazione e comportamenti comunicativi. Una questione di coerenza per l'impresa*, Milano, Egea, 1993.
- GUATRI L., *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Milano, Egea, 1991.
- GUATRI L., MASSARI M., *La diffusione del valore*, Milano, Egea, 1992.

GROSSMAN S.J., STIGLIZ J.E., *Informazioni e sistemi di prezzi concorrenziali*, SALTARI E. (a cura di), in *Informazione e teoria economica*, Bologna, Il Mulino, 1990.

KNIGHT F.H., *Risk, Uncertainty and profit*, New York, Houghton Mifflin, 1921.

MARASCO V., *L'informazione finanziaria delle società. Bilanci – Prospetti informativi – Relazioni infrannuali – Controlli CONSOB – Certificazione*, Milano, Ipsoa Informatica, 1988.

MARIANI M., *Decidere e negoziare. Concetti e strumenti per l'azione manageriale*, Milano, Il Sole 24 Ore, 2009.

QUAGLI A., *Comunicare il futuro*, Milano, Franco Angeli, 2004.

ROSS S. A., WESTERFIELD R. W., JAFFE J. F., *Finanza aziendale*, Bologna, Il Mulino, 1997.

SHEFRIN H., *Finanza aziendale comportamentale decisioni per creare valore*, Milano, Apogeo, 2007.

VACIAGO G., *Concorrenza, crisi e teoria economica*, in *Dopo la crisi: conseguenze economiche, finanziarie e sociali*, Milano, Giuffrè Editore, 2010.

VALENTINO P., *L'informativa volontaria*, Milano, Il Sole 24 Ore, 1999.

Articoli

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

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

BROWN K.C., HARLOW W.V., TINIC S.M., *How Rational Investors Deal with Uncertainty*, in "Journal of Applied Corporate Finance", n. 3, 1989.

FAMA E.F., *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, in "The Journal of Finance", May, 1970. Tradotto *I mercati efficienti dei capitali: una rassegna della teoria e dei lavori empirici*, in VACIAGO G., VERGA G. (a cura di), *Efficienza e stabilità dei mercati finanziari*, Bologna, Il Mulino, 1995.

FORTUNA F., *Crisi finanziaria, management e comunicazione esterna dell'impresa: alcune considerazioni*, "Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale", n. 9/10, 2009.

- GIAVAZZI F., *Come salvarci dall'abisso*, Corriere della Sera del 22 febbraio 2009
- JENSEN M., *The performance of Mutual Funds in the Period 1945-64*, "The Journal of Finance", May, 1968.
- JENSEN M., MECKLING W., *The Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure*, "Journal of Financial Economics", 1976.
- KAHNEMAN D., TVERSKY A., *The Framing of Decisions and the psychology of Choice*, "Science", 211, 1981.
- KAHNEMAN D., TVERSKY A., *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, "Science", 185, 1974.
- KAHNEMAN D., TVERSKY A., *Prospect theory: An analysis of decisions under risk*, "Econometrica", 47, 1979.
- LELAND H.E., PYLE D.H., *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, "The Journal of Finance", vol. 32, n. 2, 1977.
- MODIGLIANI F., MILLER M.H., *The cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in "American Economy Review", June 1958.
- MILLER G.S., *Earnings Performance and Discretionary Disclosure*, in "Journal of Accounting Research", n. 40, 1992.
- PANTI C., *Le crisi finanziarie e le cornici preventive e risolutive nel sistema globale*, in "Rivista Bancaria-Minerva Bancaria", n.3, 2007.
- SCARDOVI C., GATTI S., *Crisi dei mercati, sistema finanziario ed economia reale. Analisi e implicazioni per l'industria globale dei servizi finanziari*, in "Finanza, Marketing e Produzione", n.1, 2009.
- SOLIDORO A., *Comunicare durante la crisi: forum e blog come strumenti di gestione delle relazioni*, "Sviluppo e Organizzazione", n. 230, 2008.
- VACIAGO G., *Crisi dei mercati finanziari e scarsa informazione*, "Il Mulino", n.433, vol. 5, 2007.