

Facoltà **Economia**

Cattedra **Valutazioni d'Azienda**

Investor Relations e creazione di valore

Le strategie di comunicazione al mercato nel caso Maire Tecnimont S.p.A.

Relatore

Prof. Mauro Romano

Candidato

Federico Feleppa

Matr. 615921

Correlatore

Prof. Massimo Ferrari

Anno Accademico 2009/2010

Blank page

Indice

Introduzione	5
Capitolo Primo	10
Teoria dell'Impresa e Informazione.....	10
La teoria neoclassica.....	11
La teoria dei costi di transazione	12
L'impresa come risposta ad un <i>problema informativo</i>	14
La teoria dell'agenzia	18
Frammentazione della proprietà.....	20
Il mercato finanziario.....	23
Le decisioni di investimento.....	26
L'efficienza informativa del mercato	31
Evidenze empiriche sulla teoria dei mercati efficienti	35
Capitolo Secondo.....	38
La comunicazione economica-finanziaria d'impresa	38
L'importanza della comunicazione per l'impresa	38
L'evoluzione della comunicazione economico-finanziaria	46
Le tipologie di comunicazione economico-finanziaria.....	48
I destinatari della comunicazione economico-finanziaria.....	50
Comunicazione finanziaria e informativa societaria.....	65
Comunicazione finanziaria obbligatoria.....	66
Comunicazione volontaria	78
L'informativa <i>price sensitive</i> : <i>disclosure</i> volontaria o obbligatoria?.....	84

Appendice.....	87
Capitolo Terzo.....	93
La funzione dell'Investor Relations	93
Chi è l'Investor Relator?	94
Obiettivi della funzione Investor Relations.....	98
Investor Relations e valore d'impresa.....	102
Il coefficiente di diffusione del valore	102
Metodi di Valutazione del capitale economico.....	109
<i>The art of</i> Investor Relations	122
La “catena del valore” dell'Investor Relations.....	125
Appendice.....	141
Capitolo Quarto.....	143
Analisi empirica	143
Premesse	144
Le ipotesi del modello.....	145
Il modello della “Catena del Valore” dell'IR.....	150
I limiti del modello	159
L'analisi di scenario	160
Premesse	160
Gli input del modello.....	162
Il modello	165
I possibili scenari.....	166
Capitolo Quinto *	172
Maire Tecnimont S.p.A.	172

Storia.....	172
Processo evolutivo del Gruppo.....	175
Maire Tecnimont “ <i>at a glance</i> ”.....	177
Business Model.....	180
Ambiente competitivo.....	182
Investor Relations.....	183
Investor Relations e valore d’impresa.....	184
Profit warning.....	186
Alcuni esempi di profit warning.....	187
Il <i>profit warning</i> di Maire Tecnimont.....	188
Reazione del titolo.....	193
Roadshow.....	197
<i>Roadshow</i> Maire Tecnimont marzo-aprile 2010.....	198
Illustrare il cambiamento strategico.....	198
Reazione del titolo.....	201
Conclusione.....	207
Bibliografia.....	211
Sitografia.....	221

Introduzione

La crisi finanziaria che ha sconvolto l'intero mercato mondiale a partire dal luglio del 2007 ha provocato conseguenze a livello reale che ancora oggi, a distanza di tre anni, la maggior parte dei Paesi non riesce ancora ad arginare. Sconsiderate politiche di investimento e gestione del risparmio che, più o meno inconsapevolmente, non tenevano nella giusta considerazione i rischi sottostanti a determinati strumenti, hanno condotto il sistema ad un *crash*, che in prima battuta si è tradotto nel clamoroso fallimento del colosso bancario *Lehman Brothers* e in seguito ha costretto molti Governi ad enormi sforzi finanziari per salvare l'intero sistema bancario internazionale, in pericolo a causa del cosiddetto "effetto domino". Le banche, a quel punto, hanno dovuto cambiare radicalmente direzione per quanto riguarda la politica del credito, restringendo i parametri di prestito; la conseguenza di ciò si è riflessa nell'incredibile difficoltà per le imprese di proseguire la propria attività e di mantenere il tasso di occupazione ai livelli precedenti. L'aumento della disoccupazione e la riduzione del potere d'acquisto ha causato una rapida diminuzione dei consumi, danneggiando ulteriormente le imprese e l'intero sistema economico-produttivo internazionale. Tale parziale ricostruzione degli ultimi tre anni di storia del sistema economico evidenzia l'esistenza di una sorta di cerchio di eventi dal quale sembra molto difficile uscire.

In un tale contesto i mercati finanziari di tutto il mondo hanno visto un incremento molto forte dalla volatilità dei titoli e degli indici, situazione che, nell'ultimo periodo, si è ulteriormente aggravata grazie alla crisi che sta caratterizzando le finanze dello Stato greco e di altri Paesi europei tra cui Spagna, Portogallo ed Irlanda. In particolare, nel corso dei primi mesi del 2010, si è scoperto che il Paese ellenico aveva per anni diffuso dati non

veritieri per quanto riguarda il bilancio pubblico, per mostrare un quadro differente da quello vero. Il caso della Grecia, Membro dell'UE sull'orlo dell'insolvenza, ha costretto i capi di Governo degli altri Stati appartenenti all'Unione a mettere in piedi, in tempi relativamente ristretti, un piano di salvataggio che riuscisse a convincere i mercati e soprattutto a sconfiggere l'impeto degli speculatori che, "scommettendo sul fallimento di Atene", hanno portato l'Euro a perdere circa il 17% nei confronti del dollaro nel brevissimo lasso temporale da febbraio a maggio 2010, arrivando a toccare quota 1,218¹.

In un siffatto contesto è stato incrementato l'utilizzo da parte di politici, giornalisti e opinionisti del termine "trasparenza"; sembra essere venuta ancora più a galla l'esigenza di diffondere la cultura della trasparenza, soprattutto all'interno del mercato finanziario, per impedire il ripetersi delle situazioni che hanno condotto il sistema economico alla crisi di cui si è discusso fino ad ora. Basti pensare che nel momento in cui si scrive è stato da poco emesso un documento, da parte dei 34 Ministri e Rappresentati dei Paesi membri dell'OECD, nel quale sono stati approvati i cosiddetti *Global Standard* o *Legal Standard*, ossia 10 regole atte a prevenire l'insorgere di altre crisi²; uno dei principi esprime la necessità che l'informativa finanziaria delle società abbia come fine principale la diffusione di tutte le informazioni rilevanti che riguardano l'impresa, la sua attività operativa, le performance finanziarie e non, la situazione patrimoniale, le previsioni e i rischi.

Il filo conduttore del lavoro che segue è rappresentato proprio dalla profonda convinzione che un comportamento trasparente ed etico, finalizzato alla riduzione delle asimmetrie informative tra management e mercato finanziario, rappresenti una leva sulla quale le imprese devono agire al fine di tutelare ed

¹ Il 28 maggio 2010 Nouriel Roubini ha pronosticato, addirittura, che nei prossimi mesi ci si dovrà attendere il raggiungimento della parità tra l'Euro e il Dollaro.

² Meeting of the Council at Ministerial Level, 27-28 May 2010 - DECLARATION ON PROPRIETY, INTEGRITY AND TRANSPARENCY IN THE CONDUCT OF INTERNATIONAL BUSINESS AND FINANCE (Adopted at the Council Meeting at Ministerial Level on 28 May 2010) – www.oecd.org

incrementare un aspetto essenziale del mercato: la fiducia che gli investitori ripongono nel mercato e nelle imprese. Inoltre si tratta di una leva, certamente di carattere non innovativo, ma in grado di attivare un meccanismo di selezione *darwiniana*, per il quale le imprese meno virtuose sarebbero costrette a sostenere un costo del capitale notevolmente più alto o ad uscire dal mercato.

Un'intelligente e lungimirante politica di comunicazione finanziaria, da parte dell'Investor Relations, veicolo di diffusione delle informazioni rivolte alla comunità finanziaria, garantisce una migliore visibilità delle potenzialità di valore dell'impresa. La comprensione da parte degli investitori che la capacità e l'impegno del management si tradurranno in un solido *track record* futuro e quindi in un possibile incremento del valore, probabilmente aumenterà le operazioni di acquisto del titolo provocando un incremento del prezzo delle azioni. L'attività svolta dall'Investor Relations, dunque, può rappresentare una delle leve in grado di contribuire ad un incremento del valore borsistico dell'impresa. Questa conclusione va, però, contestualizzata all'interno delle dinamiche del mercato di borsa, influenzato da un numero molto elevato di fattori esogeni ed endogeni e, proprio per questo, in grado di presentare una volatilità tale da rendere vana qualsiasi generalizzazione troppo eccessiva.

Risulta indispensabile effettuare un'ulteriore premessa per poter procedere ad una corretta comprensione dell'intero lavoro: l'attività dell'Investor Relations non ha la capacità di creare valore, prescindendo dal business dell'impresa; ciò significa che il valore reale aumenta (o diminuisce) per merito dell'operatività dell'impresa, del suo impegno nel settore in cui opera, dell'efficienza che riesce a raggiungere, delle sinergie che è in grado di creare e sfruttare. L'IR diffonde, tra gli investitori, la consapevolezza di quali siano le dinamiche che sono alla base di tale valore, al fine di sostenere l'andamento del corso azionario; la comunicazione finanziaria, dunque, apporta il proprio valore solamente in via consequenziale rispetto alle scelte operative della società.

Il lavoro è organizzato in cinque capitoli, di cui il primo fornirà un quadro breve ma significativo di come la teoria dell'impresa sia giunta a considerare il problema delle asimmetrie informative come uno degli ostacoli più rilevanti al raggiungimento dell'efficienza nei mercati; verrà tracciato un sentiero ideale tra alcuni dei più autorevoli contributi su tale tematica, che, partendo da Coase e della teoria dei costi di transazione, sfiorerà gli studi sui *lemons* di Akerlof e quelli del *managerial behaviour* di Jenkins e Meckling, per poi approdare alle ricerche sull'efficienza informativa dei mercati finanziari di Fama e all'analisi delle dinamiche di evoluzione dei corsi azionari, passando per la *dividend theory* di Modigliani e Miller.

Il secondo capitolo metterà in risalto l'importanza della comunicazione finanziaria e fornirà una descrizione qualitativa approfondita delle diverse tipologie esistenti e di chi siano e che esigenze informative abbiano i numerosi destinatari ai quali è rivolta. L'argomento riguardante la comunicazione d'impresa non può che condurre alla distinzione tra la comunicazione finanziaria obbligatoria e quella volontaria, la cui comprensione è necessaria non solo per inquadrare al meglio l'argomento che verrà trattato nei capitoli seguenti, ma anche al fine di delineare la linea di confine tra le due tipologie; in questo modo è possibile possedere un valido metro di giudizio per valutare gli sforzi di ogni singola impresa nell'incrementare il flusso informativo con il mercato ed aumentare la trasparenza.

Il terzo capitolo entrerà maggiormente nel vivo del lavoro, descrivendo l'attività gli obiettivi fondamentali dell'Investor Relations e soprattutto evidenziando quale sia il rapporto che intercorre tra tale funzione aziendale e il valore dell'impresa; l'attenzione sarà posta in particolare sulle caratteristiche della relazione esistente tra diffusione e creazione di valore.

Il quarto capitolo potrebbe essere considerato un'appendice del terzo, dal quale è stato separato solamente per maggiore chiarezza espositiva. Si tratta, infatti, di un'analisi empirica svolta nel mercato italiano sulle imprese

appartenenti all'indice Ftse Mid Cap, che tenta di dimostrare quella che è stata rinominata la "Catena del Valore" dell'Investor Relations, ossia la successione di correlazioni tra grandezze osservabili dai dati di ciascuna impresa, in grado di evidenziare la relazione positiva, ma indiretta esistente tra il lavoro dell'Investor Relations e il valore dell'impresa.

Il quinto ed ultimo capitolo prende spunto dall'esperienza accumulata durante uno stage nel team di Investor Relations di Maire Tecnimont S.p.A.. Dopo una breve descrizione del Gruppo e della sua attività di business, la trattazione si concentrerà sulla descrizione di due casi molto rilevanti, che dimostrano perfettamente come l'operato della funzione aziendale oggetto di studio sia in grado di avere degli effetti sul valore del titolo; in particolare si analizzerà un primo caso nel quale si metteranno in luce le conseguenze di un *profit warning* effettuato dalla società a novembre 2009 ed un secondo che, al contrario, illustrerà in che misura una politica comunicativa eccellente nei confronti degli investitori riesca a far aumentare il prezzo delle azioni.

Capitolo Primo

“[...] Raccontava di una merchant bank che dovendo fare un'assunzione aveva incaricato il suo più anziano banchiere di una serie di colloqui. Colloqui che si dimostravano sempre molto brevi e basati su una sola domanda: quanto fa due più due? I candidati si succedevano uno dopo l'altro. Nessuna risposta sembrava soddisfare l'anziano banker. Finché una mattina, alla solita domanda, un ragazzo ebbe l'ardire, invece di rispondere con un immediato «quattro», con un «dipende». Sorridendo il banchiere chiese come dipende? Due più due fa sempre quattro. No - rispose il giovane uomo - dipende se sono venditore o compratore, nel caso può fare cinque o tre.

Eppure una verità così semplice è sembrata svanire in questi lunghi anni prima di euforia irrazionale e oggi di crisi la cui fine non si intravede: persino un'operazione semplice, numeri così rotondi e pieni possono avere significati diversi secondo il contesto. [...] ebbene solo oggi improvvisamente ci s'inizia a chiedere se aver sottovalutato gli aspetti psicologici dell'economia non ci abbia condotti qui dove siamo.”

Il Corriere della Sera – Marzo 2009

Teoria dell'Impresa e Informazione

La corretta contestualizzazione del vasto argomento riguardante la comunicazione finanziaria delle aziende non può prescindere dal ripercorrere brevemente i contributi fondamentali, che hanno caratterizzato il secolo scorso, riguardanti la teoria dell'impresa. La motivazione alla base del collegamento tra quest'ultima e la comunicazione finanziaria non è di difficile comprensione; infatti il processo con il quale la funzione dell'Investor Relations ha assunto, nel corso soprattutto dell'ultimo decennio, grande importanza nelle aziende e nel mercato, è stato, in parte, guidato dalla presa

di coscienza di uno dei concetti che funge da pilastro della moderna teoria dell'impresa: il mercato, caratterizzato da asimmetria informativa, ritiene l'informazione un bene molto prezioso, dalla cui diffusione, l'efficienza allocativa del sistema non può in alcun modo prescindere. Va, dunque, riservata una grande attenzione alla comunicazione finanziaria, considerata il veicolo attraverso il quale diffondere il valore aziendale tra gli investitori e soprattutto permettere loro una profonda e lungimirante comprensione di quali siano le dinamiche alla sua radice.

La teoria neoclassica³

Gli studi degli economisti neoclassici⁴ si fondano su una realtà i cui due attori fondamentali sono le imprese, che hanno il compito di produrre i beni e i servizi necessari al sistema economico, e le famiglie, composte da coloro che detengono le imprese stesse, vi lavorano e consumano i beni che vengono immessi nel mercato; non esistono soggetti *price maker*, ma il prezzo è frutto esclusivamente dell'incontro tra domanda ed offerta. Si tratta, come si può intuire anche da queste righe non esaustive delle ipotesi neoclassiche, di un modello assolutamente non paragonabile con il mondo reale, ma utile a livello descrittivo e soprattutto didattico. Il fine ultimo del sistema economico, e quindi anche dell'agire di ogni singolo individuo, è il raggiungimento dell'efficienza allocativa; i problemi fondamentali del sistema, dunque, sono due: il coordinamento tra i soggetti e l'incentivo necessario affinché tutti mettano in atto i comportamenti richiesti per ottenere la migliore allocazione delle risorse. La teoria neoclassica fornisce la medesima risposta ad entrambe le esigenze, sostenendo che è il mercato stesso che, tramite i

³ I paragrafi che seguono mirano a fornire un quadro non esaustivo ma strumentale all'oggetto del lavoro, di quali siano i concetti di base della teoria dell'impresa. Gli argomenti trattati rivelano come filo conduttore il tema dell'informazione nei rapporti interni ed esterni dell'impresa.

⁴ Tra questi sono annoverati: Edgeworth, Fisher, Marshall, Pigou, Pareto e Walras.

prezzi, fornisce agli individui tutte le informazioni necessarie a prendere decisioni coerenti con il raggiungimento dell'efficienza e a dare loro la giusta motivazione perché realizzino la loro parte nel sistema economico. Nell'equilibrio concorrenziale appena presentato non vi è la necessità di altre organizzazioni oltre al mercato; le imprese, infatti, non sono considerate organizzazioni economiche, ma piuttosto rappresentano delle "scatole" destinate a rispettare semplici funzioni di produzione, i cui meccanismi non sono oggetto di analisi da parte degli economisti neoclassici.

La teoria dei costi di transazione

Nel 1937 Ronald Coase, nell'introduzione al saggio che gli è valso il premio Nobel nel 1991, "The Nature of the Firm", sostiene che l'economia neoclassica ha costruito un modello senza studiarne le fondamenta⁵; tale considerazione rappresenta una rivoluzione nel panorama accademico, in grado di minare alla base la credibilità del cosiddetto paradigma neoclassico, fino a quel momento dominante, e di far venire alla luce quesiti, prima affatto considerati, sul perché esista l'impresa e su quale sia la sua funzione economica.

Anche Coase, come i suoi predecessori, attribuisce importanza basilare al principio dell'efficienza, considerandolo uno dei criteri fondamentali rispetto ai quali giudicare l'attività economica⁶, ma ritiene che il mercato possa non essere sempre in grado di tutelarla. Il punto su cui si concentra l'autorevole studioso è che il coordinamento e l'incentivazione non possono essere raggiunti gratuitamente, ma comportano dei costi, definiti di transazione o transattivi, la cui presenza, ovviamente, mette in discussione il

⁵ "Economic theory has suffered in the past from a failure to state clearly its assumptions. Economists in building up a theory have often omitted to examine the foundations on which it was erected" Coase R.H., "The Nature of the Firm" in *Economica*, New Series, Vol. 4, N. 16 (Nov. 1937), pp. 386-405

⁶ Il primo obiettivo di un sistema economico resta comunque quello del soddisfacimento dei bisogni degli individui e della collettività.

raggiungimento dell'efficienza allocativa. L'unità fondamentale delle analisi delle organizzazioni economiche, dunque, diventa la transazione⁷ ed è proprio su tale aspetto che Coase costruisce la risposta alla domanda sul perché esistono le imprese: le transazioni devono essere eseguite sul mercato se risulta questa la modalità più efficiente, viceversa si deve ricorrere alla costituzione di imprese quando tale scelta minimizza i costi delle operazioni. L'impresa, dunque, non è più solo un mezzo per produrre, ma diventa una vera e propria organizzazione economica, uno strumento, alternativo al mercato, di coordinamento e allocazione delle risorse produttive del sistema. Secondo Coase nella maggior parte dei casi risulta certamente più economico svolgere un numero maggiore di fasi del medesimo processo produttivo all'interno della stessa impresa, piuttosto che affidarsi al mercato per ogni singolo scambio; sono, comunque, le caratteristiche stesse delle transazioni, la loro frequenza e specificità, la complessità e l'incertezza dell'ambiente che permettono di orientarsi nella decisione se rivolgersi al mercato per acquisire i fattori necessari o internalizzare più fasi del processo produttivo⁸.

La chiave di un siffatto processo decisionale è l'imprenditore, ossia la figura posta gerarchicamente ad un livello superiore, il cui ruolo gli consente, attraverso l'autorità, di pretendere che vengano eseguite determinate attività senza il bisogno di negoziazione; l'autorità gerarchica, sconosciuta al mondo neoclassico, rivoluziona il carattere orizzontale del mercato specializzato e

⁷ Williamson definisce la transazione come il "trasferimento di un bene o servizio attraverso un'interfaccia tecnologicamente separabile che comporta un traferimento di valori tra le parti". Nell'economia di specializzazione di Adam Smith per produrre anche un semplice bene sono necessarie anche numerosi scambi tra le quali si potrebbero formare e accumulare dei costi di transazione.

⁸ Ma fino a che punto un'impresa dovrebbe crescere? L'internalizzazione non può essere infinita perché con l'aumento dimensionale crescono altri costi, ossia quelli del controllo e della direzione. La risposta andrebbe ricercata caso per caso, confrontando l'entità di tale aumento con il risparmio ottenuto sui costi di transazione.

atomistico, per preferire la verticalizzazione dei rapporti, in funzione di una drastica riduzione dei costi di transazione⁹.

La teoria dei costi di transazione, pur rivestendo un ruolo di forte importanza nella teoria dell'impresa, è stata oggetto di numerose critiche da parte di diversi autori, i quali hanno messo in evidenza l'esistenza di alcuni limiti strutturali¹⁰.

L'impresa come risposta ad un *problema informativo*

Il Williamson, premio Nobel per l'Economia nel 2009, sviluppando nel 1975 la teoria di Coase¹¹, mette in evidenza che gli individui si uniscono in organizzazioni economiche complesse, dotate di gerarchia, per tentare di ridurre le inefficienze provocate dal malfunzionamento del mercato; la nascita dell'impresa sarebbe, perciò, una diretta conseguenza dei fallimenti di mercato¹². Il Williamson approfondisce l'analisi, concludendo che i costi di transazione sono legati alla negoziazione e all'esecuzione di ogni scambio di beni o servizi tra individui e, per tale motivo, assorbono l'inefficienza insita nei

⁹ "[...] We may sum up this section of the argument by saying that the operation of a market costs something and by forming an organization and allowing some authority (an "entrepreneur") to direct the resources, certain marketing costs are saved. The entrepreneur has to carry out his function at less cost, taking into account the fact that he may get factors of production at a lower price than the market transactions which he supersedes, because it is always possible to revert to the open market if he fails to do this." Coase R.H., "The Nature of the Firm" in *Economica*, New Series, Vol. 4, N. 16 (Nov. 1937), pp. 386-405

¹⁰ La teoria dei costi di transazione ha subito numerose critiche nel corso del tempo, più o meno corrette. La prima è quella che sostiene che non sia possibile una perfetta distinzione dei costi di transazione all'interno dei costi totali di un'attività economica. Il secondo limite riscontrato si basa sul fatto che, esistendo diverse soluzioni efficienti e non una sola, l'efficienza non garantisce sempre la minimizzazione dei costi di transazione.

¹¹ Williamson O.E.: "Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications", New York, The Free Press, 1975

¹² Tra i fallimenti del mercato si possono annoverare diversi esempi:

- le imprese con elevato potere di mercato, in grado di decidere il prezzo senza affidarsi alle logiche di mercato;
- i rendimenti di scala, che limitano l'equilibrio competitivo;
- le esternalità, che rappresentano gli effetti positivi o negativi, provocati dall'agire di uno o più soggetti, e che all'interno di mercati incompleti, non possono essere regolati dal sistema dei prezzi.

comportamenti degli esseri umani. In particolare, essi sorgono come conseguenza dell'opportunismo e della razionalità limitata degli individui, due concetti che erano stati, già, delineati nelle *teorie comportamentiste* di Herbert Simon¹³. Il problema di fondo intorno al quale si muovono le argomentazioni di Williamson è motivazionale: gli individui hanno interessi propri, che raramente si allineano a quelli degli altri soggetti e per questo tendono ad assumere, all'interno di rapporti contrattuali, comportamenti opportunistici che minano l'efficienza allocativa. La soluzione a tale problema potrebbe essere la stipula di contratti che descrivano in modo dettagliato i doveri di ognuno, le azioni da svolgere, i limiti di autorità e tutte le altre informazioni rilevanti in grado di ridurre lo spazio interpretativo del comportamento richiesto a ciascuno per il raggiungimento dell'efficienza allocativa. Un contratto del genere, i cui termini, non rinegoziabili dopo la firma, siano in grado di prevedere tutte le contingenze presenti e future caratterizzanti la relazione contrattuale, è definito "contratto completo" ed è tipico di un mercato perfetto. Si tratta di un accordo, che tra le altre informazioni, deve comprendere anche tutti i pagamenti che dovrebbero essere eseguiti nel caso in cui si verificassero imprevisti di qualunque sorta, anch'essi definiti in modo esplicito. Un tale strumento contrattuale, la cui forza sarebbe in grado di risolvere qualsiasi problema motivazionale, è però di impossibile strutturazione da parte dell'uomo, essendo questi dotato di una razionalità limitata che gli impedisce di essere onnisciente e di prevedere esattamente ciò che il futuro riserva¹⁴.

Alla base dell'intero sistema economico e, quindi, anche dell'attività d'impresa c'è la contrattazione, la cui efficacia viene spesso messa in discussione per via del già citato opportunismo insito nella natura umana. Ma cosa favorisce

¹³ Simon H. A., "A behavioral model of rational choice" , Quaterly jurnal of economics, 1957 e "Models of Man" New York, John Wiley & Sons, 1957.

¹⁴ Alcune delle possibili reazioni all'incompletezza contrattuale potrebbero essere accordi con clausole illimitate o molto generiche, contratti di relazione, che definiscano in modo preciso gli obiettivi del rapporto, e contratti impliciti, in cui i contraenti riportino le proprie aspettative circa la loro relazione.

un comportamento opportunistico? Ciò che, in sede contrattuale, rende un soggetto in grado di ottenere condizioni migliori per sé, a scapito dell'efficienza totale, è l'informazione. Il vantaggio informativo riveste un ruolo di primaria importanza nella teoria dei contratti e, in generale, nell'attività d'impresa. Il mercato imperfetto è caratterizzato dalla cosiddetta *asimmetria informativa*, ossia quella condizione per la quale un soggetto riesce a sfruttare un set di informazioni più ampio, possibilmente, ma non necessariamente, migliore di quello posseduto dalla controparte.

Le asimmetrie informative si possono manifestare con differente tempistica all'interno di una relazione contrattuale, dando così vita all'opportunismo precontrattuale e a quello post contrattuale. Nel primo caso la controparte con meno informazioni firmerà, inconsapevolmente, un contratto, le cui condizioni in futuro potrebbero rivelarsi svantaggiose¹⁵; tale situazione è nota con il nome di *selezione avversa*¹⁶, dal momento che l'asimmetria informativa precontrattuale conduce gli individui a scelte errate. La selezione avversa, assolutamente incompatibile con il modello neoclassico in cui la contrattazione è impersonale e l'informazione perfetta, è invece per Coase e Williamson una delle principali motivazioni dell'esistenza dei costi di transazione nel mercato. All'interno delle imprese la situazione è differente, dal momento che l'autorità e il controllo da parte dell'imprenditore dovrebbero permettere all'informazione di circolare in modo più efficace¹⁷.

Le asimmetrie informative possono, come è stato già accennato, manifestarsi anche dopo la firma di un contratto, indipendentemente dal fatto che abbiano

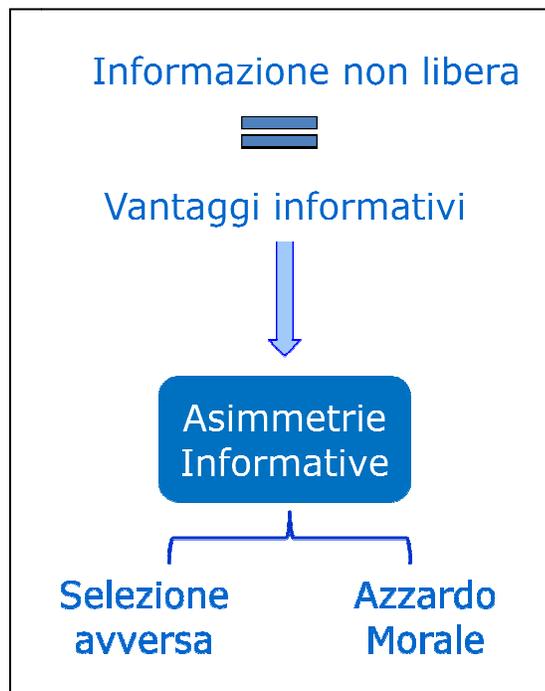
¹⁵ Il fenomeno è stato studiato per la prima volta nel mercato delle assicurazioni, nel quale i soggetti che sottoscrivono contratti di assicurazione possiedono informazioni private riguardanti la propria situazione personale e spesso evitano di rivelarle all'assicuratore, ottenendo, in questo modo, condizioni di polizza migliori di quelle che meriterebbero.

¹⁶ Il caso è stato studiato, tra gli altri, da Akerlof in *"The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism"* nel 1970, articolo in cui viene descritto il mercato delle auto usate mettendo in evidenza il fenomeno della selezione avversa.

¹⁷ Talvolta, anche all'esterno del contesto aziendale, l'informazione privata alla base della selezione avversa può essere acquisita, tramite la segnalazione, la selezione o l'auto-selezione. Le tre soluzioni prospettate presentano comunque dei limiti, primo su tutti il costo.

avuto già un ruolo nella fase di negoziazione. In questo caso si assiste ad una forma di opportunismo post-contrattuale¹⁸, per la quale un individuo, vincolato da un contratto a comportarsi in un determinato modo, non ottempera a pieno al proprio dovere, consapevole dell'incapacità della controparte di sottoporlo ad un controllo esaustivo ed efficace. Tale fenomeno prende il nome di *azzardo morale* ed è conseguenza del fatto che gli interessi dei due contraenti non sono completamente allineati. Si tratta anche qui di un problema informativo: sono, infatti, i costi che dovrebbero essere sostenuti per ottenere informazioni utili al controllo della controparte che alimentano tale forma di opportunismo.

Figura 1.1



Fonte: Elaborazione personale

¹⁸ Anche per la forma di opportunismo post contrattuale, il mercato delle assicurazioni risulta un ottimo esempio; infatti l'assicurato, dopo aver firmato una polizza, potrebbe, in virtù di uno scarso monitoraggio da parte dell'assicuratore, modificare drasticamente il proprio comportamento e incorrere in situazioni che provochino uno svantaggio economico per la controparte.

La teoria dell'agenzia

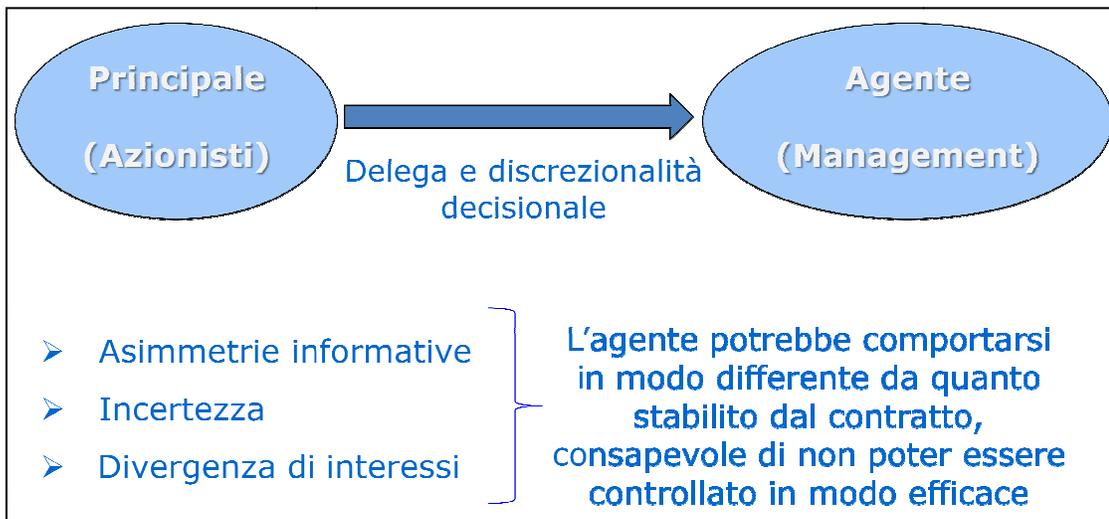
L'azzardo morale costituisce il fondamento anche di un altro fenomeno importante che riguarda il mondo dell'impresa: il problema dell'agenzia. Negli stessi anni in cui Coase intuisce che l'impresa, come istituzione fondata sull'autorità, può rappresentare una soluzione di coordinamento delle decisioni più efficiente del sistema dei prezzi di mercato, Berle e Means¹⁹ rintracciano proprio nel governo aziendale uno dei principali problemi organizzativi. I due autori, infatti, sostengono che la distinzione tra la proprietà e il controllo delle imprese sia alla radice di un forte conflitto interno che a sua volta provocherebbe una riduzione dell'efficienza nelle decisioni aziendali e quindi nell'intero sistema economico; il riferimento è chiaramente al fenomeno che, successivamente rispetto al periodo in cui scrivono Berle e Means, verrà definito come *la relazione tra il principale e l'agente*. Alla base di tale rapporto vi è un contratto, mediante il quale un soggetto, il principale, delega ad un altro individuo, l'agente, lo svolgimento di alcuni compiti per suo conto; in genere le attività oggetto del mandato richiedono che l'agente agisca con una propria discrezionalità decisionale, sfruttando competenze specifiche di cui è dotato. Il principale, pur essendo gerarchicamente ad un livello più elevato, si trova costretto a dipendere dalle decisioni e dalle azioni dell'agente. Se entrambi i soggetti massimizzano la propria utilità, ci saranno ottime ragioni di credere che l'agente cercherà 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, data la probabile divergenza di interessi, l'agente potrebbe sfruttare il proprio margine di discrezionalità per attuare un comportamento opportunistico. La presenza di asimmetrie informative tra le due categorie di soggetti risulta determinante, dal momento che proprio il fatto che l'agente conosca meglio del principale il lavoro che

¹⁹ Berle A., Means G., "The Modern Corporation and Private Property", New York: World Inc, 1932.

deve svolgere, gli dà la consapevolezza che il proprio operato non potrà essere controllato perfettamente²⁰.

Tutto ciò sarebbe ampiamente evitabile se l'informazione potesse circolare senza vincoli tra i soggetti coinvolti nelle transazioni e se il sistema di incentivi fosse coerente con l'ottenimento dell'efficienza. Siccome nel mondo reale tale condizione non è spesso raggiungibile, sorgono dei costi di transazione; si tratta dei costi che il principale deve sostenere per monitorare il comportamento dell'agente, quelli sostenuti dal dipendente per dare delle garanzie al principale sul fatto che non prenderà decisioni contro il suo interesse e tutti gli ulteriori oneri che sono generati dalla perdita residuale; quest'ultima, in particolare, deriva dal fatto che gli sforzi di monitoraggio e assicurazione spesso non sono sufficienti a garantire la coincidenza degli interessi tra le parti: la conseguente perdita di benessere per il principale è detta residuale e, nella maggior parte dei casi, non è eliminabile.

Figura 1.2



Fonte: Elaborazione personale

²⁰ Molto spesso vi è anche l'incertezza che gioca un ruolo importante, infatti non sempre il risultato dell'attività del dipendente è frutto esclusivamente della sua volontà; potrebbero, quindi, accadere degli imprevisti in grado di minare a prescindere il raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Jensen e Meckling²¹ mettono in evidenza il forte collegamento tra il problema dell'agenzia e l'impresa²², dal momento che questa viene considerata un centro nevralgico di contratti²³; l'imprenditore è il principale e tutti i dipendenti con i quali stipula contratti sono gli agenti²⁴.

L'impresa è, per i due autori, una finzione legale per disciplinare rapporti interni tra proprietà e dipendenti, al fine di costruire un sistema di regole e incentivi per la minimizzazione del problema dell'agenzia.

Frammentazione della proprietà

La proprietà dell'impresa è stata descritta, fino a questo punto della trattazione, facendo ricorso ad alcune semplificazioni, strumentali all'analisi; nel panorama economico-produttivo attuale non esistono solamente imprese costruite intorno alla figura di un singolo imprenditore, ma ci sono moltissimi casi in cui le imprese appartengono a tanti "piccoli proprietari". Specialmente nel mondo anglosassone, ormai da diversi anni, si sono sviluppate le cosiddette *public companies*, ossia di società, spesso di dimensioni colossali, in genere quotate sulle principali piazze mondiali, che non appartengono ad un solo soggetto, ma ad una moltitudine di individui, che sulla carta sono proprietari, ma nella realtà non sono altro che investitori.

²¹ Jensen M. C., Meckling W. H., Theory of the Firm: Managerial Behaviour Agency Costs and Ownership Structure, in «Journal of Financial Economics», 1976.

²² Nel contesto aziendale, grazie alla relazione di agenzia, la massimizzazione del profitto, che dovrebbe rappresentare l'obiettivo principale dell'attività d'impresa, diventa per l'agente un vincolo sul quale fondare le proprie decisioni. Jensen e Meckling, però, sostengono che le ipotesi di massimizzazione non vadano abbandonate, ma piuttosto corrette per tenere conto dei costi di agenzia e degli incentivi per l'agente a perseguire gli obiettivi del principale.

²³ L'impresa viene definita "nexus of contracts" in: Alchian A., Demsetz H., "Production, information costs, and economic organization." American Economic Review 62 (December 1972): 777-795.

²⁴ Nella struttura gerarchica delle società, soprattutto quelle di grandi dimensioni, i dipendenti che hanno maggiore peso sono i manager, ai quali l'imprenditore demanda gran parte del potere decisionale. Tale relazione, come si avrà modo di osservare in seguito, è al centro della crescente letteratura in tema di corporate governance.

All'inizio degli anni '30 gli stessi Berle e Means compiono un'indagine empirica negli Stati Uniti in cui studiano la composizione dell'azionariato di diverse società quotate, concentrandosi in primo luogo sulle realtà più importanti²⁵ per poi spostare l'attenzione verso imprese di dimensioni inferiori. La conclusione a cui giungono i due autori è sorprendente e mette in luce che già nel 1929 l'azionista di maggioranza delle grandi imprese possedeva meno dell'1% delle azioni e che la somma dei primi 20 azionisti in ordine di rilevanza non superava il 5%. Anche per quel che riguarda le imprese più piccole lo studio evidenzia che le compagini sociali sono composte da un numero medio di azionisti che difficilmente scendeva sotto alle migliaia di unità.

Se già negli anni '30 la proprietà dell'impresa era così frammentata, si può facilmente immaginare che con l'incredibile sviluppo del mercato azionario negli ultimi tre decenni, anche grazie alla globalizzazione, il fenomeno in discussione sia divenuto ancora più evidente. Per rendere meglio l'idea basti pensare ad un dato in particolare che riguarda la Microsoft: Bill Gates, fondatore e uomo simbolo dell'enorme società americana, con le proprie azioni non supera il 7,5% del capitale sociale; il restante capitale sociale è di proprietà di circa 2670 investitori istituzionali. In Italia il quadro è differente, grazie ad una cultura molto diversa, fondata sulla figura dell'imprenditore. Se si prendono, infatti, in esame alcune delle realtà italiane più importanti si nota come la quota di possesso da parte dell'azionista di riferimento è drasticamente più elevata, non paragonabile con quella delle *public companies* anglosassoni²⁶. In Italia esiste una cultura che vede l'imprenditore al centro dell'attività d'impresa e ciò comporta che il numero di società cosiddette "padronali" in Italia sia molto più elevato rispetto agli altri paesi

²⁵ L'analisi delle imprese più grandi vede come oggetto tre delle più importanti realtà esistenti negli Stati Uniti negli anni '20 e '30: la Pennsylvania Road, la American Telephone&Telegraph e la Steel.

²⁶ Si pensi ad esempio che oltre alla Microsoft esistono altre realtà americane, come Google o Apple, in cui non è possibile identificare un azionista di riferimento, dal momento che il detentore della quota maggiore di azioni è un investitore istituzionale.

sviluppati. Si pensi alla Fiat, storica realtà italiana, in cui la famiglia Agnelli detiene più del 30% del capitale sociale, o a Mediaset, in cui la famiglia Berlusconi detiene oltre il 38%, o al gruppo Benetton di cui l'omonimo proprietario possiede addirittura più del 67%²⁷. Ovviamente la presenza di un azionista "forte" comporta come conseguenza una dimensione del flottante sensibilmente inferiore e un numero di investitori istituzionali molto più basso rispetto alle società anglosassoni²⁸.

La separazione tra la proprietà e il controllo, che inevitabilmente caratterizza le realtà americane, ma inizia ad interessare anche il tessuto imprenditoriale europeo, rappresenta un tema di fondamentale interesse e in grado, oggi, di accendere dibattiti in merito ai sistemi di *corporate governance* e alla loro regolamentazione²⁹. Il punto cruciale riguarda il fatto che risulta assolutamente impossibile che i quasi 3000 azionisti di Microsoft riescano a controllare l'impresa e a prendere decisioni per gestirla; la loro dispersione renderebbe difficile anche solo organizzare degli incontri. Per questo motivo le *public companies* sono gestite dal management; i manager sono, in genere, professionisti altamente specializzati e competenti, che però dipendono a livello gerarchico dagli azionisti. In sostanza il management è l'agente e l'azionista di riferimento rappresenta il principale. Il primo, per contratto, ha il dovere di gestire le risorse finanziarie del secondo, sfruttando un'enorme delega decisionale che gli viene concessa; da qui nascono tutti i problemi che la disciplina della *corporate governance* tenta di risolvere: il

²⁷ La fonte di tutti i dati utilizzati, sia per le imprese americane sia per quelle italiane è Reuters.

²⁸ L'aspetto della quota di flottante è molto rilevante e sarà oggetto di una breve analisi nel capitolo seguente.

²⁹ Entrare nel dettaglio dei meccanismi di corporate governance non è oggetto del lavoro. Ci si limiterà a ricordare che è notevole l'importanza che negli ultimi anni sta assumendo tale argomento, specialmente per quanto riguarda le società quotate. In Italia, dopo alcuni scandali che hanno coinvolto importanti imprese, ci sono stati alcuni interventi normativi rilevanti, come la legge 262 del 26 dicembre 2005 che ha dettato numerose regole in tema di corporate governance. Inoltre Borsa Italiana nel 2006 ha rivisto il Codice di Autodisciplina cui le società quotate italiane sono libere di aderire, ma se non lo fanno sono tenute a spiegare al mercato il motivo della scelta. Anche il Codice di autodisciplina è imperniato sui meccanismi di governance e sulla tutela dei risparmiatori.

proprietario dell'impresa sarebbe naturalmente³⁰ condotto a perseguire il profitto e, di conseguenza, ad ottimizzare l'utilizzo delle risorse a sua disposizione. Per il manager, invece, il profitto non rappresenta un obiettivo il cui raggiungimento è in grado di incrementare la propria ricchezza, bensì un vincolo sul quale fondare, in teoria, il suo operato; per questo motivo potrebbe essere portato a mettere in atto una serie di comportamenti opportunistici di azzardo morale, attraverso i quali sfruttare il potere decisionale per aumentare il benessere personale a discapito di quello dell'azionista.

D'altra parte gli azionisti, che non a caso in precedenza sono stati chiamati "investitori", spesso sono assolutamente disinteressati alla gestione dell'impresa, ma si preoccupano solamente del rendimento azionario e del dividendo. Si tratta nella maggior parte dei casi di individui che non sosterebbero mai ingenti costi per il monitoraggio delle azioni dei manager, garantendo a questi ultimi una certa libertà di anteporre i propri interessi a quelli degli azionisti.

Il rapporto tra manager ed azionista si sviluppa all'interno di un particolare tipo di mercato, quello azionario, le cui dinamiche sono oggetto delle pagine che seguono.

Il mercato finanziario

Il mercato finanziario è il luogo ideale dove avviene l'incontro e il trasferimento di risorse finanziarie tra gli operatori economici che ne hanno necessità per le proprie attività e i programmi di sviluppo. La funzione del

³⁰ Nell'economia neoclassica è la "mano invisibile" di Adam Smith che guida gli imprenditori a perseguire unicamente il proprio profitto e a favorire in questo modo, in un mondo perfetto caratterizzato da libera concorrenza, l'aumento del benessere sociale. Cfr: Smith A., "An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations" Oxford, The Clarendon Press, 1976, trad it, "La ricchezza delle nazioni" Torino, Utet, 1975

trasferimento si realizza attraverso l'emissione da parte dei richiedenti di strumenti finanziari da cedere ai risparmiatori in cambio di denaro. Nel mercato finanziario avvengono negoziazioni di un numero molto elevato di strumenti finanziari, che differiscono tra loro per alcune caratteristiche importanti; in funzione di queste possono essere rintracciate delle classificazioni, una delle quale è quella che distingue:

- mercato creditizio, di cui fanno parte strumenti personalizzati e soprattutto non destinati alla circolazione;
- mercato mobiliare, i cui titoli negoziati sono caratterizzati da massima standardizzazione e in genere sono destinati alla circolazione;
- mercato assicurativo, nel quale la negoziazione ha lo scopo di trasferire il rischio da un soggetto ad un altro in grado di gestirlo nel migliore dei modi, ripartendolo tra un numero alto di clienti.

Gli strumenti finanziari che vengono trattati possiedono, oltre alle differenze generiche riportate nella classificazione precedente, anche altre caratteristiche maggiormente specifiche. In funzione di queste possono essere messi in evidenza:

- titoli di capitale, ossia azioni rappresentative di quote di partecipazione al capitale sociale delle società;
- titoli di debito, vale a dire obbligazioni ed altri strumenti che costituiscono il capitale di credito con il quale le imprese si finanziano;
- valute, ossia scambio di strumenti denominati in valute differenti;
- opzioni, che garantiscono, dietro pagamento di un premio, all'acquirente la facoltà di comprare o vendere in futuro determinate attività ad un prezzo fissato;
- prodotti derivati, ossia strumenti riferiti ad azioni, obbligazioni o valute che non prevedono una compravendita delle attività sottostanti, ma un regolamento (*mark to market*), generalmente giornaliero, delle

differenze tra il prezzo al momento della stipula del contratto derivato e quello della sua liquidazione.

Un'ulteriore distinzione che può essere considerata è quella che riguarda il mercato primario e quello secondario; nel primo si negoziano strumenti di nuova emissione, mentre nel secondo vengono comprati e venduti titoli già in circolazione precedentemente. Il mercato secondario è vede la presenza degli intermediari finanziari che rappresentano soggetti molto importanti perché contribuiscono ad aumentare le opportunità di incontro tra investitori e richiedenti risorse finanziarie.

Le transazioni, inoltre, possono essere effettuate su mercati regolamentati oppure su mercati *over the counter*, i primi al fine di offrire una maggiore sicurezza negli scambi agli investitori, li obbligano al rispetto di criteri di ammissione e negoziazione qualitativi, quantitativi e temporali molto precisi. I mercati *over the counter*, invece, lasciano gli operatori molto più liberi di stabilire le condizioni che preferiscono, ma garantiscono un'affidabilità sensibilmente inferiore.

Come si può osservare da questa breve descrizione del mercato finanziario, gli investitori hanno a disposizione un gran numero di opportunità di investimento, anche molto diverse tra di loro; il principale problema, dunque, sembra essere la scelta della tipologia di investimento maggiormente coerente alle possibilità e alla propensione al rischio di ogni operatore; fondamentale nel processo decisionale è l'efficienza informativa del mercato nel quale si investe. Nel seguito del lavoro ci si concentrerà sul mercato azionario, ma è importante chiarire che la maggior parte delle conclusioni a cui si giunge, specialmente sull'importanza dell'informazione, risultano assolutamente valide

Le decisioni di investimento

Nel mercato azionario globale la scelta di investimento non è di certo limitata, visto che il numero di società quotate sulle quali poter investire è elevatissimo. L'obiettivo di ogni risparmiatore, ovviamente, è quello di ottenere ritorni sull'investimento positivi e/o migliori rispetto al mercato azionario o agli indici di riferimento.

Un individuo, in genere, fonda le proprie decisioni di investimento in funzione di due elementi fondamentali: la propensione al rischio e le aspettative, due fattori molto collegati tra loro. Il primo riguarda la ben nota relazione secondo la quale a maggior rischio corrisponde maggiore rendimento e viceversa; il rischio è funzione di molte variabili, alcune esogene rispetto all'impresa, altre endogene. Ad esempio, alcuni degli elementi caratterizzanti l'impresa e il suo profilo di rischio potrebbero essere rappresentati dall'area geografica nella quale opera, dal settore industriale e le sue dinamiche di ciclicità, dalla capitalizzazione, struttura finanziaria, *track record*. Per quanto riguarda il rendimento, inteso come ritorno complessivo, è composto dal *capital gain* e dai dividendi. Mentre questi ultimi sono influenzati, certamente dai risultati, ma soprattutto dalle politiche aziendali, il primo dipende principalmente dall'evoluzione del titolo.

Stabilire cosa ci sia alla base dell'evoluzione dei corsi azionari rappresenta un'impresa a dir poco ardua. Nel 1953 Kendall, studioso di statistica, cercò di dare una spiegazione razionale all'evoluzione dei corsi azionari, ma non riuscì a trovare alcuna relazione significativa³¹; il suo insuccesso lo portò a concludere che le azioni seguono un "cammino casuale"³². Successivamente

³¹ Kendall M., "The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices", Journal of the Royal Statistical Society, 1953

³² L'evoluzione probabilistica dei prezzi delle azioni può essere descritta da un processo stocastico. Tra i processi stocastici di Markow, quello che sembra più adatto a rappresentare il comportamento di un'azione nel tempo è il processo di Wiener, noto anche come moto geometrico Browniano, in base al quale in un piccolo intervallo di tempo il tasso di rendimento si distribuisce in modo normale e i tassi di rendimento di due intervalli differenti di tempo sono indipendenti tra di loro. Per un

Modigliani e Miller hanno sostenuto che i rendimenti delle azioni fossero condizionati dalle aspettative sulla redditività attesa e sui dividendi³³. I due autori, considerando un mercato perfetto in cui non esistano né differenze fiscali tra il pagamento dei dividendi e la ritenzione dell'utile né costi di negoziazione, sviluppano un modello con il quale dimostrano l'equivalenza logica tra i metodi di valutazione del prezzo di un'azione basati sull'attualizzazione degli utili e quelli basati sull'attualizzazione dei dividendi che l'impresa distribuirà in futuro. In un contesto del genere se gli azionisti sono consapevoli dei programmi di investimento della società, avranno visibilità sugli utili futuri che verranno raggiunti e non saranno influenzati dalla percentuale di distribuzione degli utili stessi³⁴.

Una via per cercare di comprendere cosa ci sia alla base delle evoluzioni dei prezzi delle azioni potrebbe essere quella empirica; per seguirla, però, è necessario fare attenzione alla distinzione tra breve e lungo periodo. Infatti a seconda dell'intervallo temporale che viene considerato, si possono trarre conclusioni completamente differenti.

In figura 1.3 viene mostrata l'evoluzione del prezzo di un'azione di una società italiana nel corso degli ultimi 10 anni: la linea celeste evidenzia il corso azionario, mentre quella rossa, più discontinua nel tempo, mostra l'andamento degli *earnings per share*; come si può vedere c'è una fortissima correlazione tra l'andamento del titolo e quello dei risultati economici raggiunti dall'impresa.

approfondimento si veda Hull J. C., "Options, Futures, and Other Derivatives", 6a edizione, Pearson Education, 2006

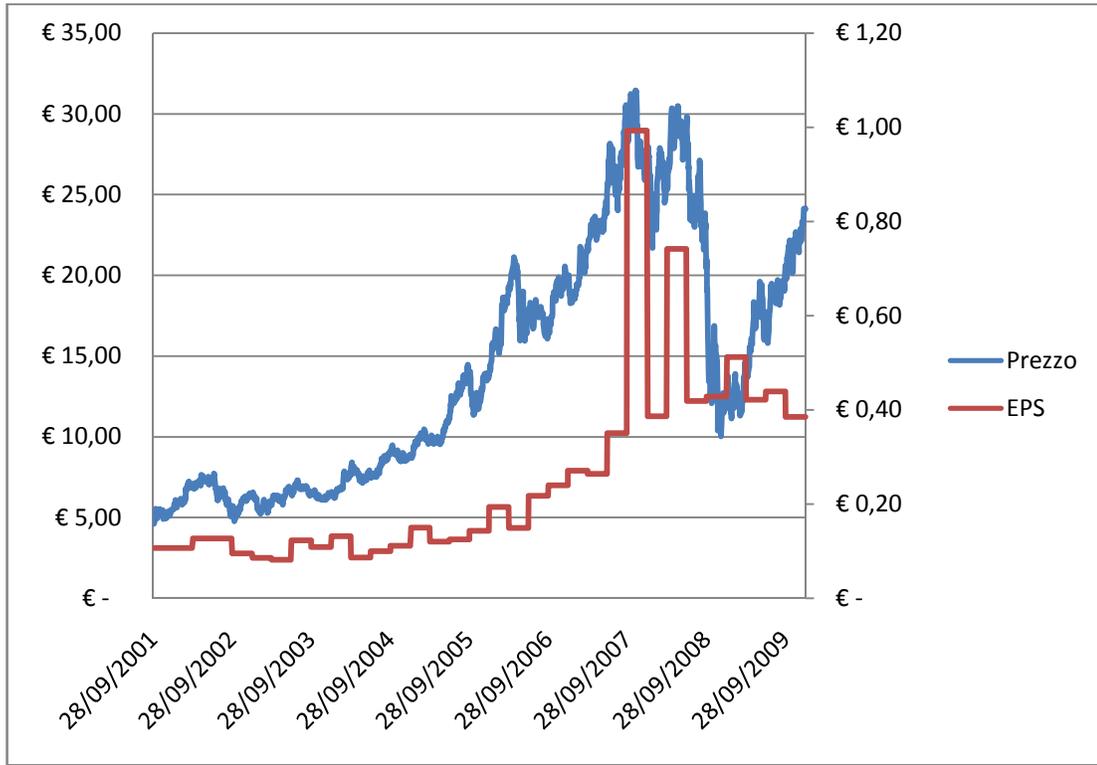
³³ Miller M.H., Modigliani F., "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", The Journal of Business, Vol 34, Issue 4, 1961 pp 411-433

³⁴ La formula di valutazione del valore di un'azione è:

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+r)^i}$$

Dove D è il dividendo atteso per ogni periodo futuro ed r rappresenta un congruo tasso di attualizzazione.

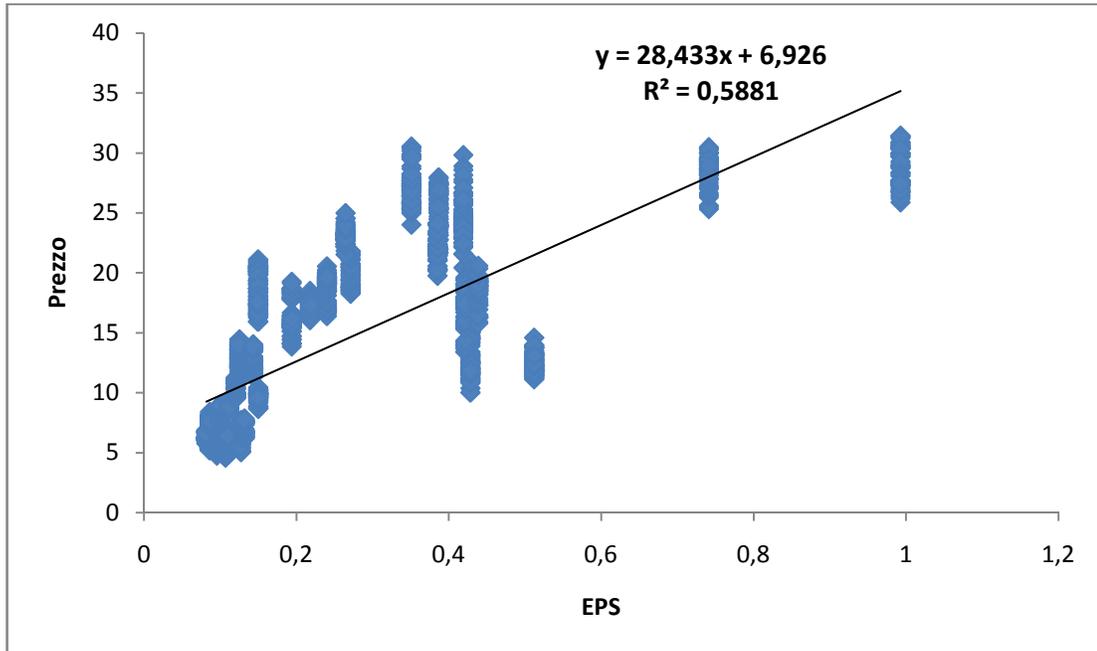
Figura 1.3



Fonte: Elaborazione personale su dati di Bloomberg (Saipem)

Si può affermare che nel lungo periodo i prezzi delle azioni si muovono in funzione dei risultati economici, in particolare dell'utile netto, che l'impresa riesce a raggiungere. Ad ulteriore conferma di ciò, in figura 1.4, la retta di regressione tra le grandezze considerate mostra una correlazione decisamente positiva.

Figura1.4



Fonte: Elaborazione personale su dati di Bloomberg (Saipem)

Il prezzo delle azioni, dunque, nel lungo periodo dovrebbe rispecchiare il valore intrinseco dell'impresa, considerato come la sommatoria dei redditi futuri che sarà in grado di ottenere. Guatri³⁵ tenta di quantificare la capacità dei prezzi di mercato di riflettere tale valore attraverso il coefficiente di valutazione del mercato, la cui formula è la seguente:

$$r = \frac{W_M}{W}$$

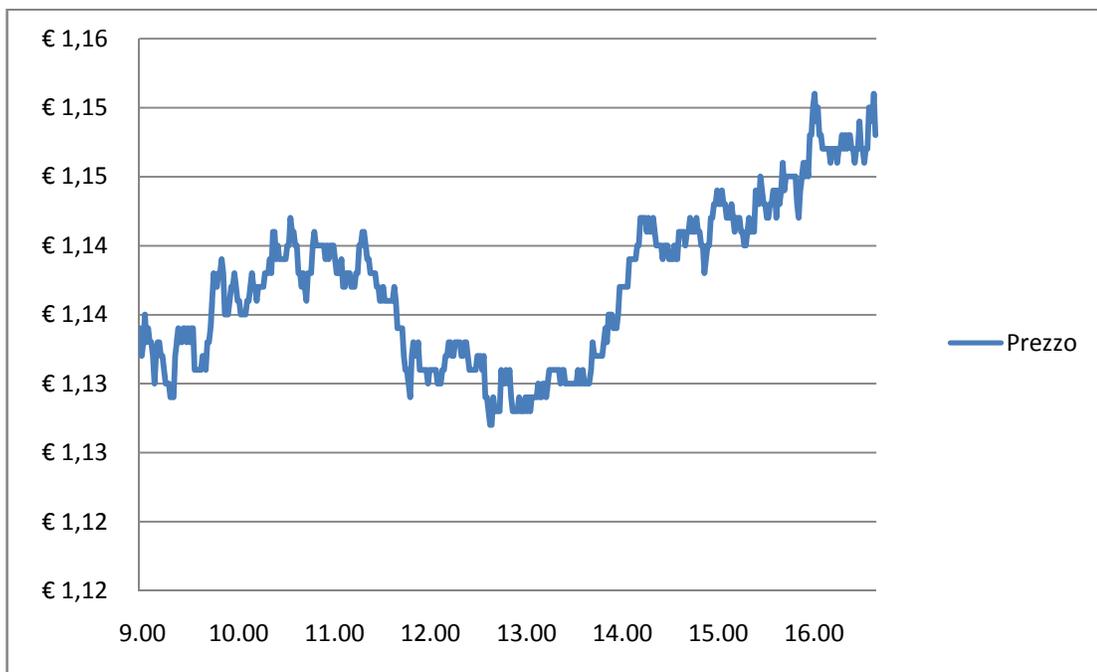
dove W_M rappresenta il valore espresso dal mercato, mentre W indica il valore intrinseco. Gli scostamenti di W_M da W , anche nel lungo periodo, si verificano con ritmi molto frequenti e ampiezze a volte importanti; questo fenomeno prende il nome di volatilità dei prezzi di mercato ed è influenzato in

³⁵ Guatri L., Massari M., La diffusione del valore, Milano, Egea, 1992

parte dalle continue informazioni che sopraggiungono e in parte da ragioni irrazionali che non si riescono a spiegare.

Specialmente per quel che riguarda il breve periodo la volatilità che viene manifestata dalle quotazioni, non permette di rintracciare delle correlazioni con altre variabili. La figura 1.5 illustra l'andamento *intraday* di un'altra società italiana quotata: all'interno della stessa giornata il titolo sembra avere inizialmente un andamento positivo, successivamente crolla per poi tornare a salire e, in chiusura, superare abbondantemente il prezzo di apertura.

Figura 1.5



Fonte: Elaborazione personale su dati di Bloomberg (Telecom Italia)

Nel breve periodo, infatti, le decisioni di investimento sono spesso influenzate dal *sentiment* del mercato e non solamente da previsioni complesse e analisi dettagliate; Keynes, a tale riguardo, utilizza l'espressione "*animal spirits*" per descrivere l'idea secondo la quale l'andamento delle attività economiche, tra

cui l'investimento, è provocato dal susseguirsi di ondate di ottimismo e pessimismo³⁶.

Sebbene *l'animal spirit* possa giocare un ruolo fondamentale, specialmente nei momenti di crisi in cui la volatilità aumenta drasticamente, disorientando i mercati, gli investitori, specialmente quando hanno mire di lungo periodo, attribuiscono notevole importanza alle aspettative³⁷ riguardanti le prospettive future delle imprese considerate. Alla base delle aspettative c'è un set di informazioni più o meno ampio che ogni investitore deve possedere ed interpretare per poter prevedere quale potrà essere l'evoluzione futura di determinate grandezze e dunque del prezzo dell'azione.

L'efficienza informativa del mercato

Lo studio di Kendall è stato ampiamente considerato dalla letteratura degli anni '60 e '70³⁸, tanto da divenire il fondamento sul quale è

³⁶ Keynes scrive: "Even apart from the instability due to speculation, there is the instability due to the characteristic of human nature that a large proportion of our positive activities depend on spontaneous optimism rather than on a mathematical expectation, whether moral or hedonistic or economic. Most, probably, of our decisions to do something positive, the full consequences of which will be drawn out over many days to come, can only be taken as a result of animal spirits — of a spontaneous urge to action rather than inaction, and not as the outcome of a weighted average of quantitative benefits multiplied by quantitative probabilities.

[...] But individual initiative will only be adequate when reasonable calculation is supplemented and supported by animal spirits, so that the thought of ultimate loss which often overtakes pioneers, as experience undoubtedly tells us and them, is put aside as a healthy man puts aside the expectation of death.

Keynes, J.M., (1936) "The General Theory of Employment, Interest and Money", Macmillan (reprinted 2007)

³⁷ La teoria economica sostiene l'esistenza di tre tipi di aspettative:

- aspettative razionali, secondo le quali un soggetto sfrutta tutte le informazioni che possiede per prevedere l'andamento futuro di una variabile e sia in grado di interpretarle sempre nel modo corretto;
- aspettative mediamente razionali, secondo cui non tutti gli operatori sono in grado di utilizzare al meglio le informazioni disponibili;
- aspettative adattive, per le quali gli investitori abbiano delle informazioni, ma prevedano l'andamento di una variabile in base al suo comportamento nel passato.

³⁸ Cfr Corvi E., "Comunicazione d'impresa e Investor Relation – La gestione della comunicazione economico-finanziaria" Milano, Egea, 2000. P 77-79

stata costruita la tesi dell'efficienza dei mercati finanziari: la variazione dei prezzi è assolutamente casuale, in quanto questi riflettono immediatamente e pienamente tutte le informazioni importanti e verificabili³⁹.

Secondo tale teoria, gli investitori non necessitano di alcuna informazione ulteriore per prendere le proprie decisioni di investimento: l'unica fonte utile e necessaria è rappresentata dai prezzi di mercato. Un mercato è efficiente se il prezzo delle azioni che vi sono negoziate viene fissato in modo da incorporare tutte le aspettative degli operatori in merito al rendimento futuro delle stesse, con il fine di eliminare ogni opportunità di arbitraggio e profitto non sfruttata.

I concetti riguardanti le aspettative e l'efficienza del mercato sono strettamente collegati alla diffusione e disponibilità di informazioni; infatti, in un contesto efficiente, i prezzi delle azioni comprendono già tutte le informazioni disponibili in grado di influenzarne il corso e l'unico evento che potrebbe riuscire a far muovere in modo sensibile il valore del titolo è la diffusione di nuove informazioni. Nel momento in cui il nuovo set di informazioni viene reso disponibile, viene recepito immediatamente da tutti gli operatori dei mercati, che di conseguenza adeguano le proprie posizioni, in modo da eliminare tutte le opportunità di arbitraggio. Ovviamente le nuove informazioni devono avere la caratteristica di essere assolutamente imprevedibili a priori, altrimenti la previsione di una futura informazione, costituendo essa stessa un'informazione, provoca una variazione dei prezzi⁴⁰; inoltre le informazioni già espresse dai prezzi di mercato correnti devono avere correlazione nulla con le evoluzioni future dei corsi azionari. Solo nuove informazioni sono in grado di far muovere i prezzi; Cootner⁴¹ nel

³⁹ Il concetto di "mercati efficienti" è stato il fondamento degli ultimi quaranta-cinquanta anni di ricerca nell'ambito della teoria dei mercati dei capitali, benché la Efficient Market Hypothesis risalgia ai primi anni del '900 quando Louis Bachelier ideò il Modello Random Walk.

⁴⁰ Cfr: Palan S., "The efficient market hypothesis and its validity in today's markets", Grin Verlag, 2004

⁴¹ Cootner, P.H., "The Random Character of Stock Market Prices", Cambridge, MA, MIT Press, 1964

1964 fornisce un'efficace descrizione del funzionamento di un mercato efficiente:

“If any substantial group of buyers thought prices were too low, their buying would force up the prices. The reverse would be true for sellers. Except for appreciation due to earnings retention, the conditional expectation of tomorrow's price, given today's price, is today's price.

In such a world, the only price changes that would occur are those that result from new information. Since there is no reason to expect that information to be non-random in appearance, the period-to-period price changes of a stock should be random movements, statistically independent of one another.”

Fonte: Palan S., “The efficient market hypothesis and its validity in today's markets”, Grin

Uno dei contributi più importanti sul tema è stato fornito da un articolo del 1965 di Eugene Fama⁴², che rappresenta la pietra miliare della letteratura economica sull'argomento in discussione. Per Fama l'efficienza del mercato è intesa come la capacità dei prezzi di esprimere tutta l'informazione disponibile. Nello studio citato vengono descritte tre tipologie di efficienza, che differiscono in funzione del tipo di informazione vi sta alla base:

- l'efficienza in forma debole, in cui i prezzi riflettono solamente le informazioni storiche, contenute nella serie passata dei prezzi; tali informazioni riguardano i tassi di rendimento, i volumi di scambio, gli azionisti principali ed altre informazioni generate dal mercato. La forma di efficienza debole si fonda sul fatto che le informazioni riguardanti le performance passate dei titoli non sono di nessun aiuto nel prevederne le evoluzioni future; ciò perché il set informativo che è riflesso nei prezzi è per ipotesi totalmente incorrelato con l'andamento futuro. Se

⁴² Eugene F. Fama “The behavior of Stock-Market Prices” The Journal of Business, Vol.38, n. 1, Jan.1965 pp 34-105.

la forma debole fosse riscontrata tutte le analisi tecniche che si fondano sullo studio delle performance storiche delle azioni si rivelerebbero assolutamente inutili, non permettendo di guadagnare alcun extra rendimento.

- l'efficienza semi-forte, in cui i prezzi di mercato esprimono le informazioni passate e anche tutte quelle disponibili alla generalità degli investitori, ossia le informazioni di pubblico accesso; tra queste vi sono il prezzo attuale, i risultati economici e gli annunci sul dividendo, i multipli di valutazione, informazioni politico-economiche e tutte le altre informazioni anche presenti che possono influenzare il corso azionario. Pur conoscendo tutte le informazioni disponibili un investitore non può raggiungere sistematicamente un extra profitto, dal momento che tutti quanti possiedono il medesimo accesso alle risorse informative.
- l'efficienza forte, in cui i prezzi incorporano, oltre alle informazioni già citate per le due tipologie precedenti, anche quelle private. Mentre nelle altre due forme di efficienza gli *insider*, ossia i manager e i dipendenti che conoscono in anticipo molte più informazioni degli investitori esterni, hanno la possibilità di ottenere extra rendimenti utilizzando informazioni private per le proprie decisioni di investimento, con la forma forte di efficienza anche l'*insider trading* diventa inutile al raggiungimento di tale scopo.

In un contesto efficiente dal punto di vista informativo, dunque, non è possibile "battere il mercato", nel senso di ottenere performance migliori di quelle medie, semplicemente sfruttando l'informazione disponibile, dal momento che tutti gli operatori possiedono il medesimo set informativo. In sostanza non c'è alcuna possibilità di "arbitraggio informativo"; se un investitore riuscisse a realizzare degli extra profitti rispetto al mercato, sarebbe solamente merito della casualità e della fortuna.

Esiste anche una versione più forte di efficienza del mercato, che tra le ipotesi non si limita ad inserire la capacità delle aspettative di rappresentare *previsioni ottimali*⁴³ fondate sulle informazioni disponibili, ma prevede che i prezzi correnti riflettano il valore intrinseco dei titoli. Ciò implica che le informazioni che vengono diffuse al mercato sono in qualunque momento in grado di esprimere e far comprendere al mercato quale sia il valore fondamentale delle imprese e la loro potenzialità di creazione di valore. Tale versione di efficienza è molto utilizzata nei modelli di finanza perché fa coincidere esattamente la definizione di prezzo di un'azione con quella di valore attuale dei flussi di reddito che un'impresa riuscirà a raggiungere fino al termine della propria vita residua.

Evidenze empiriche sulla teoria dei mercati efficienti

La teoria dell'efficienza informativa dei mercati, però, è difficilmente dimostrabile; sull'argomento esiste un'ampia letteratura, composta in egual misura dalle produzioni di coloro che sostengono la correttezza della tesi e da quelle degli studiosi che invece la ritengono uno dei maggiori errori intellettuali della storia del pensiero economico. A livello empirico tra le principali dimostrazioni a favore delle teorie di Fama c'è quella secondo la quale le previsioni degli analisti finanziari e l'attività dei gestori di fondi di investimento non sempre riescono a garantire performance migliori di quelle medie dell'intero mercato; se un'analista è riuscito a prevedere in modo corretto l'andamento di un titolo, non è detto che riesca a farlo di nuovo e con costanza. I successi di analisti e gestori sono solo frutto della fortuna.

Un'analisi empirica del 1987 condotta da De Bondt e Thaler⁴⁴ ha però messo in discussione la teoria dell'efficienza dei mercati, giungendo, tra le altre

⁴³ Mishkin F.S., Eakins S.G., Forestieri G., "Istituzioni e mercati finanziari", Pearson Education, 2006

⁴⁴ De Bondt W.F.M, Thaler R.H., "Further Evidence On Investor Overreaction and Stock Market Seasonality" Journal of Finance, 62, 1987 pp 557-580

conclusioni, a dimostrare che ad annunci di aumenti significativi o diminuzioni rilevanti dei ricavi la reazione del mercato e degli investitori risulta essere eccessiva; ciò provoca un'oscillazione in positivo o in negativo del prezzo dell'azione troppo vasta rispetto all'entità dell'informazione che è stata diffusa, per la quale occorrono diverse settimane per fare in modo che il prezzo ritorni ad esprimere un valore consono a quello aziendale. La conclusione del lavoro dei due autori permette di contraddire anche solo parzialmente la teoria di Fama, visto che nel momento in cui avviene l'annuncio un investitore potrebbe approfittarne e sfruttare un'opportunità di profitto che il mercato non è in grado, statisticamente, di eliminare nel brevissimo periodo. Inoltre a confutare la dei mercati efficienti vi sarebbero anche gli avvenimenti accaduti in una delle giornate più nere della storia dei mercati finanziari: il 19 ottobre del 1987, quando il valore dell'intera economia americana è crollato del 22 per cento, senza che fosse stata diffusa alcuna informazione rilevante che potesse indurre gli investitori a ridurre o annullare simultaneamente le posizioni in portafoglio.

E' possibile comunque affermare⁴⁵ che il grande pregio di Fama sta sicuramente nell'aver colto che il raggiungimento dell'efficienza e dell'equilibrio concorrenziale da parte del mercato in condizioni di incertezza, dipende in modo determinante dal ruolo svolto dall'informazione nel processo di formazione dei prezzi. Il suo ragionamento, tuttavia, è stato sviluppato in un contesto assolutamente statico, in cui risulta difficile distinguere logicamente e cronologicamente le fasi della produzione e diffusione delle informazioni rilevanti, delle decisioni degli investitori e della reazione dei titoli sul mercato. L'evidenza empirica mostra, invece, che esiste una netta diversificazione, almeno temporale, dei tre momenti, con la conseguenza di rendere meno affidabili le conclusioni a cui giunge la teoria dell'efficienza.

⁴⁵ Corvi E., "Comunicazione d'impresa e Investor Relation – La gestione della comunicazione economico-finanziaria", EGEA, Milano 2000.

Figura 1.6



Fonte: Elaborazione personale

La realtà è caratterizzata da un mercato dinamico, in cui ai fini dell'essenza delle decisioni degli investitori risultano indispensabili le informazioni contenute nei prezzi e soprattutto i meccanismi attraverso i quali l'informazione viene diffusa e "spiegata" al mercato. Mentre la teoria dei mercati efficienti è costruita sulla possibilità, concessa a tutti gli individui, di fruire in modo gratuito dell'informazione rilevante, di norma il suo ottenimento presuppone un'attività di ricerca da parte dell'uomo, che lo costringe ad un investimento di risorse anche economiche. Tali costi transattivi testimoniano l'implicita esistenza di asimmetrie informative che ovviamente sono assolutamente incoerenti con l'efficienza informativa del mercato.

Capitolo Secondo

“La comunicazione economico-finanziaria, così come ogni altra attività di comunicazione d’impresa, deve essere vista e gestita come una grande orchestra che si avvale di molti musicisti e di svariati strumenti, ma di un medesimo spartito musicale che deve essere interpretato da tutti, sebbene con toni differenti.”

Elisabetta Corvi

La comunicazione economica-finanziaria d’impresa

L’importanza della comunicazione per l’impresa

Il primo capitolo del lavoro ha messo in evidenza che da circa un secolo il ruolo ricoperto dall’informazione ha assunto un’importanza sempre maggiore sia per l’impresa e le sue dinamiche interne sia per il contesto nel quale è inserita, ossia il mercato, in particolare quello finanziario. La causa di ciò è riconducibile a due fattori importanti: il peso sempre più rilevante riconosciuto alla funzione sociale delle imprese da parte di tutti gli *stakeholder* e il forte sviluppo che sta caratterizzando i mercati finanziari, con un conseguente aumento della competitività tra le aziende nell’ottenimento di risorse finanziarie da parte degli investitori.

Viste tali premesse, si può affermare che l'impresa, definita come un "sistema aperto"⁴⁶, inserito in un ambiente che la "nutre" quotidianamente e dal quale non potrebbe per nessuna ragione prescindere, non riuscirebbe assolutamente a proseguire la propria attività senza un continuo e crescente rapporto con l'ambiente esterno.

Un concetto ormai assodato nella teoria dell'impresa è che la finalità principale di un'organizzazione economica è certamente la creazione di valore; per essere più precisi si tratta dell'unica finalità dell'impresa⁴⁷. Il lavoro dei manager dovrebbe essere orientato alla creazione delle basi strategiche

⁴⁶ Zanda G., "Il bilancio delle società : lineamenti teorici e modelli di redazione", Giappichelli (2007).

⁴⁷ Il tema della creazione del valore è al centro di una ricchissima letteratura che evolve e si aggiorna continuamente cercando di seguire i ritmi evolutivi dell'attività di impresa. Guatri sostiene che la finalità dell'impresa è quella di crescere e questo può avvenire solamente "mediante la continua creazione di valore economico". Cfr. Guatri L., "Valore e <<Intangibles>> nella misura della performance aziendale" Egea (1997). Guatri e Vicari, in proposito, sostengono che "[...] l'unica finalità che abbia senso, è la continuazione dell'esistenza attraverso la capacità di autogenerazione nel tempo, che avviene mediante la continua creazione di valore economico. Solo in questo senso si può parlare di finalità dell'impresa." Guatri e Vicari sostengono che la finalità dell'impresa è unica, mentre ed è indipendente dagli scopi privati dei singoli portatori di interesse, mentre gli obiettivi possono essere molteplici. Cfr. Guatri L., Vicari S., "Sistemi d'impresa e capitalismi a confronto : creazione di valore in diversi contesti", Egea (1994). Sullo stesso tema Bruni scrive: "L'impresa rappresenta, prima di ogni altra considerazione, il fenomeno economico mediante il quale, in simbiosi con il mercato, si compie il processo dell'acquisizione, dell'accrescimento e della distribuzione della ricchezza ovvero della generazione del valore" Cfr. Bruni G., "Contabilità del valore per aree strategiche d'affari", Giappichelli (1999). Caramiello, Di Lazzaro e Fiori scrivono che "sono ormai pochi gli studiosi e gli operatori che non si trovino d'accordo nel ritenere che la finalità principale delle imprese aventi scopo di lucro sia la creazione di nuovo valore economico." Cfr. Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., "Indici di bilancio" Seconda edizione – Giuffrè Editore (2003). Rappaport sostiene che "Il principio [...] che l'incremento del valore dell'investimento azionario sia l'obiettivo principale dell'impresa è largamente accettato". Cfr. Rappaport A., "Creating shareholder value: the new standard for business performance", New York, Free Press (1986) – Edizione italiana "La strategia del valore: le nuove regole della performance aziendale", Franco Angeli (1986). Balducci scrive: "l'azienda ha l'obiettivo economico naturale di creare valore: si può affermare che un'azienda vale se il suo valore aumenta, in un arco di tempo determinato, più delle risorse impiegate." Balducci D., "La valutazione dell'azienda", Nona edizione, Edizioni Fag (2006). Koller, Goedhart e Wessels in merito al fatto che i manager dovrebbero lavorare per creare valore nel lungo periodo, sostengono che "*specifically managers must not only have a theoretical understanding of value creation, but must be able to create tangible links between their strategies and value creation. This means, for example, focusing less on recent financial performance and more on what they are doing to create a "healthy" company that can create value over the longer term.*" Koller T., Goedhart M., Wessels D., "Measuring and managing the value of company", Quarta edizione, McKinsey and Company, John Wiley and Sons Inc. (2005).

per un'impresa "sana" e in grado di massimizzare il valore nel lungo periodo. Per quel che riguarda la definizione di quali siano i soggetti i cui interessi vadano principalmente tutelati dall'attività economica dell'impresa, i pareri non sono così concordi. Una strada è quella che ritiene si debba ragionare essenzialmente tenendo in considerazione gli interessi degli azionisti⁴⁸; si tratta di una tesi che effettivamente risulta molto plausibile dal momento che gli azionisti rappresentano i proprietari dell'impresa e quindi coloro che hanno diritto al rendimento residuale. Inoltre la letteratura ritiene che l'impresa vincente crea valore per tutti i portatori di interesse. La teoria che si oppone a quella appena brevemente descritta sostiene che l'impresa non possa assolutamente lavorare ponendosi come obiettivo il soddisfacimento dei soli *shareholders*, ma orientare i propri sforzi verso gli interessi di tutti gli *stakeholder*⁴⁹. Non si tratta della semplice considerazione di tutti i soggetti

⁴⁸ L'assunzione di base della cosiddetta *shareholder theory* è che gli azionisti siano gli unici soggetti nel cui interesse deve essere condotta l'attività d'impresa. Tra i più importanti Autori che si sono occupati dell'argomento c'è sicuramente Rappaport che nel 1986, scrive che "le strategie d'impresa andrebbero giudicate per il vantaggio economico che esse portano agli azionisti, in termini di dividendo e di plusvalenza delle azioni"; inoltre l'unico modo per risolvere l'azzardo morale del management è quello di collegare la remunerazione alla performance azionaria. Secondo Rappaport la determinazione della creazione di valore per gli azionisti può avvenire in modo corretto solo tramite l'attualizzazione dei *cash flow* prodotti dall'impresa; il metodo reddituale, infatti, non riesce a stimare il valore creato, data la strettissima correlazione di quest'ultimo con il rischio e con il livello di investimenti che vengono effettuati: gli *earnings* secondo Rappaport, non essendo in grado di considerare tali aspetti, non sono un valido indicatore e un loro aumento non identifica necessariamente un aumento del valore creato per gli azionisti. Il lavoro di Rappaport viene, però, svolto mantenendo valida un'importante assunzione: un incremento del valore dell'impresa, considerato pari alla somma dello *shareholder value* e del capitale di credito, fa scaturire un miglioramento della condizione di tutte le parti coinvolte nell'attività di impresa. Cfr. Rappaport A., "Creating shareholder value: the new standard for business performance", New York, Free Press (1986) – Edizione italiana "La strategia del valore: le nuove regole della performance aziendale", Franco Angeli (1986). Si tratta di una tesi accolta anche da Guatri che scrive: "[...] è sostanzialmente accettabile la nota tesi americana secondo la quale creare valore per l'azionista significa creare valore per tutti". Cfr. Guatri L., "Trattato sulla valutazione delle aziende", Egea (1998). Copeland, Koller e Murrin nel trattare i metodi valutativi del capitale economico premettono che "La mentalità orientata al valore si riferisce invece all'accento posto dal management sulla creazione di valore per gli azionisti". Cfr. Copeland T., Koller T., Murrin J., "Valuation, measuring and managing the value of companies", John Wiley and Sons (2000).

⁴⁹ La teoria degli *stakeholders* è oggetto di studio fin dai primi anni '60, quando appare per la prima volta nella letteratura manageriale, all'interno di uno studio dello Stanford Research Institute (1963). La definizione data in quella occasione descrive gli *stakeholder* come "those groups without whose

che la circondano, ma di un vero e proprio coinvolgimento nell'attività d'impresa, in un ruolo che non sia affatto passivo. Anche questa seconda tesi è da considerare valida visto che, come è stato scritto in precedenza, l'impresa non potrebbe vivere isolata dai propri interlocutori, il cui studio, specialmente di quelli "ostili", comporta un gran vantaggio a livello di pianificazione strategica. In un contesto ideale si potrebbe sostenere che in presenza di un'impresa virtuosa, in grado di generare profitti, la distinzione tra

*support the organisation would cease to exist". Stewart R., Allen J., Cavender J., "The strategic plan", Research Report n.138, Stanford Research Institute, Long Range Planning Service, Industrial Economics Division (1963). Il secondo contributo in ordine cronologico sull'argomento è di Ansoff che, nel 1965, lancia una forte critica all'utilizzo dell'espressione *stakeholder theory*, dal momento che secondo l'Autore c'è un'importante differenza tra gli obiettivi dell'impresa e le sue responsabilità nei confronti dell'ambiente in cui opera. Ansoff, pur considerando gli *stakeholder* molto importanti per l'impresa, non ammette che l'orientamento strategico di quest'ultima conduca alla creazione di valore per tutti i soggetti che la circondano. Piuttosto l'Autore li ritiene un vincolo che l'attività economica deve rispettare nel perseguire il suo obiettivo. Per un approfondimento si veda Ansoff H., "Strategia aziendale", Etas Kompass (1968). Nel 1974 la teoria degli *stakeholder* viene ripresa da Ackoff, il cui contributo è fondamentale perché evidenzia l'importanza di tali soggetti all'interno della pianificazione strategica delle imprese; secondo l'Autore diversi problemi sociali potrebbero essere risolti se l'impresa imparasse a gestire meglio i rapporti con l'ambiente che la circonda. Si legga Ackoff R.L., "Redesigning the future", John Wiley and Sons (1974). Il lavoro getta le basi per la nascita della cosiddetta *Corporate Social Responsibility*, che troverà pieno compimento con il lavoro di Freeman, ritenuto il padre della *stakeholder theory*; nel 1984 egli, consapevole del mutamento dell'ambiente competitivo, fornisce una classificazione maggiormente dettagliata delle categorie di *stakeholder* che ripongono interessi sull'impresa, descrivendoli come una categoria che "*can affect or be affected by achievement of the organisation's objectives*". Il contributo dell'Autore evidenzia che l'unica opportunità per costruire una strategia in grado di garantire successo all'impresa è quella di considerare all'interno della pianificazione uno studio dettagliato degli *stakeholder*. Per un approfondimento si legga Freeman R.E., "A strategic management: a stakeholder approach", Pitman (1984); Freeman R.E., Evan W.M., "A stakeholder theory of the modern corporation: a Kantian Capitalism", in Beauchamp T., Bowie N., "Ethical theory and business", Prentice Hall (1993). A testimonianza che, nonostante esistano, oltre a quelli citati, numerosi altri studi sul tema in oggetto, si tratta di un argomento assolutamente aperto, nel 2001 Jensen scrive un articolo nel quale critica fortemente la teoria di Freeman. Secondo l'Autore la teoria degli *stakeholder*, secondo la quale il management deve sostituire il proprio orientamento alla creazione di valore solo per gli azionisti con lo sviluppo di un rapporto fiduciario con una più ampia schiera di soggetti, non fornisce gli strumenti per risolvere i numerosi trad-off che genera, rendendo inapplicabile sul piano pratico; inoltre Jensen argomenta che la massimizzazione di più di un obiettivo è matematicamente impossibile e, quindi, la *stakeholder theory* condurrebbe ad una sottoutilizzazione delle risorse aziendali. L'articolo in questione è Jensen M.C., "Maximization, Stakeholder theory, and the Corporate objective function", Working Paper Harvard Business School (2001). All'opposto si pone Donna che ritiene che "dietro questa concezione [il soddisfacimento dell'interesse degli azionisti come il fine supremo] si nasconde una visione pericolosamente unilaterale della creazione di valore, che può sconfinare in atteggiamenti capaci di rendere più precaria e a rischio la capacità stessa dell'impresa di creare valore" Cfr. Donna G., "La creazione di valore nella gestione dell'impresa", Carrocci (2007).*

le due categorie di soggetti non avrebbe motivo di esistere, dal momento che l'interesse generale sarebbe garantito. La dicotomia tra le due teorie nasce dal fatto che, nel mondo reale, una scelta condotta in ottica di creazione di valore per gli azionisti, spesso potrebbe condurre il management a trascurare gli interessi particolari di uno o più *stakeholder*. La complessità dell'attività d'impresa fa sorgere inevitabilmente una serie di interessi contrastanti tra i soggetti che la circondano⁵⁰. Il fine del lavoro non è sicuramente quello di arrivare all'identificazione della strada che le imprese dovrebbero seguire a riguardo⁵¹, però è possibile affermare che una società dovrebbe porsi come obiettivo quello di fungere da raccordo tra tali interessi contrapposti e cercare di definire delle valide strategie di intermediazione, che le permettano di godere del continuo appoggio e consenso dell'una e dell'altra categoria di soggetti⁵².

A prescindere da quali siano gli interlocutori⁵³ al soddisfacimento dei quali si orientano gli sforzi dell'impresa, è certo che questi risulterebbero pressoché inutili, qualora il valore creato non fosse percepito e compreso nella sua completezza. Tale affermazione risulta ancora più vera in un contesto imprenditoriale fortemente incerto come quello attuale, caratterizzato da elevatissima concorrenza, sorprendente rapidità di mutamento ambientale e

⁵⁰ In proposito dei contrasti tra le due categorie l'Autore tedesco Leo Schutser, con un'interessante considerazione, spiega una differenza fondamentale tra il sistema economico europeo e quello americano. Secondo Schutser il sistema di finanziamento americano delle *public companies*, fortemente incentrato e focalizzato sul mercato di borsa, vede negli *shareholders*, i soggetti da tutelare in via prioritaria. Al contrario i sistemi europei, come quello italiano o tedesco, in cui il ruolo delle banche e dei finanziatori a titolo di credito è decisamente più rilevante, la considerazione degli interessi degli *stakeholders* è molto maggiore. Schutser L., "Shareholder value and stakeholder discussion: an International overview", St. Martin's Press (2000).

⁵¹ Alcuni testi recenti per approfondire l'argomento sono: Freeman R.E., Harrison J.S., Wicks A.G., Palmer B.L., De Colle S., "Stakeholder theory. The state of the art", Cambridge University Press (2010); Friedman A.L., Miles S., "Stakeholders. Theory and practice", Oxford University Press (2006); Phillips R., "Stakeholder theory and organizational ethics", Berrett-Koehler Publishers (2003).

⁵² Coda in merito sostiene che "Gli attori del sistema competitivo e gli attori sociali potrebbero anche considerarsi come parte di un unico insieme, quello dei detentori di interessi convergenti dell'impresa". Cfr. Coda V., "L'orientamento strategico di fondo"

⁵³ Da questo momento il termine "*stake holder*" verrà utilizzato, in mancanza di altre specifiche, per indicare in generale i soggetti ai quali si rivolge l'attività comunicativa dell'impresa.

sempre maggiore necessità di risorse da parte dell'impresa. L'efficienza operativa non rappresenta più un traguardo per un'organizzazione attiva in un siffatto ambiente, ma un requisito minimo per provare a competere nel mercato. I driver sui quali è necessario puntare per distinguersi e costruire il vantaggio competitivo sono i cosiddetti fattori *soft*, vale a dire gli *intangibile assets*, il cui peso relativo all'interno del patrimonio strategico di risorse delle imprese sta crescendo a ritmi molto elevati.

Non sono più sufficienti strategie e capacità finanziarie ed organizzative generiche, ma devono essere sviluppate, internamente all'impresa, conoscenze specifiche sulle quali fondare le competenze distintive in grado di garantire la costruzione del vantaggio competitivo e il suo mantenimento. Si tratta di risorse che richiedono, generalmente, ingenti investimenti e possiedono alcune caratteristiche fondamentali come l'unicità, la difficile riproducibilità, la trasferibilità e la sedimentabilità, che permettono di misurarne l'efficacia.

Tra gli *asset* intangibili ne possono essere annoverati alcuni il cui sviluppo avviene solamente attraverso un'eccellente comunicazione verso il mondo esterno: la fiducia degli *stakeholder*, la "credibilità strategica e reddituale"⁵⁴, la legittimazione, la capacità di essere percepiti come un'azienda solida, affidabile, efficace, intelligente e lungimirante sono risorse di cui un'impresa, intenta a superare le sfide concorrenziali e a guadagnare un extra rendimento rispetto ai *competitor*, non può fare a meno.

La comunicazione diviene, per la società, una leva indispensabile per incrementare il patrimonio di risorse immateriali e costruire la propria immagine; l'impresa, in sintesi, comunica per dare senso e "voce" al valore creato.

Prima di procedere con una breve classificazione delle tipologie di comunicazione aziendale è necessaria un'importante precisazione, che costituisce una premessa essenziale per la comprensione dell'intero lavoro:

⁵⁴ Guatri L. e Massari M. "La diffusione del valore" Milano, Egea 1992

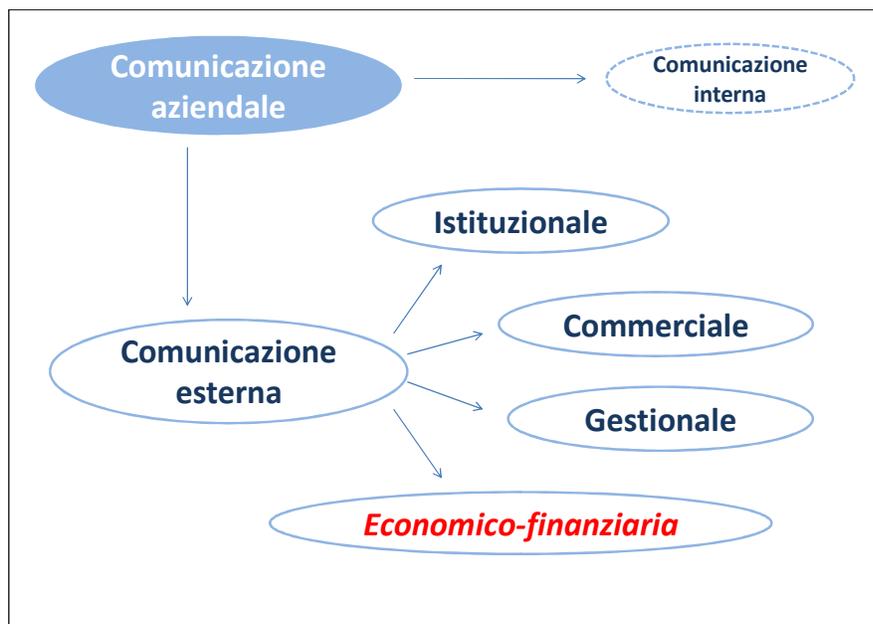
la creazione del valore fonda le proprie radici sull'operatività dell'impresa e sul suo modello di business; un'attività di comunicazione eccellente in un'impresa con basi poco solide e strategie incerte certamente non sarà in grado di aggiungere né tantomeno creare valore. D'altra parte è altrettanto vero che lo strumento comunicativo, diffondendo nel mercato informazioni rilevanti sulle politiche, le strategie e le idee aziendali, è in grado di soddisfare il bisogno informativo degli *stakeholder*; tale capacità di colmare un fabbisogno così rilevante rende meno ardua la costituzione di un rapporto costruttivo e armonioso con i soggetti di cui un'impresa necessita. Dunque la comunicazione, pur non potendo essere considerata in grado di creare valore in senso stretto, possiede assolutamente la potenzialità di consolidare e dare visibilità alle leve sulle quali è basata la forza operatività dell'impresa.

La classificazione più elementare della comunicazione d'impresa vede la divisione tra quella interna e quella esterna. Per quel che riguarda la prima, dal momento che non rappresenta oggetto del lavoro, ci si limiterà a ricordare che gli strumenti e le modalità di trasferimento delle informazioni all'interno delle organizzazioni, sia esso orizzontale o verticale, costituisce un fattore critico di forte rilevanza per la massimizzazione dell'efficacia delle strategie e delle politiche operative. Se all'interno di un'impresa l'informazione non circola in modo trasparente e costruttivo, può accadere che i dipendenti non siano consapevoli a pieno del progetto che guida e ispira il proprio lavoro, con la probabile conseguenza di attuare comportamenti non coerenti.

La seconda tipologia di comunicazione è, al contrario, rivolta verso il contesto esterno in cui l'impresa opera; si tratta dell'ambiente dal quale l'impresa attinge risorse e al quale vende i propri prodotti e/o servizi. Un siffatto rapporto, costituito da una miriade di contratti incompleti⁵⁵, dovrebbe essere fondato su un continuo flusso di informazioni, mirato al miglioramento delle relazioni dell'impresa con i propri interlocutori.

⁵⁵ Per una definizione dettagliata dei *contratti incompleti* si guardi il primo capitolo.

Figura 2.1



Fonte: Elaborazione personale

Esistono diverse tipologie di comunicazione esterna, le cui determinanti differiscono a seconda dei soggetti specifici a cui è rivolta⁵⁶:

- comunicazione commerciale, si rivolge ai clienti presenti e potenziali dell'impresa e, attraverso la pubblicità e le promozioni, ha come obiettivo il miglioramento della percezione del prodotto offerto;
- comunicazione istituzionale, volta a influenzare positivamente l'immagine aziendale nei confronti di soggetti pubblici e istituzioni;
- comunicazione gestionale, di tipo maggiormente operativo, si rivolge a tutti i soggetti direttamente coinvolti nel processo produttivo dell'impresa e nella sua gestione;
- comunicazione economico-finanziaria, si orienta verso i finanziatori dell'azienda, ossia coloro che apportano risorse finanziarie, e rappresenta il tema centrale sul quale si concentrerà il presente lavoro.

⁵⁶ Corvi E., "Comunicazione d'impresa e Investor Relation – La gestione della comunicazione economico-finanziaria", EGEA, Milano 2000

L'evoluzione della comunicazione economico-finanziaria

I soggetti che all'interno dell'impresa si occupano di comunicazione economico-finanziaria sono specializzati nella diffusione di informazioni qualitative e quantitative, che permettano agli interessati di avere un quadro il più possibile chiaro e completo sulle strategie e i risultati passati, presenti e futuri che l'impresa pensa di poter raggiungere. In sostanza, viene ceduto alla comunità finanziaria un prodotto, l'informazione, che dovrebbe permettere agli interlocutori esterni di aumentare la conoscenza nell'impresa e nel suo potenziale, con il fine ultimo di ridurre al minimo l'ineliminabile asimmetria informativa che caratterizza i mercati mobiliari e costruire la credibilità e la legittimazione necessarie allo sviluppo dell'immagine aziendale⁵⁷. Gli investitori non sono altro che persone e come tali sarebbero ben lieti se ci fosse un rapporto di fiducia alla base di un contratto di investimento; i soggetti che si assumono dei rischi, per conto proprio o per conto di terzi, attraverso la concessione di ingenti risorse finanziarie, necessitano, soprattutto dopo i recenti scandali che hanno caratterizzato il sistema economico e finanziario mondiale, di un aspetto in particolare: trasparenza. Non è più sufficiente il solo ritorno sull'investimento, perché l'investitore non desidera più assumersi il rischio in modo inconsapevole, conscio solo della diretta proporzionalità tra rischio e rendimento; l'intento è quello di cercare di gestire il rischio e per farlo c'è bisogno di un flusso informativo costante e trasparente. *Trasparenza* è certamente una delle parole chiave sulla quale le imprese devono costruire il proprio percorso orientato al valore. Fino a non troppo tempo fa, soprattutto in Italia, come sostengono lo stesso Guatri ed altri autori⁵⁸, le imprese erano

⁵⁷ In proposito Morelli sostiene che "gli obiettivi della comunicazione finanziaria consistono nella crescita, nei pubblici di riferimento, della fiducia nell'impresa, assicurandoli sulla sua buona situazione economica e finanziaria, informandoli sulle prospettive future, prospettando loro dei trend di sviluppo adeguati alle aspettative del mercato". Cfr. Morelli M., "L'immagine dell'impresa. Le leve strategiche della comunicazione nell'epoca del cambiamento", Franco Angeli (2002).

⁵⁸ Guatri scrive: "[...] anche le medie imprese italiane si stanno rendendo conto che la trasparenza è una condizione essenziale per la loro corretta conduzione; e che la distinzione tra notizie da

dirette verso la direzione esattamente contraria, ossia privilegiavano il principio della riservatezza, pensando che, permettere al mercato, e quindi anche ai *competitors*, di poter “entrare” nell’azienda per capirne le dinamiche, le prospettive e le attese, fosse il modo migliore per distruggere valore: la difesa del vantaggio competitivo passava attraverso una forte chiusura informativa nei confronti dell’esterno. Non solo i concorrenti, ma anche gli azionisti e gli investitori erano tenuti molto in disparte; la loro considerazione era sensibilmente inferiore di quella di cui godono attualmente. Per il management l’azionista rappresentava il proprietario dell’impresa in senso solamente formale, ma non sostanziale: non gli era riconosciuto il diritto di ricevere informazioni dettagliate sulla gestione, i risultati e il futuro della propria società. La situazione, fortunatamente, è cambiata e il mutamento che ha riguardato l’ambiente nel quale le imprese oggi operano ha inciso pesantemente sul comportamento di queste ultime in termini di comunicazione. La sempre maggiore richiesta di risorse finanziarie da parte di imprese, conseguenza di un notevole aumento dimensionale, è stata accompagnata da un progressivo sviluppo dei mercati e della propensione al risparmio degli operatori pubblici e privati; una più matura cultura finanziaria ha permesso da una parte una positiva evoluzione legislativa in materia di

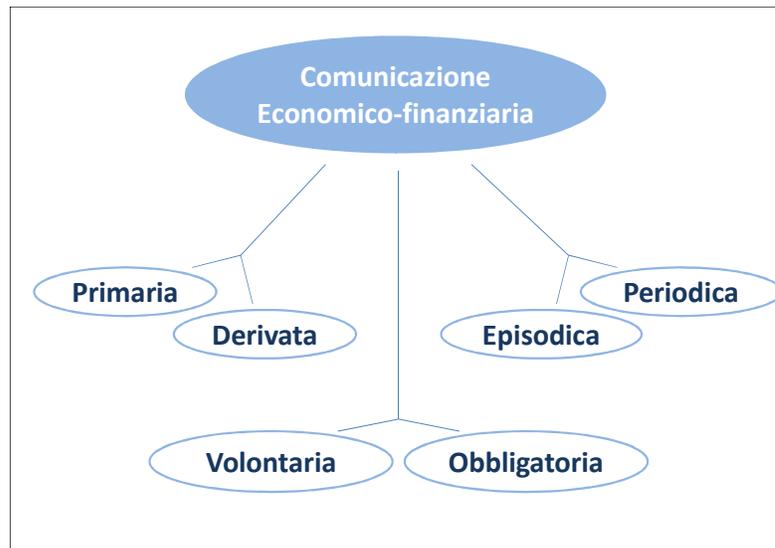
comunicare e notizie che pro-tempore devono rimanere nell’interesse dell’impresa riservate, non è affatto un problema insuperabile” Cfr. Guatri L. e Massari M. “La diffusione del valore” Milano, Egea 1992. E ancora sempre Guatri: “[...] Il caso italiano rappresenta un chiaro esempio di graduale passaggio dal campo della riservatezza a quello di apertura nell’informazione delle imprese. Come non ricordare lo stretto ermetismo dei bilanci, e segnatamente del Conto economico, fino a 20 anni or sono, o poco più, quando sintesi e compensazioni di voci erano ammesse? [...] La motivazione di ciò veniva spesso ricercata proprio nell’esigenza di riservatezza: far conoscere il giro di affari, e quindi offrire un’indicazione per stimare eventualmente la quota di mercato e la stessa effettiva dimensione dell’impresa, era considerato una rischiosa informazione fornita alla concorrenza.” Cfr. Guatri L., Vicari S., “Sistemi d’impresa e capitalismi a confronto : creazione di valore in diversi contesti”, Egea (1994). In proposito è interessante citare anche il punto di vista di Carlo Maria Mascheroni, amministratore delegato di Investitori Sgr del Gruppo Allianz, che nel 2001 scrive: “ho sintetizzato in modo un po’ scherzoso l’approccio delle società quotate, che era quello del “*e mo’ te frego*”: per niente trasparenza e tendenza ad estrarre il più possibile dal mercato, in termini di apporti finanziari. [...] dove l’obiettivo era essenzialmente quello di mungere il mercato lasciandolo fuori da una possibilità di controllo e di pressione sulla società”. Cfr. Di Martino S. (a cura di), “Investor Relations, Corporate Governance e Valore d’Impresa”, Atti del convegno IULM, Egea (2002).

comunicazione e trasparenza e dall'altra una presa di coscienza da parte delle imprese che la diffusione delle informazioni è alla base della costruzione e dell'affermazione dell'immagine aziendale, requisito essenziale per raccogliere fiducia e, conseguentemente, forza competitiva. L'informazione, attualmente riconosciuta come un diritto inalienabile non solo degli azionisti, ma anche dei terzi e della collettività in generale, deve essere quindi imperniata sul principio di trasparenza e di completezza⁵⁹ e servire allo scopo fondamentale di diffondere il valore creato dall'impresa.

Le tipologie di comunicazione economico-finanziaria

La complessità dell'argomento trattato esige che vengano effettuate alcune classificazioni, cercando di fare attenzione nel chiarire il criterio che vi è alla base.

Figura 2.2



Fonte: Elaborazione personale

⁵⁹ Ovviamente si ritiene irrealizzabile il contesto informativo ipotizzato dall'economia neoclassica, in cui le imprese sono costruzioni di vetro. E' del tutto fisiologica la permanenza di informazioni riservate da non comunicare all'esterno, specialmente in merito a tutte le attività interne ancora da sviluppare, che potrebbero essere replicate da altri con conseguente riduzione del loro valore.

In primo luogo, a seconda delle motivazioni che spingono l'impresa a diffondere informazioni al mercato, la comunicazione economico-finanziaria può essere suddivisa in obbligatoria e volontaria, dove la prima scaturisce da un'imposizione normativa nei confronti delle società, il cui mancato rispetto provoca sanzioni amministrative e penali, mentre l'informativa volontaria è integrativa ed è caratterizzata da notevole discrezionalità di scelta per quanto concerne i metodi utilizzati, le tempistiche e i contenuti. Si tratta di una distinzione molto importante che merita ulteriori approfondimenti, oggetto dei prossimi paragrafi.

La seconda classificazione che può essere operata riguarda l'informativa primaria e quella secondaria, o derivata; qui il criterio di distinzione risulta essere la fonte dalla quale provengono le informazioni diffuse: nel caso della primaria, è facile intuire che la sorgente del flusso informativo è l'impresa stessa, mentre per quella derivata si tratta di soggetti terzi che operano nel mercato finanziario. Sono gli intermediari finanziari che recepiscono le informazioni dalla comunicazione primaria, le analizzano, le processano e le "rivendono" al mercato tradotte in un linguaggio più semplice, immediato e adatto a rappresentare il fondamento di una decisione di investimento. Nonostante possa sembrare un passaggio superfluo, in realtà è giustificabile dal fatto che il crescente sviluppo del mercato finanziario ha spinto numerosi soggetti, anche con piccoli patrimoni, ad effettuare investimenti in azioni o in altri strumenti quotati; accade, tuttavia, spesso di verificare che la cultura finanziaria degli operatori, specialmente *retail*, non sia matura al punto da poter compiere sempre delle scelte di investimento coerenti con le proprie aspettative e le proprie possibilità. Del resto valutare una società per decidere se concederle il proprio denaro o meno, non è un'operazione facile, né tantomeno immediata. Gli intermediari finanziari possiedono competenze altamente specializzate nell'interpretare le informazioni e i segnali che provengono dalle imprese e si pongono nel mercato con il ruolo di *advisor* per i risparmiatori, dai quali poi, generalmente, ricevono commissioni nel

momento in cui dovesse essere effettuato l'investimento. Il ruolo della comunicazione derivata è molto rilevante ed ha contribuito al forte sviluppo che ha avuto una figura particolare interna agli intermediari, l'analista finanziario; si tratta di soggetti centrali nel rapporto tra le imprese e il mercato azionario e per questo saranno oggetto di un approfondimento nel seguito del lavoro.

Una terza possibile classificazione distingue l'informativa periodica da quella episodica. La prima è quella che viene diffusa con scadenze fisse dalle imprese, al verificarsi di eventi fisiologici della vita aziendale, come l'approvazione del bilancio di esercizio, mentre la seconda descrive l'attività di informativa che scaturisce da eventi straordinari rispetto all'operatività dell'impresa. Le tre categorie descritte rappresentano un campione significativo, ma comunque non esaustivo, delle classificazioni che possono essere effettuate, i cui criteri variano anche in funzione del settore e della fase di sviluppo aziendale.

I destinatari della comunicazione economico-finanziaria

L'ambiente in cui l'impresa opera è composto da diversi soggetti che, come è stato già osservato, possiedono interessi differenti e ripongono aspettative nei confronti dell'attività e degli eventi che coinvolgono l'entità economica. Il rapporto con gli *stakeholder* è continuamente condizionato dalle pressioni che questi esercitano sull'impresa per cercare di influenzarne il comportamento e perseguire obiettivi propri. La comunicazione economico-finanziaria, tramite la diffusione trasparente del valore aziendale, deve continuamente alimentare il rapporto con l'ambiente esterno, ma in modo intelligente: i flussi informativi dovrebbero presentare caratteristiche

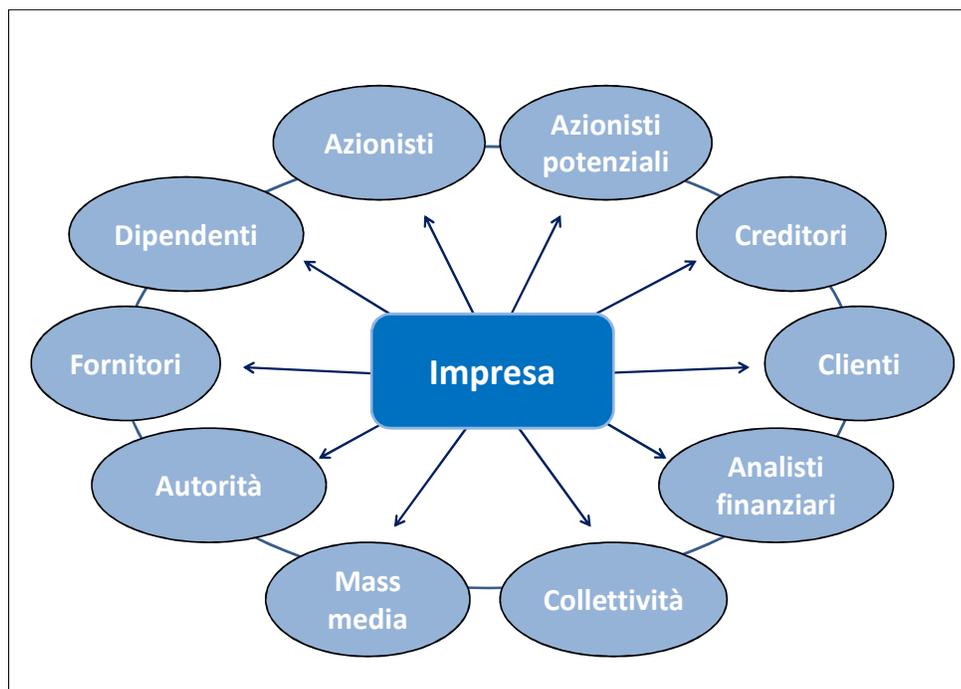
diversificate a seconda dei soggetti a cui sono rivolti⁶⁰. Tale eterogeneità consentirebbe all'impresa di rapportarsi con la massima efficacia con ogni singola categoria di *stakeholder*; per raggiungere ciò il management è costretto, in primo luogo, a capire e a considerare attentamente chi sono i destinatari e quali sono le loro esigenze informative che li contraddistinguono, e successivamente a costruire, sulla base di tali informazioni, l'intero processo comunicativo. Si fa riferimento soprattutto alla comunicazione volontaria, dove il margine di discrezionalità di cui le imprese godono permette di modificare non il contenuto informativo, che deve essere il medesimo nei confronti di tutti gli *stakeholder*, ma certamente le modalità di incontro, il linguaggio utilizzato, il livello di dettaglio⁶¹. In figura 2.3 sono illustrati tutti i soggetti con i quali l'impresa deve confrontarsi; l'interesse per l'informazione di natura economico-finanziaria, pur differenziato nell'entità a seconda della tipologia di relazione esistente⁶², caratterizza ciascuna categoria.

⁶⁰ Cfr. Di Martino S. (a cura di), *Investor Relations, Corporate Governance e Valore d'Impresa*, Atti del convegno IULM, Milano, Egea, 2002, p 35.

⁶¹ In proposito Branciarri osserva che: "scegliere a chi si comunica prevede la segmentazione dei pubblici di riferimento e l'individuazione dei destinatari delle attività di comunicazione; le caratteristiche di questi ultimi che maggiormente condizionano gli altri aspetti del processo sono: la tipologia d'interessi di cui sono portatori (determinano il contenuto della comunicazione), la numerosità (determina il canale), la competenza tecnica (determina i soggetti coinvolti e il canale)". Cfr. Branciarri S., "La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari", Franco Angeli (2003).

⁶² Nella maggior parte di casi si tratta di relazioni contrattuali che l'impresa instaura con i propri *stakeholder*. Il rapporto tra portatori di interesse e management è uno dei temi al centro dei dibattiti sulla *corporate governance* delle imprese. Come già scritto nel precedente capitolo, si tratta di attività contrattualistica che genera strumenti inevitabilmente incompleti, le cui soluzioni sono diverse, dai contratti di relazione ai contratti impliciti. In merito a tale punto, Reboa introduce un'interessante osservazione, sostenendo che il consenso, ottenuto tramite un atteggiamento comunicativo trasparente, è in grado di fornire un valido mezzo per sostituire i contratti incompleti. Egli scrive: "il profilo predominante a cui informare i rapporti con gli *stakeholder* è pertanto quello del consenso attorno agli obiettivi e agli indirizzi di gestione che l'impresa – momento di sintesi e non di antitesi tra molteplici e differenziati interessi – intende perseguire. Cfr. Reboa M., "Proprietà e controllo di impresa" Giuffrè Editore (2002) p16. Coda, in proposito, scrive che il problema del rapporto tra l'impresa e gli *stakeholder* è sempre un problema di consenso. Cfr. Coda V., "L'orientamento strategico di fondo", Utet (1995).

Figura 2.3



Fonte: Elaborazione personale

Nonostante la figura riporti numerose categorie di destinatari, sembra opportuno, nei paragrafi successivi, fornire una descrizione dettagliata solamente dei soggetti per i quali la ricerca e la comprensione dell'informativa economico-finanziaria, rappresenta un input irrinunciabile all'interno dei processi decisionali. Si tratta certamente degli azionisti attuali e potenziali, dei creditori, dei broker, degli analisti e delle autorità. Inoltre si farà un breve accenno alle relazioni con la stampa specializzata.

Gli azionisti

Gli azionisti meritano certamente grande attenzione, dal momento che rappresentano i proprietari dell'impresa: detengono, infatti, le quote del capitale sociale. Si tratta di un investimento caratterizzato da una rischiosità elevata, dal momento che il mercato azionario, come già documentato in precedenza, è imprevedibile e a volte poco affidabile; inoltre le condizioni che

determinano la remunerazione non sono stabilite a priori, ma sono frutto della politica aziendale di distribuzione dei dividendi. Ciò implica che se il management dovesse non ritenerlo opportuno, potrebbe decidere, per un esercizio, di non remunerare affatto i propri azionisti, o di remunerarli molto poco.

Proprio per tali motivi gli investitori in capitale di rischio hanno un costante bisogno di ricevere informazioni riguardanti la situazione economico-finanziaria e sulle aspettative future dell'impresa per valutare in modo attento la profittabilità del proprio investimento.

Non è possibile tuttavia, all'interno della compagine sociale della maggior parte delle società quotate italiane ed estere, rintracciare una sola tipologia di azionista, ma ce ne sono diverse caratterizzate da obiettivi, prospettive e aspettative non omogenee. In primo luogo è opportuno distinguere gli azionisti di maggioranza da quelli di minoranza; i soggetti che detengono il controllo dell'impresa, in genere, si interessano e partecipano attivamente alla gestione di quest'ultima, non solo attraverso il voto in assemblea, ma spesso con ruoli all'interno dei consigli di amministrazione e poteri di indirizzo strategico. Il rapporto intenso e continuativo con la società rende il loro fabbisogno informativo e la capacità di trovare le informazioni che desiderano profondamente differente da quello degli azionisti di minoranza nella forma e nella sostanza. In conclusione gli azionisti di maggioranza, possedendo un accesso immediato e diretto al management e alle informazioni rilevanti, non sono da considerare come destinatari della comunicazione economico-finanziaria. All'esatto opposto in riferimento a quest'ultima affermazione, si trovano i soggetti che, non partecipando al governo economico dell'impresa, sono alla continua ricerca di informazioni.

A tale riguardo è interessante introdurre una breve digressione per approfondire un aspetto di forte differenziazione tra il mercato italiano e quello americano. In Italia, infatti, il peso degli azionisti di maggioranza risulta incredibilmente maggiore rispetto a quello che caratterizza il mercato italiano.

Una via non troppo precisa⁶³, ma comunque efficace ed immediata, per verificare tale affermazione potrebbe essere il confronto della percentuale media di flottante delle imprese appartenenti a due importanti indici azionari dei due Paesi considerati. Borsa Italiana definisce il flottante come “*il numero di azioni circolanti, emesse da una società, non rappresentative della parte di capitale che costituisce partecipazione di controllo*”⁶⁴; si tratta, in sostanza, di una grandezza che, esprimendo la quantità delle azioni effettivamente disponibili per la negoziazione in borsa, identifica il massimo valore del capitale sociale che gli azionisti di minoranza possono acquistare.

Come si osserva dalla tabella e dal grafico sottostanti⁶⁵, il flottante medio delle società appartenenti all’indice *FTSE All Share Italia* è pari a circa il 43%, valore sensibilmente inferiore se confrontato con quello corrispondente alle società del *Nasdaq* americano, pari a circa il 93%. Ciò vuol dire che in media gli azionisti di maggioranza in Italia possiedono il 55-60% delle imprese, mentre negli Stati Uniti uno scarso 10%.

Indice italiano	Avg N. Shares	Avg Equity Float	Avg % float
FTSE All Share ITA	580,996,663.20	346,591,561.97	43.15%

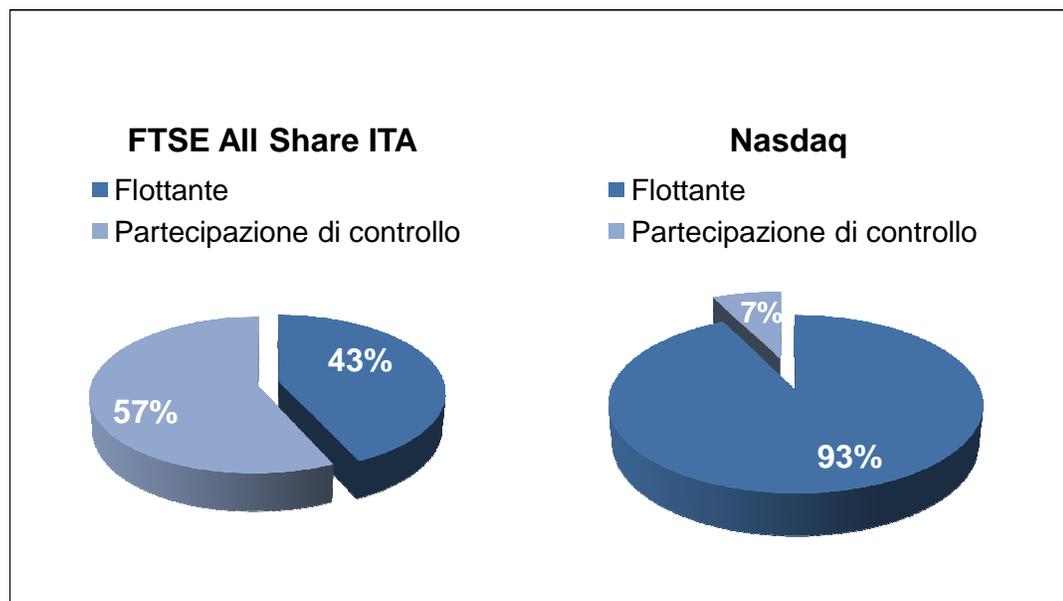
Indice americano	Avg N. Shares	Avg Equity Float	Avg % float
Nasdaq	726,779,460.01	644,556,051.20	92.74%

⁶³ La misura non risulta estremamente precisa perché secondo Borsa Italiana il flottante indica non solo le azioni circolanti che non appartengono alla partecipazione di controllo, ma anche quelle vincolate da patti parasociali e di quelle soggette a vincoli alla trasferibilità (come clausole di lock-up) di durata superiore ai 6 mesi.

⁶⁴ Cfr <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/flottante.htm>

⁶⁵ I dati completi si trovano nell’appendice del presente capitolo.

Figura 2.4



Fonte: Elaborazione personale su dati di Bloomberg

Tale situazione spiega diversi punti di differenza tra l'Italia e gli Stati Uniti, tra cui, certamente la diversa cultura in merito alla comunicazione economico-finanziaria, che oltre oceano ha assunto un peso molto rilevante diverso tempo prima rispetto al nostro Paese; tra le cause di ciò è possibile rintracciare anche la forte spinta degli azionisti di minoranza, che, contando di più, sono riusciti ad ottenere notevoli passi in avanti dal punto di vista della trasparenza delle imprese partecipate⁶⁶.

⁶⁶ Sul tema del rapporto tra la trasparenza e l'informativa finanziaria nei confronti degli azionisti Corvi⁶⁶ osserva che la comunicazione non deve essere considerata uno strumento di democrazia interna ed esterna, intendendo con il primo aggettivo l'uguaglianza di tutti i soci all'interno di una stessa società e con il secondo la possibilità di tutelare anche tutti i potenziali investitori che non detengono quote azionarie. Sicuramente la riduzione delle asimmetrie informative permette un'omogeneizzazione delle condizioni dei soggetti che ripongono interessi nell'impresa, ma la trasparenza non ha come primo obiettivo quello di informare. L'informazione è piuttosto lo strumento di cui la trasparenza si serve al fine di instaurare il rapporto di fiducia tra l'impresa e il mercato. Vedi Corvi E., "Comunicazione d'impresa e Investor Relation – La gestione della comunicazione economico-finanziaria" Egea (2000).

Si può affermare, dunque, che gli azionisti di minoranza rappresentano il target al quale la funzione della comunicazione finanziaria deve rivolgersi e sul quale deve concentrarsi. E' necessario, però, prima di procedere a conclusioni infondate, studiare la composizione di tale categoria di investitori, al cui interno possono essere rintracciati differenti tipologie di soggetti, classificabili sulla base di alcune caratteristiche che li contraddistinguono. In primo luogo, in funzione della motivazione alla base dell'investimento e dell'orizzonte temporale (che in genere rappresenta una conseguenza del primo aspetto) si distinguono gli speculatori e i cosiddetti cassetisti. I primi sono coloro che mirano ad investimenti che permettano loro di ottenere guadagni nel breve o brevissimo periodo. A volte più che di investimenti si tratta di vere e proprie scommesse che tali soggetti effettuano su strumenti finanziari quotati. La loro attività è fondata su un set informativo relativo all'analisi storica dei movimenti azionari, ai risultati di breve periodo e al *sentiment*, ossia alla previsione del comportamento degli altri operatori di mercato. Spesso vengono anche seguiti i *rumors*. L'orizzonte temporale limitato sui quali essi puntano permette di affermare che si tratta di azionisti che non rappresentano il target ideale per il messaggio che la comunicazione finanziaria mira a diffondere e che nella norma non sono soggetti visti di buon occhio dal management, visto che contribuiscono ad aumentare parecchio la volatilità dei titoli. I soggetti verso i quali gli sforzi comunicativi dell'impresa dovrebbero concentrarsi sono gli azionisti di minoranza il cui orizzonte temporale è di medio o lungo periodo; sono questi infatti ad essere interessati a pieno dal contenuto dell'informativa in merito al passato, al presente e soprattutto al futuro della società e a sostenere, qualora soddisfatti, lo sviluppo della stessa con la sottoscrizione di nuove quote di capitale⁶⁷. A tale tipologia possono essere assimilati anche gli investitori potenziali, ossia coloro che non possiedono delle quote del capitale dell'impresa, ma

⁶⁷ Cfr Corvi E., "Comunicazione d'impresa e Investor Relation – La gestione della comunicazione economico-finanziaria" Milano, Egea, 2000 p 117

potrebbero essere interessati ad acquistarle. Le loro esigenze informative sono del tutto simili a quelle degli azionisti di minoranza già appartenenti alla compagine sociale e l'attenzione che meritano, da parte dell'impresa, è certamente molto elevata, visto il fisiologico bisogno, che ogni emittente presenta, di incrementare il numero di soggetti sui quali poter contare per domandare risorse finanziarie. Sarebbe meglio, per un'ottimizzazione della struttura finanziaria, orientare gli sforzi verso investitori le cui mire, soprattutto a riguardo dell'orizzonte temporale, siano coerenti con i piani strategici di sviluppo della società.

Altra classificazione è quella che scinde gli investitori individuali da quelli istituzionali. I primi sono azionisti importanti per le imprese, da tenere in forte considerazione, sebbene non possiedano una liquidità molto elevata. Infatti essi hanno vincoli di investimento piuttosto stringenti se paragonati alle esigenze finanziarie e alle capitalizzazioni delle società quotate. Nonostante ciò le imprese sono chiamate comunque a soddisfare i loro bisogni informativi dal momento che a livello cumulativo il loro peso, in Italia, risulta molto rilevante.

All'interno della categoria degli investitori individuali ci sono i piccoli azionisti e i risparmiatori alla tutela dei quali il legislatore ha rivolto particolare attenzione, perché considerati soggetti molto vulnerabili. Per costoro, spesso, l'informazione economico-finanziaria è tanto indispensabile quanto poco comprensibile, vista la mancanza di consapevolezza e dimestichezza con il mercato finanziario. Ci sarebbe da domandarsi effettivamente quanto i piccoli azionisti privati rientrino nei destinatari della comunicazione finanziaria. In teoria essi sono assolutamente da porre tra i principali soggetti da raggiungere, ma in sostanza è realmente così? La domanda nasce dalla presa di coscienza che nel momento in cui una società diffonde il bilancio o i risultati trimestrali o un comunicato stampa in merito ad una acquisizione strategica, l'investitore individuale difficilmente avrà gli strumenti per effettuare una valutazione che gli permetta di evidenziare il valore

dell'azienda e quindi il prezzo congruo delle azioni che ne compongono il capitale sociale. Sono gli analisti finanziari, spesso dipendenti o collaboratori degli stessi investitori istituzionali, che si occupano di svolgere tale analisi; i loro studi, però, spesso non sono facili da reperire per un piccolo risparmiatore. L'impresa è perfettamente conscia di tale limite all'interno del meccanismo comunicativo e tende ad orientare i propri sforzi comunicativi verso gli investitori istituzionali che sono maggiormente in grado di comprendere a fondo e interpretare le informazioni che vengono rilasciate. Per investitori istituzionali si intendono degli operatori economici che svolgono attività di gestione ed investimento di importanti patrimoni; alcuni esempi possono essere i fondi comuni di investimento, i fondi pensione, le società di assicurazione, le società di intermediazione mobiliare. Alla base della preferenza, da parte della funzione di comunicazione finanziaria, di tali soggetti come interlocutori principali e ricercati, c'è un altro motivo, forse ancora più importante del primo descritto, e risiede nel fatto che, anche in Italia, essi stanno iniziando ad assumere una forte rilevanza nel capitale sociale delle imprese; si tratta, infatti, di soggetti le cui disponibilità monetarie, proprie o in gestione da terzi, risultano molto cospicue, neanche lontanamente paragonabili con quelle degli investitori *retail*. Per questa ragione un acquisto o una vendita di un pacchetto azionario da parte di uno di loro è in grado davvero di muovere notevoli quantità di denaro e quindi "scuotere" il corso del titolo.

Per una società quotata, in sostanza, riuscire a convincere un importante fondo di investimento rappresenta un successo in grado di apportare maggiore valore rispetto a quanto riuscirebbe a fare il raggiungimento dello stesso obiettivo nei confronti di un investitore privato.

Gli analisti finanziari

Una categoria importantissima, forse quella con la quale la comunicazione finanziaria interagisce di più nello svolgimento del proprio lavoro, è composta

dagli analisti finanziari. In genere di tratta di specialisti appartenenti alle aree di *equity research* delle banche di investimento, ossia del cosiddetto *sell-side*, che si oppone, ovviamente, al *buy-side*, composto dagli investitori⁶⁸. Le banche di investimento sono quelle che affiancano gli investitori, specialmente istituzionali, nelle loro politiche di investimento, garantendo loro l'accesso al mercato di borsa. Per tale intermediazione ottengono delle commissioni relativamente elevate. Al loro interno lavorano gli analisti finanziari, il cui lavoro è quello di seguire un certo numero di imprese per valutare la loro potenzialità di creazione di valore ed emettere un giudizio sintetico che riporti un *target price*, ossia il prezzo per azione che rispecchia il valore dell'impresa, e un consiglio per gli investitori. I report degli analisti sono di notevole importanza per l'intero mercato; infatti sono letti dai media, dagli investitori, dai dipendenti, dai concorrenti, rappresentando la fonte informativa maggiormente consultata tra quelle che vengono gestite dalla comunicazione economico-finanziaria. Lo scopo di quest'ultima a riguardo è duplice: da una parte deve rendersi disponibile a rispondere (o a cercare la risposta all'interno dell'impresa) a qualsiasi domanda venga posta e dall'altra deve essere abile ad orientare le stime che saranno alla base dei modelli di valutazione costruiti dagli analisti. Questo non vuol dire assolutamente che debbano essere rilasciate dichiarazioni fuorvianti o ancora peggio false, ma indica la necessità di capire il carattere e la psicologia della persona con cui si discute per comunicare i fatti nel modo migliore a seconda dei casi.

Sull'attività degli analisti finanziari, data la loro incredibile importanza all'interno del mercato finanziario, si tornerà nel corso del capitolo successivo.

I creditori finanziari

Nei precedenti paragrafi è stato utilizzato, forse impropriamente, il termine "investitori" facendolo coincidere con quello di azionista. In realtà quello azionario è solamente una delle tipologie di investimento possibili in

⁶⁸ Si veda in proposito Ryan T. M., Jacobs C. A., "Using Investor relations to Maximize equity Valuation", John Wiley & Sons (2004).

un'impresa; gli strumenti finanziari con i quali vengono raccolte le risorse infatti non sono solo rappresentati dalle azioni, ma anche dalle obbligazioni. Si tratta di titoli di debito che, nella loro forma più pura⁶⁹ non permettono al detentore di divenire socio della società, ma solamente creditore. Alla base del rapporto con i creditori finanziari, a differenza di ciò che succede con gli azionisti, c'è un contratto di finanziamento nel quale vengono inserite in modo preciso e dettagliato le condizioni sottostanti al prestito, come il tasso e le tempistiche della remunerazione e le eventuali garanzie che sottostanno al rapporto.

Già da quanto brevemente argomentato appare evidente come la relazione che l'impresa instaura con gli azionisti differisca di molto rispetto a quella con i creditori; i secondi infatti, grazie proprio al contratto di finanziamento, sopportano un livello di rischiosità, non nullo, ma certamente inferiore, visto che in caso di dissesto sarebbero inseriti tra i primi posti nella lista dei soggetti da rimborsare⁷⁰.

La comunicazione finanziaria svolge un ruolo molto rilevante anche nei confronti dei creditori finanziari: gli istituti di credito, per esempio, in caso di richiesta di finanziamenti, stringono rapporti alquanto stretti con le imprese per ottenere un flusso continuativo di informazioni utili e necessarie alla verifica della solvibilità. Le procedure con le quali le banche valutano il rischio di insolvenza dei propri clienti rappresentano, tra le altre cose, un argomento

⁶⁹ Esistono anche degli strumenti ibridi come le obbligazioni convertibili, che garantiscono al sottoscrittore, indipendentemente dalla continuazione del rapporto obbligazionario, un'opzione di acquisto di quote azionarie esercitabile a condizioni indicate dal contratto nel caso l'investitore lo ritenesse conveniente ed opportuno.

⁷⁰ E' noto che l'ordine di rimborso, "*par condicio creditorum*", in caso di procedura fallimentare dipende dalle condizioni espresse nel contratto di finanziamento, che identificano diverse tipologie di creditori finanziari, da coloro che godono di tutela grazie a garanzie di prelazione, pegno o ipoteca, a quelli non tutelati, che quindi verranno liquidati per ultimi. Sull'argomento si legga Buonocore V. (a cura di) "Manuale di Diritto Commerciale", Settima edizione, G. Giappichelli Editore, Torino.

di grande attualità al momento della stesura del presente lavoro, viste le intenzioni e il probabile accoglimento dei principi di Basilea 3⁷¹.

Le necessità informative degli istituti di credito, e dei creditori finanziari in generale, non dovrebbero in teoria divergere da quelle degli azionisti di minoranza. Le richieste dovrebbero, infatti, essere incentrate sugli stessi aspetti riguardanti la situazione economico-finanziaria e strategica dell'impresa. Nella realtà vengono manifestate alcune importanti differenze, una parte delle quali è certamente spiegabile dal diverso fine che le due categorie di interlocutori di prefiggono con la ricerca: gli istituti di credito hanno bisogno di conoscere se la società sarà solvibile o meno, mentre gli azionisti sono interessati alle potenzialità future di creazione di valore. Anche se i due aspetti possono essere considerati simili, basta osservare che, mentre è scarsamente probabile che un'impresa che non riesce a pagare i propri debiti riesca a creare valore, è assolutamente possibile che una società solvibile non ne crei. Da questo esempio, si capisce il motivo per il quale spesso le informazioni ricercate dagli istituti di credito hanno una valenza più tecnico-contabile e guardano espressamente ai numeri dei bilanci per cercare di comprendere a fondo quale sia la capacità di onorare gli impegni finanziari che la società ha manifestato fino a quel momento e quali i flussi di cassa che è stata ed è in grado di generare, piuttosto che concentrarsi sugli aspetti strategici e le prospettive di creazione di valore nel lungo termine, come farebbe un azionista.

⁷¹ Il Comitato di Basilea, con l'accordo del 2001, detto Basilea 2, entrato in vigore nel 2008, aveva sostituito quello precedente del 1988, inserendo una nuova metodologia di valutazione del rischio di insolvenza. Infatti oltre all'approccio di valutazione standard, previsto in Basilea 1, viene introdotta una metodologia più sofisticata, *Internal Rating Based*, secondo la quale le banche calcolavano al loro interno con procedure ben precise il rischio di insolvenza della controparte prima di concedere il fido. Ovviamente il risultato della valutazione condiziona il tasso di interesse a cui viene concesso il prestito. La crisi finanziaria ed economica che ha sconvolto l'intero sistema dal 2007 ha coinvolto in modo determinante le banche, ponendo degli interrogativi sull'efficacia dei requisiti stringenti di Basilea 2. Per questo motivo, con buona probabilità, nel corso del 2010 il Comitato provvederà all'emanazione della terza versione dell'accordo che dovrebbe cercare di risolvere i problemi manifestati dai precedenti. Il mondo economico intanto si è già diviso tra coloro che ritengono Basilea 3 un passaggio fondamentale e coloro che, al contrario, lo ritengono un errore.

In tema di capitale di credito è possibile, che soprattutto nelle grandi imprese altamente strutturate che emettono strumenti obbligazionari su mercati regolamentati, uno degli interlocutori principali siano le agenzie di *rating*, che, come noto, emettono un giudizio sintetico sulla solvibilità della società, dopo aver effettuato una ricerca approfondita di informazioni per analizzare nel dettaglio la solidità della società⁷². Si tratta di società indipendenti, dalle esigenze informative simili a quelle degli istituti di credito, che vengono, in genere, ingaggiate dalle società al fine di rilasciare un giudizio sullo strumento finanziario, spesso obbligazionario, che esse sono in procinto di emettere. Le agenzie valutano il merito di credito della società, cioè la capacità di onorare i propri impegni con i creditori, e le condizioni particolari dell'emissione in questione (tipo le garanzie) per poi tradurre il risultato ottenuto in un valore alfanumerico molto semplice da comprendere. Tuttavia il fatto che le stesse imprese oggetto del giudizio costituiscano contemporaneamente i clienti⁷³ delle agenzie di rating, che quindi pagano per il servizio di *advisory*, potrebbe far ipotizzare una scarsa indipendenza. In realtà il loro lavoro si basa sull'aspetto reputazionale: se un'obbligazione fosse giudicata in modo errato, tutti gli obbligazionisti, che dovessero perdere del denaro nell'operazione, perderebbero fiducia nell'agenzia di rating e ciò avrebbe l'effetto, con il tempo, di spingerla fuori dal mercato. Sul punto è in corso tuttora un acceso dibattito negli Stati Uniti, in cui viene presa di mira la regolamentazione americana che, in sostanza, ha creato un oligopolio in cui le tre più grandi agenzie, Moody's, Standard&Poor's e Fitch, riconosciute come a livello nazionale come *Statistical Rating Organizations*, detengono oltre il 90% della quota di mercato. Tale aspetto mina l'efficacia del ruolo della reputazione: quanto può incidere e che effetti può avere, effettivamente,

⁷² In proposito si legga Monti E., "Manuale di Finanza per l'Impresa", De Agostini Scuola (2006).

⁷³ A proposito è interessante ricordare che il business model delle agenzie di rating, inizialmente, era differente. Infatti si trattava di organi di stampa che pubblicavano una sorta di "gazzetta" in cui inserivano i giudizi riguardanti le società studiate. Era quindi un servizio che essi riservavano al mercato e che vendevano al mercato, ossia al reale utilizzatore di tali valutazioni.

una sua diminuzione, se, in un mondo in cui il rating ha assunto un'enorme rilevanza⁷⁴, non sono presenti alternative a cui rivolgersi?

La crisi dei mutui *subprime*, scoppiata nel luglio del 2007, ha messo fortemente in luce la presunta mancanza di indipendenza da parte di tali operatori economici e comunque la poca lungimiranza dimostrata nei giudizi che erano stati attribuiti a determinati strumenti finanziari. Diversi articoli sulla stampa nazionale e internazionale⁷⁵ mostrano che le agenzie di rating hanno iniziato ad abbassare i giudizi sui titoli incriminati intorno al mese di marzo 2007, quando erano evidenti già chiari sentori di ciò che stava per succedere già dall'inverno dello stesso anno.

I mass media

La comunicazione economico-finanziaria può annoverare tra i propri interlocutori anche i giornalisti specializzati che scrivono articoli su testate dedicate al mondo economico, finanziario e imprenditoriale. Sono soggetti la cui importanza non va trascurata, in virtù del fatto che il loro impatto sull'opinione pubblica in merito alla percezione dell'impresa è molto forte; ciò è dovuto, ovviamente, all'elevata diffusione di cui godono in particolar modo alcune testate.

In Italia una di queste è rappresentata da Il Sole24ore, che settimanalmente pubblica una scheda di approfondimento riguardante una società quotata italiana, mettendone in evidenza le caratteristiche principali, il modello di business, la situazione economico-finanziaria e le prospettive reddituali in base alle dichiarazioni del management. Inoltre vengono indicati i principali giudizi riportati dagli analisti finanziari che seguono l'impresa.

⁷⁴ Gli accordi di Basilea 2, già menzionati, fanno riferimento proprio al rating delle agenzie come una delle alternative che le banche possono utilizzare per procedere alla valutazione delle controparti. Un altro esempio della rilevanza nel contesto economico delle agenzie di rating è l'esistenza di alcuni fondi di investimento il cui statuto impone di investire solo in strumenti che abbiano un certo rating, per esempio AA.

⁷⁵ Il Sole24ore e il Financial Times su tutti.

incrementare e favorire la tutela degli investitori e una maggiore trasparenza ed efficienza nei mercati finanziari.

In Italia i due soggetti principali con i quali le società quotate devono interagire e ai quali devono fornire un flusso informativo tempestivo e continuo sono Borsa Italiana e Consob. Borsa Italiana è una società per azioni, dal 2007 di proprietà del *London Stock Exchange*, che si occupa di regolare lo svolgimento delle negoziazioni nel mercato, le procedure di ammissione alla quotazione, gestisce la diffusione agli operatori del dell'informativa *price sensitive* da parte delle società. La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa è l'organo che si occupa della vigilanza su alcuni aspetti importanti dell'attività d'impresa, rilevanti soprattutto per la tutela degli azionisti di minoranza. Tra i poteri delle Consob c'è anche quello sanzionatorio, nel caso l'attività di monitoraggio e investigazione su un titolo o una società dovesse fornire prove di reati commessi.

Borsa Italiana e Consob sono, dunque, le due autorità verso cui le imprese italiane hanno degli obblighi informativi.

Comunicazione finanziaria e informativa societaria

Una delle classificazioni caratterizzanti la comunicazione finanziaria, come visto in precedenza, è rappresentata dalla suddivisione tra l'informativa obbligatoria e quella volontaria. Per obbligo informativo le società devono comunicare al mercato un set minimo di informazioni, che permetta agli *stakeholder* di avere un quadro sufficientemente chiaro della situazione patrimoniale, finanziaria ed economica dell'impresa e formare giudizi di convenienza riguardo al proprio investimento. Come si vedrà, l'informativa obbligatoria presenta diversi limiti e non risulta efficace per una completa diffusione del valore creato dalla società; per questo motivo si è sviluppata quella che viene denominata comunicazione volontaria, ossia il complesso di

tutte le informazioni ulteriori che il management esterna al mercato e agli investitori, ad integrazione di quelle previste dalla legge.

I paragrafi che seguono mirano a rendere più chiara la linea di demarcazione che separa le due categorie di *disclosure*.

Comunicazione finanziaria obbligatoria

Motivazioni dell'intervento legislativo

Prima di addentrarsi in una descrizione dettagliata degli obblighi informativi imposti alle società quotate, si ritiene opportuno porre l'attenzione su una riflessione riguardante la cultura informativa nel mercato; come si vedrà tra breve, il legislatore ha, giustamente, stabilito degli obblighi comunicativi che le società devono rispettare nei modi e nei tempi previsti. La costrizione a diffondere informazioni rilevanti al mercato e agli investitori, però, non dovrebbe affatto rappresentare la motivazione principale dell'intervento legislativo; piuttosto, alla base della regolamentazione, dovrebbe essere la volontà di standardizzare le modalità e gli strumenti informativi utilizzati dalle società per comunicare con i propri interlocutori, specialmente finanziari. È possibile affermare, in un certo senso, che il termine "obbligo", in riferimento all'aspetto comunicativo, forse, dovrebbe avere un'interpretazione differente; consapevoli dell'importanza della comunicazione e della trasparenza e dei riflessi sulla reputazione, le imprese dovrebbero riscontrare nella diffusione di informazioni al mercato, più che un dovere, un'opportunità per creare o migliorare quel rapporto di fiducia necessario al fine di dare maggiore slancio al valore creato, dovrebbe condurre il management a cercare tutte le vie e le modalità possibili per comunicare con il mondo esterno⁷⁶. Non bisognerebbe

⁷⁶ A tal proposito Coda osserva che: "nell'ottica di amministratori e manager che concepiscano la comunicazione economico-finanziaria non semplicemente come l'adempimento di un obbligo legale, ma come un mezzo per gestire un consenso di solide basi, comunicare la strategia nel contesto delle varie attività e modalità di comunicazione economico-finanziaria è la via obbligata per un confronto serio con analisti e investitori istituzionali sui risultati conseguiti e sui risultati attesi". Cfr. Di Martino

perdere neanche un'occasione per provare ad instaurare un rapporto con un nuovo investitore o per tentare di convincere un altro, che ancora guarda con diffidenza il business o la società stessa. Per tali ragioni si può ipotizzare che in un mercato ideale, in cui tutti gli operatori avessero raggiunto un'eccellente cultura dell'informazione, gli obblighi informativi sarebbero del tutto superflui, visto il bisogno fisiologico di comunicare con l'esterno delle società.

Nella realtà, però, esistono diversi motivi che hanno spinto il legislatore costruire un importante impianto di norme riguardanti l'informativa societaria. Il primo, forse il più importante, è stato più che la mancanza di trasparenza (che comunque ne risulta una conseguenza), la percezione che l'etica, alla quale dovrebbe essere in ogni momento ispirato l'agire dell'impresa, fosse spesso accantonata per ottenere benefici privati e vantaggi alle spalle di coloro che, invece, credevano di relazionarsi con imprese sane e manager integerrimi. La storia recente è stata testimone di alcuni grandi scandali finanziari che hanno avuto, per entità e ripercussioni, il potere di sconvolgere l'intero mondo imprenditoriale e finanziario nazionale ed internazionale⁷⁷.

S. (a cura di), "Investor Relations, Corporate Governance e Valore d'Impresa", Atti del convegno IULM, Egea (2002) p. 17.

⁷⁷ Possono essere ricordati a riguardo, senza fornirne una ricostruzione dettagliata, due casi molto rilevanti: Enron e Parmalat:

- La Enron Corp. era una delle più grandi multinazionali americane, attiva nel campo della produzione e distribuzione di energia elettrica. I bilanci della società dipingevano, senza lasciare spazio a differenti interpretazioni, un quadro economico-finanziario caratterizzato da un'incredibile solidità. Proprio per questo la fiducia dell'enorme moltitudine di azionisti era molto alta e la maggior parte dei dipendenti si considerava fortunatissima a lavorare per una compagnia come la Enron, che raggiungeva un fatturato annuo di circa 100 miliardi di dollari. Eppure nel dicembre 2001 una miscela di *rumors* e interventi di agenzie di rating e banche di investimento iniziò a diffondere l'idea che la Enron non fosse il paradiso che appariva; nonostante ciò i due "piloti" della società Lay e Skilling continuarono a rassicurare la comunità finanziaria e gli azionisti sostenendo in prima battuta che non c'era nessun motivo di preoccuparsi e in un secondo momento che le difficoltà c'erano ma risultavano temporanee e fisiologiche. In quel periodo le azioni passarono da 86 dollari a 26 centesimi, bruciando circa 60 miliardi di dollari appartenenti ai piccoli e grandi azionisti e ai dipendenti. Quando fu dichiarato il fallimento della compagnia si scoprì che i redditi e la situazione finanziaria erano stati mantenuti artificialmente rassicuranti con numerosi trucchi contabili, finanza creativa e sorprendenti evasioni fiscali (la società aveva fondato 881 SPV, di cui circa 600 nelle isole Cayman, che le permettevano di evadere quasi interamente le tasse di pertinenza), oltre ai dimostrati rapporti corrotti con la politica statunitense.

La regolamentazione diventa assolutamente necessaria al fine di scoraggiare comportamenti illegittimi e proteggere i risparmiatori; per il buon funzionamento del mercato finanziario è fondamentale evitare che la fiducia degli operatori venga meno: è alquanto ovvio, infatti, che nel momento in cui un investitore vede ridursi drasticamente, o addirittura azzerarsi, il valore del proprio investimento a causa di imbrogli e mancanza di trasparenza da parte delle imprese, con buona probabilità, non avrà mai più l'intenzione di assumersi il rischio azionario. Se, per assurdo, tutti gli investitori nel mercato finanziario arrivassero ad una tale conclusione, si spegnerebbe il motore che alimenta il moderno capitalismo e l'economia reale sarebbe a serio rischio. La priorità del legislatore e delle autorità preposte è quella di evitare a tutti i costi che una situazione del genere possa essere anche solo lontanamente probabile.

Inoltre gli obblighi informativi costringono tutte le aziende a rilasciare informazioni dettagliate anche nei momenti in cui la redditività soffre a causa di perdite dovute a fattori interni oppure esterni; alla fine di periodi del genere la maggior parte dei manager farebbe volentieri a meno di rendere pubblica

Inoltre dalle indagini risultò che i membri del top management avevano liquidato la loro intera partecipazione azionaria pochi giorni prima che lo scandalo scoppiasse, realizzando profitti molto elevati.

- Il caso Parmalat ha rappresentato il più importante scandalo di bancarotta fraudolenta verificatosi in Italia. Anche qui, come per la Enron, il comportamento disonesto del management ha causato l'azzeramento del patrimonio di numerosi investitori che credevano nella società, nel momento in cui questa nel 2003 è stata dichiarata fallita a causa dell'improvvisa scoperta di un livello di indebitamento elevatissimo e dell'impossibilità dell'impresa di risultare solvente. Nel corso degli anni, però, i debiti erano stati magistralmente occultati ed era stata dichiarata l'esistenza di un'importante riserva di liquidità che nella realtà l'impresa non possedeva. Le ricostruzioni dei magistrati hanno messo in evidenza che, nel corso degli anni, la corruzione e l'intreccio tra l'attività economica di Callisto Tanzi (presidente del gruppo) e la politica italiana hanno permesso a Parmalat di continuare ad ottenere importanti linee di credito da alcune importanti banche italiane, nonostante la situazione di dissesto dei conti.

la performance non buona della società per cui lavora, contribuendo all'incremento delle asimmetrie informative presenti nel mercato⁷⁸.

Gli strumenti legislativi

Le società emittenti azioni quotate in mercati di borsa, considerato il loro ruolo centrale all'interno del mercato finanziario, sono quelle sulle quali, maggiormente, si concentrano gli sforzi regolamentari del legislatore. I due organi di controllo e di sorveglianza in Italia, rappresentati, come già ricordato, da Borsa Italiana e Consob, hanno il compito di verificare il rispetto delle norme che contraddistinguono l'agire delle imprese, specialmente per quanto riguarda gli adempimenti in materia di comunicazione obbligatoria e di tutela dei risparmiatori.

La normativa sull'informativa societaria, in continua evoluzione grazie all'elevato ritmo con il quale si modifica la cultura finanziaria, disciplina i contenuti, la tempistica e le modalità di diffusione delle informazioni economiche, finanziarie e patrimoniali riguardanti le imprese. La sua violazione può tradursi in reati in materia di abuso di informazioni privilegiate come *insider trading* e agiotaggio su strumenti finanziari.

La principale fonte normativa in materia è rappresentata dal Testo Unico della Finanza, D.Lgs 58/1998, che dedica l'intero primo capo del Titolo III Parte IV, all'informativa societaria delle società emittenti strumenti finanziari diffuse fra il pubblico in misura rilevante⁷⁹. Lo scopo delle norme contenute nel Decreto è il chiarimento delle modalità e delle tempistiche con cui devono essere

⁷⁸ Quagli osserva che "gli obblighi normativi costringono anche le aziende con prospettive reddituali inferiori alla media a divulgare informazioni, in modo da garantire una maggiore efficienza allocativa per l'intero mercato dei capitali". Cfr. Quagli A., "Internet e la comunicazione finanziaria", Franco Angeli (2001); Quagli A., "Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane", Franco Angeli (2005).

⁷⁹ Il Testo Unico della Finanza, osserva Corvi, colma una lacuna di non poco conto nell'ordinamento. Infatti non si rivolge alle sole società quotate, ma anche a tutte quelle che emettono strumenti destinati al pubblico, non necessariamente trattati sul mercato regolamentato. Mentre il codice civile differenzia le modalità di informativa per dimensione del fatturato o capitale sociale, le norme del Tuf regolamentano il comportamento di imprese che hanno in comune un aspetto sostanziale: il rapporto continuativo e necessario con un pubblico di investitori.

diffuse le comunicazioni al mercato e alla Consob, i cui poteri di vigilanza e controllo vengono dettagliatamente descritti insieme al suo principale obiettivo che consiste nella “tutela degli investitori” e nell’“efficienza e [...] trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali”⁸⁰.

La funzione di Borsa Italiana è complementare a quella svolta da Consob; la società di gestione del mercato ha, infatti, il potere di richiedere alle società tutte le informazioni che ritiene utili al buon funzionamento del mercato, ma con una finalità differente da quella di Consob: Borsa Italiana è interessata alla continuità e alla tempestività della diffusione nel mercato di informazioni rilevanti, specialmente per quelle *price sensitive*⁸¹, per fare in modo che tutti gli operatori abbiano le medesime informazioni nello stesso istante e non permettere il concretizzarsi di vantaggi temporali solo per alcuni.

Il rispetto di tali disposizioni ha delle importanti ripercussioni sull’organizzazione interna delle società quotate e sui processi interni. Per raggiungere un adeguato livello di trasparenza nei confronti del mercato, infatti, è necessario, in primo luogo, che i flussi informativi circolino in modo efficiente e corretto all’interno dell’impresa; a questo proposito la Legge 262/2005, detta Legge sul Risparmio, introduce numerosi cambiamenti in materia societaria con lo scopo di proteggere i risparmiatori e tentare di dare maggiore disciplina al mercato finanziario. Per quel che concerne l’informativa la Legge introduce la figura del Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e gli attribuisce la responsabilità del sistema informativo finanziario della società; nell’ottica di una maggiore responsabilizzazione e chiarimento dei ruoli all’interno delle dinamiche di

⁸⁰ D.Lgs 58/1998, art. 91, “Poteri della Consob”.

⁸¹ L’art. 181 del D.Lgs 58/1998 descrive l’informazione privilegiata come: “[...] un’informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari.”

Il sito di Borsa Italiana invece definisce l’informazione *price sensitive* come “[...] un’informazione privilegiata, cioè [...] una notizia non di pubblico dominio che riguarda la società quotata o il relativo gruppo e che un investitore ragionevole utilizzerebbe ai fini delle proprie decisioni di investimento in quanto idonea ad incidere sensibilmente sul prezzo degli strumenti finanziari.”

corporate governance, tema fondamentale in merito alla trasparenza, la Legge sul Risparmio obbliga le società quotate a diffondere con cadenza annuale informazioni sull'adesione ai codici di comportamento promossi dalle società di gestione dei mercati. Il riferimento, nel caso italiano, è rivolto al Codice di Autodisciplina del 1999, rivisto e corretto nel 2006, in cui Borsa Italiana, che ne è promotore, ha tentato di fornire una definizione chiara delle figure e dei ruoli interni all'organizzazione aziendale fondamentali per un maggior controllo e in grado di favorire il perseverare di comportamenti eticamente corretti. Si tratta di ruoli, come quello degli amministratori indipendenti, la cui presenza risulta indispensabile per un incremento di fiducia da parte del mercato; rappresentano una sorta di garanzia nei meccanismi di controllo e di tutela dei risparmiatori. Borsa Italiana ha cercato di aumentare la credibilità di tali figure e il *commitment* degli emittenti, adottando il principio del *comply or explain*⁸².

I contenuti dell'informativa obbligatoria

La trattazione riguardante gli obblighi comunicativi delle società quotate non può che riconoscere al bilancio d'esercizio il ruolo di documento cardine dell'informativa aziendale e di principale strumento a disposizione delle imprese per alimentare il rapporto che le lega all'ambiente circostante⁸³. Il fine principale del bilancio è quello di fungere da strumento informativo sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'impresa per i suoi

⁸² In sostanza tale principio sta a significare che le società quotate sono costrette ogni anno a comunicare al mercato se hanno adempiuto e in che misura alle disposizioni del Codice di Autodisciplina, il cui rispetto quindi non è obbligatorio, ma volontario. Nel caso in cui l'adempimento non ci fosse stato o fosse stato parziale la società interessata deve spiegare le motivazioni al mercato, che ovviamente è messo in condizione di trarre le proprie conclusioni in merito.

⁸³ Fradeani scrive: "abbiamo sostenuto come il bilancio d'esercizio sia il cuore della comunicazione economico-finanziaria: stiamo parlando, difatti, dello strumento chiamato periodicamente a rappresentare l'azienda, mostrando i risultati conseguiti dalla gestione compiuta nel periodo amministrativo, nei confronti dell'ambiente in cui opera." Cfr. Fradeani A., "La globalizzazione della comunicazione economico-finanziaria", Giuffrè Editore (2005).

*stakeholder*⁸⁴. Nel bilancio vengono riportati in modo chiaro e veritiero i risultati economico-finanziari raggiunti dall'impresa durante l'anno e altre numerose informazioni indispensabili per la comprensione dei numeri presentati. Un'importante contributo alla standardizzazione dei metodi di redazione del bilancio è stato fornito, in Europa, dallo IASB, con l'emanazione dei principi contabili internazionali IAS a cui tutte le società, con determinati requisiti, si sono dovute omologare dal 1° gennaio 2005⁸⁵. Gli IAS vanno ad integrare le disposizioni presenti nel Capo V del Libro V del Codice Civile.

L'informativa obbligatoria può essere distinta in tre diverse categorie, quella periodica, quella episodica e quella continua, che differiscono tra loro per l'oggetto e la tipologia di comunicazione che vi è alla base; l'art. 154-ter del Testo Unico della Finanza stabilisce che l'informativa periodica, caratterizzata da scadenze fisse, è composta dal bilancio d'esercizio, dalla relazione semestrale, dalla relazione trimestrale. I documenti da rendere pubblici al termine dell'esercizio, sono quelli previsti dall'art. 2435 del Codice Civile, ossia bilancio d'esercizio, relazione sulla gestione, relazione del collegio sindacale e verbale della delibera assembleare, a cui devono aggiungersi il bilancio consolidato (se redatto), le relazioni della società di revisione, il bilanci delle controllate e il prospetto riepilogativo dei dati essenziali dei

⁸⁴ Zanda, in merito, sostiene che il bilancio d'esercizio può presentare due scopi, tra loro inconciliabili: rappresentare uno strumento di diffusione di informazioni "neutrali, asettiche, che consentano [agli *stakeholder*] controllare l'operato degli amministratori oppure fungere da strumento che permetta "agli amministratori di influenzare la condotta e cioè le decisioni degli *stakeholder*". Ovviamente i manager opterebbero per il secondo, mentre i portatori di interesse per il primo. Cfr. Zanda G., "Il bilancio delle società: lineamenti teorici e modelli di redazione", Giappichelli (2007). Nel testo, il prof. Zanda riporta le tesi, in merito ai fini del bilancio, sostenute dal prof. Onida, il quale scrive sostiene che il bilancio possa avere due fini: il primo detto "alfa" è quello di strumento di informazione asettico dell'andamento gestionale, il secondo, detto "beta", è indicatore dell'economicità dell'impresa e quindi della sua capacità di produrre ricavi che siano maggiori dei costi.

⁸⁵ La Comunità Europea con il Regolamento 1606/2002 ed una serie di altri regolamenti omologativi successivi ha sancito l'obbligo per le società quotate dell'UE di adottare, a partire dal 1° gennaio 2005, i principi contabili internazionali per la redazione del bilancio consolidato. In Italia con il D.Lgs 38/2005 è stato sancito l'obbligo per le società quotate, le SIM, le banche e le società con strumenti finanziari diffusi di redigere, a partire dal 2006, anche il bilancio d'esercizio secondo tali principi e ha sancito la facoltà del loro utilizzo per i soli bilanci consolidati di tutte le altre società a partire dal bilancio dell'esercizio 2005.

bilanci delle società collegate. Per quel che riguarda invece l'informativa semestrale, questa deve riportare oltre al bilancio abbreviato e alla relazione intermedia di gestione, i principali fatti verificatisi nei primi sei mesi dell'anno, in grado di aver avuto un impatto importante sul business, e la relazione della società di revisione. L'informativa trimestrale, resa obbligatoria per le società quotate dal D.Lgs. 195/2007, deve evidenziare i risultati economico-finanziari e una descrizione dei fatti rilevanti avvenuti durante il periodo di competenza. La seconda categoria di informazione, quella episodica, è quella attraverso la quale le società sono tenute a comunicare al mercato il verificarsi di eventi straordinari; gli artt. 70 e seguenti del Regolamento Emittenti emanato da Consob⁸⁶ descrivono la tipologia delle operazioni straordinarie la cui documentazione deve essere resa pubblica dalle società tempestivamente e nelle modalità previste: fusioni, scissioni e aumenti di capitale mediante conferimento di beni in natura, acquisizioni e cessioni, altre modifiche dello statuto ed emissione di obbligazioni, acquisto e alienazione di azioni proprie, conversione di una categoria di azioni in una differente, riduzione del capitale secondo gli artt 2446 e 2447 del Codice Civile. Tali informazioni sono, in genere, diffuse tramite comunicato stampa il cui livello di dettaglio e contenuto varia in funzione del tipo di evento riportato.

La terza ed ultima fattispecie riguardante l'informativa obbligatoria è quella continua, incentrata sulle informazioni *price sensitive*. L'art 114 de Testo Unico della Finanza sancisce che gli emittenti devono informare "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, ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari".

⁸⁶ Si tratta del Regolamento 11971/99 con il quale la Commissione ha dato attuazione alle disposizioni previste dal D.Lgs 58/1998

I limiti della comunicazione obbligatoria

Il bilancio non consente un completo ed efficace apprezzamento delle dinamiche aziendali e del valore creato (o distrutto) dall'impresa. La teoria⁸⁷, ormai già da diversi anni, ha raggiunto tale conclusione e sostiene la necessità di integrare i valori contabili con ulteriori informazioni di natura qualitativa e quantitativa. I limiti che vengono rintracciati in tale documento sono diversi⁸⁸; in primo luogo c'è sicuramente quello riguardante uno degli scopi principali che il bilancio persegue, ossia comporre e rispondere a contrapposti interessi di varie categorie di *stakeholder*. Infatti, semplificando, gli azionisti desiderano maggiori dividendi, i creditori solidità finanziaria e flusso di cassa, i dipendenti salari più alti, il fisco calcolare il valore dell'imponibile e l'onere tributario, infine il management cerca di mettere in luce la propria bravura nella gestione dell'impresa. E' piuttosto ovvio che le politiche di bilancio che vengono utilizzare per cercare di integrare all'interno del medesimo documento tutti gli aspetti appena menzionati possano falsare in parte la rappresentazione del risultato economico-finanziario dell'impresa⁸⁹. A tal proposito è opportuno introdurre e approfondire brevemente il significato del concetto di *earnings management*⁹⁰; si tratta della recente teoria⁹¹ che

⁸⁷ Cfr. Guatri L., Massari M., *La diffusione del valore*, Milano, Egea, 1992; Guatri L., "Valore e <<Intangibles>> nella misura della performance aziendale" Egea (1997); Donna G., "La creazione di valore nella gestione dell'impresa", Roma, Carocci, 2007; Di Martino S. (a cura di), "Investor Relations, Corporate Governance e Valore d'Impresa", Milano, Egea, 2002; Chiappetta-Tofanelli, "Informazione societaria e mercato mobiliare", Giuffrè (1993).

⁸⁸ In merito Chiappetta e Tofanelli scrivono che: "così, il diritto comune, ancora oggi nonostante ripetuti aggiustamenti garantisce un'informazione per più aspetti lacunosa. Si pensi all'informazione contabile che ha cadenza solo annuale". Cfr. Chiappetta-Tofanelli, "Informazione societaria e mercato mobiliare", Giuffrè (1993)

⁸⁹ A tal proposito Fradeani scrive che: "proprio l'importanza del comportamento degli *stakeholder*, magari solo di alcuni fra di essi (ad esempio per acquisire specifiche condizioni produttive), può rafforzare la tentazione di strumentalizzare il documento di sintesi" Cfr. Fradeani A., "La globalizzazione della comunicazione economico-finanziaria", Giuffrè Editore (2005)

⁹⁰ Schipper definisce l'*earnings management* come una forma di "disclosure management in the sense of a purposeful intervention in the external financial reporting process, with the extent of obtaining some private gain, as opposed to merely facilitating the neutral operation of the process" Cfr. Schipper K., "Commentary: Earnings management", *Accounting Horizons* (1989), pp. 91-102.

⁹¹ Sul tema è possibile leggere Ronen J., Yaari V., "Earnings management: emerging insights in theory, practice, and research", Springer (2008); Bissessur S.W., "Earnings quality and earnings management:

descrive il comportamento dei manager che, lavorando al fine di massimizzare il profitto e il valore delle azioni delle società che amministrano, sono talvolta indotti all'utilizzo di elevata discrezionalità e poca trasparenza nella costruzione di operazioni finanziaria e soprattutto politiche di bilancio non corrette, al fine di comunicare agli *stakeholder* informazioni finanziarie⁹² in parte non veritiere e influenzare l'andamento del titolo e la reputazione dell'impresa.

Altro limite che viene riscontrato dalla teoria economica⁹³ è quello secondo il quale i risultati contabili presentati nel bilancio sono inevitabilmente orientati al passato; non sono riportati dati qualitativi o quantitativi riguardanti le prospettive future sul business o sulle performance della società. Certamente le prestazioni storiche permettono di delineare il *track record* di un'impresa possono risultare un ottimo punto di partenza per una decisione di investimento, ma quello che maggiormente deve interessare un investitore sono i risultati che verranno raggiunti in futuro.

Tra le componenti di bilancio in grado di fornire una visione distorta dei risultati di un'impresa si possono annoverare inoltre le componenti straordinarie, il cui valore non scaturisce direttamente dall'attività strategica ed operativa; inoltre, sempre a livello quantitativo, lo schema di conto economico che viene riportato solitamente nei bilanci, sembra essere troncato: tutti i costi che, sottratti al fatturato, conducono al risultato netto del periodo non comprendono, infatti, il saggio di congrua remunerazione del capitale proprio, la cui considerazione condurrebbe a determinare se

the role of accounting accruals", Rozemberg Publishers (2008); Riahi-Belkaoui A., "Earnings measurement, determination, management, and usefulness: an empirical approach", Library of Congress Cataloging (1999).

⁹² Healy e Wahlen sostengono che l'earnings management: "occurs when managers use judgement in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers" Cfr. Healy P.M., Wahlen J.M., "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting", Accounting horizons (1999) pp. 356-383.

⁹³ Cfr. Guatri L., Massari M., La diffusione del valore, Milano, Egea, 1992; Guatri L., "Valore e <<Intangibles>> nella misura della performance aziendale" Egea (1997)

l'impresa effettivamente ha garantito una redditività positiva o negativa, se ha creato o distrutto valore.

In aggiunta, come osserva il Coda, il bilancio non obbliga gli amministratori ad illustrare e spiegare al mercato né le scelte strategiche che hanno condotto alle performance economico-finanziarie riportate né l'orientamento strategico futuro dell'impresa⁹⁴. Le performance, è vero, sono il frutto della gestione, ma senza una spiegazione di quale sia la strategia che ne è alla base, gli investitori non riescono ad avere un quadro chiaro e trasparente delle potenzialità di valore dell'azienda.

Particolare attenzione va riservata ai limiti che possono essere riscontrati nei principi contabili di redazione imposti dal Codice Civile; gli artt. 2423 e 2423bis del c.c. impongono, oltre alla regola basilare della correttezza e veridicità delle informazioni, altri principi per redigere il bilancio, tra i quali si possono ricordare la prudenza, la continuità, la prevalenza della sostanza sulla forma, la competenza economica, la costanza dei criteri di valutazione tra gli esercizi. Si tratta di principi il cui rispetto potrebbe non risultare sempre coerente con il fine del bilancio di rappresentazione della dinamicità aziendale⁹⁵. Potrebbe, ad esempio, essere molto difficile illustrare agli *stakeholder* quale sia l'effetto delle strategie in modo veritiero e corretto rispettando alla lettera il principio della prudenza⁹⁶.

⁹⁴ “La teoria soggiacente alla disciplina civilistica della comunicazione economico-finanziaria di bilancio ignora il concetto di strategia e il suo potenziale conoscitivo in ordine alla spiegazione delle performance economico-finanziarie e assume che queste possano trovare spiegazione adeguata nella gestione, anche se di questa resta oscuro il disegno strategico”. Cfr. Di Martino S. (a cura di), “Investor Relations, Corporate Governance e Valore d’Impresa”, Atti del convegno IULM, Egea (2002) p 15.

⁹⁵ In merito Lacchini evidenzia l'impossibilità di giungere alla determinazione di una finalità unica mediante lo studio dei suddetti principi; il motivo è rappresentato dai contrasti teorici e pratici che esistono tra alcuni principi di redazione. Cfr. Lacchini M., “I principi di redazione del bilancio d'esercizio nel paradigma IAS/IFRS”, Cedam (2007).

⁹⁶ Lacchini descrive il principio della prudenza come una “deliberata asimmetria negativa delle stime”. Cfr. Lacchini M., “I principi di redazione del bilancio d'esercizio nel paradigma IAS/IFRS”, Cedam (2007). Guatri sostiene che: “i risultati di bilancio sono pesantemente condizionati da regole giuridico-formali. Si pensi agli effetti [...] del prudente apprezzamento, che conduce fondamentalmente all'applicazione del criterio del costo storico” Cfr. Cfr. Guatri L., Massari M., La

I principi contabili internazionali, secondo il paradigma IAS/IFRS, a differenza delle regole civilistiche, presentano una sorta di gerarchia che permette di rintracciare con maggiore precisione quale debba essere il fine del bilancio: fornire informazioni sulla situazione patrimoniale, sul risultato economico e sulla dinamica finanziaria che ha caratterizzato l'esercizio concluso, in particolare ai conferenti capitale di rischio per permettere loro di prendere le migliori decisioni di investimento⁹⁷. Come verrà messo in evidenza anche nel seguito, le informazioni più rilevanti in merito sono quelle che conducono alla stima del capitale economico dell'impresa; secondo un importante orientamento dottrinale⁹⁸ non sembra possibile la rappresentazione nel bilancio della variazione del capitale economico intervenuta durante l'esercizio e soprattutto del rischio attuale e futuro dell'impresa, applicando i principi IAS/IFRS. Il criterio del *fair value*, per esempio, oltre a non poter essere utilizzato per la valutazione di alcune attività, tipo gli *intangible asset*, molto spesso risulta uno strumento fuorviante dal momento che non sempre i prezzi che si ottengono sul mercato descrivono in modo fedele il valore delle attività.

Nonostante tale paragrafo abbia dato una significativa, ma non esaustiva, panoramica dei maggiori limiti che possono essere riscontrati nel bilancio d'esercizio e nei principi imposti per la sua redazione, la teoria è concorde sul fatto che il bilancio resta uno strumento informativo altamente insostituibile⁹⁹.

diffusione del valore, Milano, Egea, 1992; Guatri L., "Valore e <<Intangibles>> nella misura della performance aziendale" Egea (1997).

⁹⁷ In merito il Framework redatto dallo IASC e recepito dallo IASB indica proprio con il termine *investors* i soggetti ai quali l'informativa di bilancio deve essere rivolta. Dunque gli utilizzatori sono diversi, ma non tutti sullo stesso piano. Tale scelta può essere vista come una chiara presa di posizione in fare della *shareholder theory*, di cui discusso in precedenza.

⁹⁸ Cfr. Zanda G., "Il bilancio delle società : lineamenti teorici e modelli di redazione", Giappichelli (2007); Lacchini M., "I principi di redazione del bilancio d'esercizio nel paradigma IAS/IFRS", Cedam (2007).

⁹⁹ Guatri osserva: "i limiti e le insufficienze della rilevazione contabile non debbono peraltro far dimenticare la sua insostituibile funzione. Essa è la base per qualsiasi misura di performance economico-finanziaria, che dai risultati contabili sempre prende l'avvio". Cfr. Cfr. Guatri L., Massari

Comunicazione volontaria

L'informativa obbligatoria tende ad omologare il flusso comunicativo delle imprese nei confronti del mercato, imponendo a livello contenutistico il rispetto di alcuni parametri che le autorità hanno ritenuto determinanti ed essenziali. Potrebbe accadere che una società quotata in borsa scelga di limitarsi a diffondere solamente le informazioni richieste dalle norme vigenti, ma questo certamente non le permetterebbe di raggiungere un livello di consenso elevato e soddisfacente da parte dei soggetti con i quali interagisce. Infatti la comunicazione obbligatoria, sebbene possa sembrare alimentata da un impianto di regole sufficientemente ricco, rappresenta una sorta di limite inferiore, un punto di partenza al quale le imprese non possono e non devono fermarsi¹⁰⁰. E' necessario, dunque, implementare una strategia di comunicazione volontaria¹⁰¹ rivolta al mercato degli *stakeholder* ed in particolare agli investitori.

I vantaggi della comunicazione volontaria

Attraverso l'integrazione della comunicazione obbligatoria con altri flussi informativi rivolti al mercato, l'impresa ottiene diversi vantaggi. In primo luogo, vista la generalità imposta al bilancio dal numero di destinatari a cui è rivolto,

M., La diffusione del valore, Milano, Egea, 1992; Guatri L., "Valore e <<Intangibles>> nella misura della performance aziendale" Egea (1997)

¹⁰⁰ In proposito Branciarì osserva che "la legge fissa dei principi base (soprattutto attendibilità e correttezza dell'informazione) e un contenuto minimo. Questo consente di ampliare il contenuto purché siano rispettati quei principi. L'ampiezza determina il grado di trasparenza dell'informazione, il livello di disclosure, il grado di apertura all'esterno. La gestione di ciò va fatta con l'intento di migliorare l'efficacia della comunicazione". Cfr. Branciarì S., "La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari", Franco Angeli (2003).

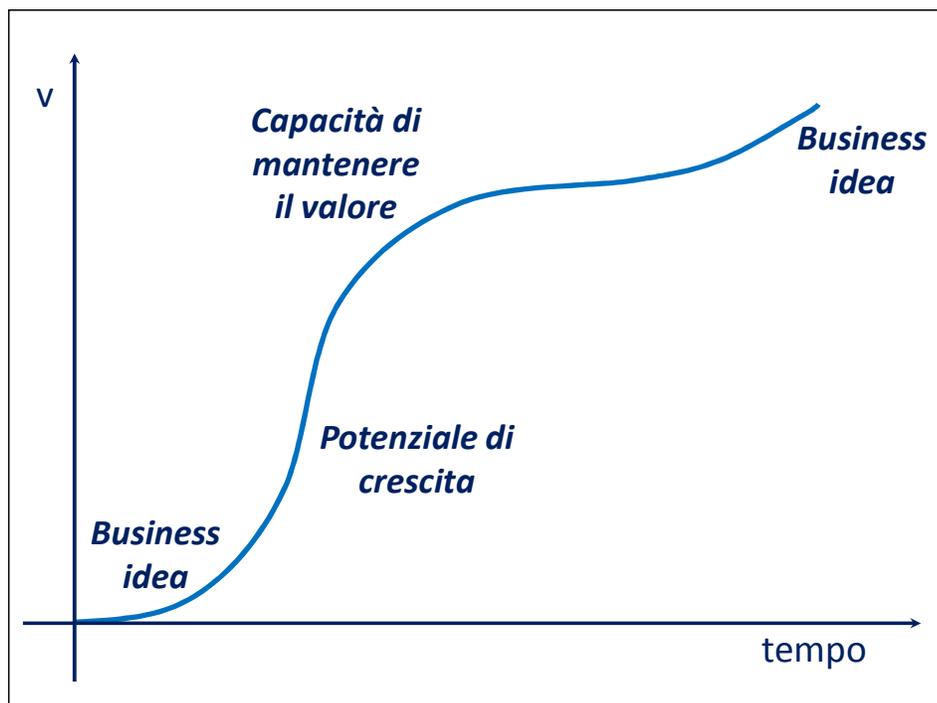
¹⁰¹ Cattaneo, in merito, osserva che la comunicazione volontaria "non è sempre del tutto spontanea ma sovente è sollecitata dal mercato stesso, attraverso i vari soggetti che sono interlocutori dell'azienda". Cfr. Demartini P. (a cura di), "Informazione, imprese e mercati finanziari efficienti: spunti di riflessione in una prospettiva multidisciplinare", Franco Angeli (2004), p 130. L'osservazione di Cattaneo lascia intendere che oltre alle pressioni esplicite che gli organi preposti esercitano sulle società quotate per ricevere le informazioni obbligatorie, esistono delle pressioni implicite, ma ugualmente forti che lo stesso mercato esercita sul management al fine di ricevere flussi informativi trasparenti e continuamente aggiornati.

la comunicazione volontaria riesce ad essere maggiormente differenziata a seconda dell'interlocutore a cui è diretta; come si è già osservato in precedenza, gli *stakeholder* che, a differenza di qualche anno fa adesso pretendono di ricevere informazioni finanziarie e strategiche dettagliate¹⁰², hanno interessi diversi tra loro e, per questo, presentano esigenze informative eterogenee e particolareggiate, che riescono ad essere soddisfatte solamente attraverso strumenti comunicativi alternativi rispetto a quelli previsti per legge. In questo modo l'impresa dedica del tempo a ciascuna categoria di soggetti esterni, attribuendo loro l'importanza che meritano, e riesce, di conseguenza, a guadagnare visibilità e consenso. La comunicazione volontaria, a differenza di quella obbligatoria che risulta impersonale e distaccata, comporta, come si avrà modo di comprendere in seguito, la costituzione di un rapporto personale con gli interlocutori; oltre all'importantissimo aspetto della fiducia che si instaura, una siffatta relazione è in grado di superare la staticità e la mancanza di tempestività del bilancio. Inoltre, come osserva giustamente il Mazzola¹⁰³, la comunicazione volontaria è lo strumento attraverso il quale è possibile diversificare il contenuto informativo a seconda della fase del ciclo di vita dell'impresa.

¹⁰² Nagel sostiene che "in the current business environment, internal and external stakeholders not only expect to have unrestricted access to corporate information but also demand that organizations are held accountable for their strategic choices". Cfr. Nagel R., "Investor Relations – The communication to the target group. The emphasis of trust with the example of Sage plc", Grin Verlag (2003).

¹⁰³ Vedi Di Martino S. (a cura di), *Investor Relations, Corporate Governance e Valore d'Impresa*, Atti del convegno IULM, Milano, Egea, 2002, p 35.

Figura 2.5



Fonte: Rielaborazione personale da Mazzola P., Di Martino S. (a cura di), Investor Relations, Corporate Governance e Valore d'Impresa, Atti del convegno IULM, Milano, Egea, 2002

Nella fase iniziale lo scopo della comunicazione è quello di far comprendere al mercato l'"unicità" del modello di business e i driver sui quali si fonderà la creazione o l'incremento di valore. La comunità finanziaria non conosce affatto quale potrà essere il risultato nel lungo periodo delle scelte che la società le sta presentando e di solito è sempre alquanto scettica, specialmente se si tratta di investimenti in capitale proprio; è scontato che un investitore preferirà investire in un *business model* di cui ha già conosciuto la forza e la potenzialità. Tali considerazioni variano molto in funzione del settore di appartenenza: ci sono settori le cui dinamiche sono più facili da comprendere, come ad esempio quello alimentare o quello dei beni di consumo (le automobili), ed altri la cui comprensione dei driver di valore non è così immediata, come il farmaceutico, il petrolifero, il chimico. Specialmente nel contesto italiano, caratterizzato dalla prevalenza di fondi di investimento generalisti e non specializzati, la comunicazione finanziaria in imprese

operanti in settori difficili non ha certamente la strada spianata. In un secondo momento l'idea inizia a convincere il mercato e la strategia comunicativa evolve verso un atteggiamento leggermente più aggressivo, mirato a dare visibilità e, di conseguenza, credibilità alle potenzialità di crescita garantite dal nuovo modello di business. Mentre il primo *step* è concentrato, oltre che sul convincimento, sul riscontro che il mercato fornisce nei confronti della strategia, nel secondo l'impresa già ha avuto alcune conferme che il modello funziona ed è solido. L'obiettivo resta, dunque, quello di convincere, ma attraverso evidenze più concrete rispetto a quelle presentate nella fase precedente, che facciano effettivamente comprendere i primi sviluppi e successi ottenuti dall'implementazione della *business idea* e il relativo potenziale di crescita. Infine, quando l'idea raggiunge la propria maturità, anche economica, la comunicazione deve impegnarsi per far sì che l'interesse del mercato resti comunque soddisfacente e che venga apprezzata e compresa la capacità di difendere e mantenere il vantaggio competitivo guadagnato.

A prescindere dal ciclo di vita del prodotto/servizio o del settore, la comunicazione volontaria concede la possibilità all'impresa di far apprezzare al mercato in modo approfondito quale sia il proprio disegno strategico; il Coda, in merito, distingue due strategie: la "strategia realizzata" e quella "intenzionale", dove la comunicazione della prima è necessaria per fornire al mercato delucidazioni sulle decisioni che hanno condotto a determinati risultati, mentre le informazioni in merito alla seconda orientano gli investitori nella comprensione dell'obiettivo di lungo periodo del management e soprattutto delle eventuali azioni correttive implementate in presenza di un eventuale *gap* tra la strategia realizzata e quella intenzionale¹⁰⁴. In questo

¹⁰⁴ Secondo Coda i motivi per i quali oggi è assolutamente necessario comunicare la strategia sono sostanzialmente due; il primo riguarda il fatto che l'ambiente competitivo nel quale operano le imprese si modifica con una rapidità molto più elevata rispetto a diversi anni fa e ciò costringe il management a rivedere continuamente le proprie strategie o ad elaborarne di nuove per mantenere il vantaggio competitivo. In una situazione simile l'impresa ha il bisogno continuo di creare il

modo gli investitori sono in grado di avere maggiore visibilità in merito al valore dell'impresa e possono prendere decisioni di investimento più consapevoli.

Gli strumenti

Il bilancio e le altre informative obbligatorie, come argomentato fino a questo momento, pur rappresentando strumenti informativi indispensabili per l'impresa e i suoi *stakeholder*, presentano dei limiti in merito all'implementazione di una strategia di comunicazione efficace, intenta a diffondere il reale valore attuale e potenziale dell'impresa. E' necessario, per questo motivo, sviluppare un approccio integrato e coerente di comunicazione obbligatoria e volontaria, che all'utilizzo dei documenti informativi citati, ne aggiunga altri in grado di fornire ad ogni categoria di investitori ciò di cui realmente necessita.

Il primo di tali strumenti è certamente costituito dalle conferenze (*conference call* in inglese) che hanno luogo immediatamente dopo il rilascio del comunicato stampa per la presentazione dei risultati; come stabilito da Consob, le imprese quotate sono obbligate ad emanare un comunicato che riporti i risultati operativi ogni tre mesi e ciò implica che ci saranno almeno quattro conferenze all'anno. Il termine anglosassone rende molto di più l'idea dell'oggetto della descrizione, perché si tratta di conferenze alle quali gli interessati partecipano via web, se si tratta solo di auditori, oppure via telefono, se ritengono di dover intervenire. La prima parte della conferenza vede il management impegnato ad illustrare i risultati ottenuti nel periodo considerato e le dinamiche che hanno condotto a tali numeri, mentre nella seconda, probabilmente la più rilevante, tutti coloro che sono collegati

consenso intorno alle iniziative che intraprende. Il secondo motivo, secondo Coda, risiede nel peso sempre maggiore che gli investitori istituzionali stanno avendo nel mercato azionario italiano. Vedi Di Martino S. (a cura di), "Investor Relations, Corporate Governance e Valore d'Impresa", Atti del convegno IULM, Egea (2002) p. 18.

telefonicamente hanno il diritto di porre una o più domande al management. Ovviamente sia le domande che le relative risposte sono ascoltabili da tutti i soggetti collegati alla *conference call*, ma nella maggior parte dei casi sono gli analisti finanziari, che seguono la società, a porre domande agli *speaker*. La fase delle domande è un test per il management, durante il quale il mercato giudica l'attinenza e la precisione delle risposte fornite e il livello di trasparenza scelto. Le conferenze telefoniche non vengono svolte solamente nei giorni in cui sono presentati i risultati trimestrali, ma è possibile che il management sia coinvolto spesso in "chiacchierate" con gli investitori, desiderosi di porre domande o ricevere chiarimenti in qualsiasi periodo dell'anno.

La crescente globalizzazione dei mercati costringe i soggetti che si occupano di curare le relazioni con la comunità finanziaria a viaggiare moltissimo, soprattutto nei periodi post-risultati, per effettuare i cosiddetti *roadshow*¹⁰⁵; si tratta di incontri, organizzati dalle banche di investimento, durante i quali vengono invitati molti investitori istituzionali a cui viene presentata prima un'introduzione della società, con la storia, l'evoluzione, i risultati operativi e finanziari raggiunti fino a quel momento, ma soprattutto viene illustrato il futuro. Durante tali *meeting* non è opportuno tanto riferire dei numeri, che potrebbero essere letti sui comunicati stampa, quanto suscitare l'interesse degli interlocutori mostrando le potenzialità future del *business model*, gli obiettivi che si desidera raggiungere, il modo in cui il management lavora per farlo, la forte volontà di crescere. Gli investitori vanno colpiti e convinti, perché il fine ultimo deve essere quello di aumentare l'interesse nell'impresa e quindi

¹⁰⁵ Una descrizione molto valida degli strumenti della comunicazione volontaria e di come vadano sfruttati al meglio è fornita da Ryan T. M., Jacobs C. A., "Using Investor relations to Maximize equity Valuation", John Wiley & Sons (2004); inoltre è possibile consultare Di Martino S. (a cura di), "Investor Relations, Corporate Governance e Valore d'Impresa", Atti del convegno IULM, Egea (2002) ed ancora Corvi E., "Comunicazione d'impresa e Investor Relation – La gestione della comunicazione economico-finanziaria" Egea (2000)

nel titolo azionario. Un'altra strada, altrettanto efficace, per relazionarsi con gli operatori del mercato finanziario è rappresentata dagli incontri *one-to-one*, il cui nome permette di intendere perfettamente di cosa si tratti. Tali appuntamenti sono di fondamentale importanza perché garantiscono, più di qualunque altra modalità, la costituzione di un rapporto personale tra il management e l'investitore, che probabilmente, si sente più libero, in un contesto maggiormente riservato, di porre tutte le domande che desidera e comprendere a pieno se la società è meritevole di fiducia.

L'informativa *price sensitive*: disclosure volontaria o obbligatoria?

A questo punto il confine che separa l'informativa obbligatoria e quella volontaria dovrebbe risultare maggiormente chiaro. Uno degli aspetti già citati nel corso delle pagine precedenti, però, merita un ulteriore approfondimento; si tratta della regolamentazione in merito all'informativa *price sensitive* che riguarda tutte quelle notizie in grado di influenzare le scelte degli investitori e, di conseguenza, il corso azionario dei titoli di breve e lungo periodo. Ma attraverso quali criteri è possibile stabilire quale sia un'informazione *price sensitive*?

L'art 181 del Tuf definisce le informazioni privilegiate come informazioni "di carattere preciso" che "presumibilmente un investitore ragionevole"¹⁰⁶ utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento"; esse dunque sono in grado di "influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari"; l'art 114 del Tuf, a tal proposito, delega alla

¹⁰⁶ La dicitura "investitore ragionevole" non sembra essere del tutto appropriata, in particolare l'aggettivo. Infatti la ragionevolezza degli investitori è fortemente condizionata dalla loro competenza in materia di investimenti e di mercati finanziari. E' plausibile ritenere che la maggior parte degli investitori, specialmente quelli retail, caratterizzati da una cultura finanziaria non matura, non prenda decisioni in modo sempre razionale. Se si prendesse alla lettera la definizione dell'art 181 del Tuf, si arriverebbe alla conclusione che l'informativa *price sensitive*, secondo tale ragionamento, non sia rivolta agli investitori *retail*, ossia a coloro che, pur rappresentando una fetta molto notevole del mercato finanziario, non ne apprezzerebbero a pieno la capacità di influenzare i prezzi del mercato.

Consob il potere di stabilire in che modo debba essere adempiuto l'obbligo comunicativo di tale tipologia di informazioni da parte delle società quotate. L'organo di vigilanza ha recepito, con Regolamento 11971/1999, le disposizioni del Tuf, ma non ha fornito un'ulteriore definizione di informazione privilegiata o *price sensitive*; l'intervento della Consob si è limitato a dettare i criteri attraverso i quali gli emittenti devono diffondere al mercato tali informazioni e gli elementi essenziali contenuti nei comunicati stampa da rilasciare.

Il Tuf e il Regolamento Emittenti, dunque, non permettono alle società di orientarsi nella comprensione della linea di confine tra un evento meritevole di essere comunicato senza indugio al mercato ed uno per il quale non vi sia tale necessità. Gli emittenti sono chiamati, per tale motivo, a giudicare, in modo completamente autonomo, l'idoneità di ciascun evento a rappresentare un elemento di influenza rilevante per l'andamento del titolo in borsa. Il management sostanzialmente si trova a decidere in merito al rilascio di un comunicato stampa sulla base di un'attività meramente previsionale. Alcune situazioni, come acquisizioni o emissione di nuovi titoli, si traducono quasi certamente in una reazione del mercato; ci sono però molti altri casi in cui spetta all'esperienza del management decidere se si tratta di un'informazione *price sensitive* o meno. Considerato ciò, sembrerebbe che uno dei punti cardine della disciplina legislativa sull'informativa societaria, ossia quello in grado di tutelare gli investitori dagli abusi di mercato¹⁰⁷ che possono essere compiuti dagli *insider*, in realtà preveda l'utilizzo di notevole discrezionalità da parte di coloro che amministrano la società, proprio nello stabilire quali siano le informazioni meritevoli di essere comunicate senza indugio al mercato e quali invece possano essere mantenute non pubbliche. Un esempio

¹⁰⁷ Tra gli abusi di mercato c'è l'*insider trading*, fattispecie che si verifica nel momento in cui un dipendente dell'impresa, con accesso ad informazioni riservate, le utilizza al fine di trarre profitti dalla negoziazione del titolo della società o le diffonde in modo ristretto e selezionato per agevolare alcuni soggetti a discapito di altri. La diffusione di informazioni *price sensitive* ha tra gli obiettivi quello di evitare che un tale reato venga commesso.

importante in materia è la modifica della *guidance* rilasciata in precedenza; la *guidance* rappresenta la comunicazione al mercato, da parte del management, dei risultati economici e finanziari che la società riuscirà a raggiungere alla fine dell'anno. Se accadono eventi in grado di ridurre il fatturato e/o i margini che erano stati stimati, è necessario informare il mercato, dal momento che ciò rappresenta certamente un'informazione in grado di modificare le decisioni di investimento degli investitori¹⁰⁸. Ma quando va informato? E, soprattutto, quale "franchigia" può essere applicata alla riduzione dei risultati prima di comunicarli al mercato? Una riduzione dei ricavi stimati del 5% è diversa da una riduzione del 15%: dopo quale soglia la comunicazione finanziaria deve intervenire per correggere le stime? Ancora una volta la legislazione non include una risposta a tale interrogativo e spetta agli amministratori prendere le decisioni, con il rischio di nascondere al mercato informazioni rilevanti o non procedere con il giusto tempismo e soprattutto causare una "naturale" divergenza di comportamento tra le società quotate, carattere, quest'ultimo, in grado di diminuire sensibilmente l'efficienza e il funzionamento del mercato finanziario.

Questo breve approfondimento permette di notare come la diffusione di informazioni *price sensitive*, fondamentale per l'efficienza dei mercati finanziari, in realtà giaccia sulla linea di confine che separa l'informativa obbligatoria da quella volontaria, mostrando come le due tipologie di comunicazione in realtà siano molto più vicine di quanto sembri.

¹⁰⁸ La revisione a ribasso della *guidance* prende il nome di *profit warning* e sarà oggetto di approfondimento nell'ultimo capitolo, durante la presentazione del caso aziendale.

Appendice

Di seguito si riportano i dati ottenuti da una ricerca svolta nel mese di Aprile 2010, sfruttando la banca dati di Bloomberg. Lo scopo della ricerca era quello di evidenziare il peso degli azionisti di maggioranza nelle società italiane ed in quelle americane.

Nella prima tabella sono riportati i dati in merito alle società italiane appartenenti all'indice *FTSE All Share Italia*, mentre la seconda riporta i dati per le imprese dell'indice americano *Nasdaq*.

Società Italiane	N. Share	Equity Float	% float
EDISON SPA	5,181,108,398.00	483,656,300.00	9.33%
BANCA CARIGE SPA	1,615,990,722.00	915,087,700.00	56.63%
BANCA POPOL EMILIA ROMAGNA	253,693,477.00	248,617,100.00	98.00%
BANCA POPOLARE DI SONDRIO	308,147,985.00	308,148,000.00	100.00%
SARAS SPA	951,000,000.00	333,686,900.00	35.09%
HERA SPA	1,115,013,754.00	569,649,400.00	51.09%
TOD'S SPA	30,609,401.00	8,852,240.00	28.92%
CREDITO EMILIANO SPA	332,392,107.00	76,869,010.00	23.13%
SIAS SPA	227,500,000.00	60,640,130.00	26.66%
ERG SPA	150,320,000.00	52,499,260.00	34.93%
ACEA SPA	212,964,900.00	62,141,030.00	29.18%
DIASORIN SPA	55,000,000.00	23,035,100.00	41.88%
BENI STABILI SPA	1,915,733,717.00	1,683,987,000.00	87.90%
CATTOLICA ASSICURAZIONI SCRL	54,087,814.20	51,872,920.00	95.91%
DANIELI & CO	40,879,531.00	13,101,090.00	32.05%
MILANO ASSICURAZIONI	557,435,791.00	216,881,500.00	38.91%
IRIDE SPA	737,541,809.00	250,144,700.00	33.92%
FASTWEB SPA	79,508,095.00	14,246,250.00	17.92%
RECORDATI SPA	208,507,656.00	83,140,310.00	39.87%
BENETTON GROUP SPA	182,679,012.00	49,794,650.00	27.26%
ITALMOBILIARE SPA	22,182,582.00	6,792,517.00	30.62%
PICCOLO CREDITO VALTELLINESE	208,190,813.00	208,190,800.00	100.00%
MAIRE TECNIMONT SPA	322,500,000.00	111,749,500.00	34.65%
INDESIT CO SPA	113,630,683.00	34,588,030.00	30.44%
RCS MEDIAGROUP SPA	732,669,433.00	245,678,800.00	33.53%
GEMINA SPA	1,469,197,509.00	622,881,000.00	42.40%
AUTOSTRADA TORINO-MILANO SPA	88,000,000.00	35,324,960.00	40.14%
BANCA GENERALI SPA	111,313,176.00	39,596,310.00	35.57%
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	409,231,788.00	126,947,800.00	31.02%
PIAGGIO & C. S.P.A.	396,040,908.00	126,808,300.00	32.02%
TREVI FINANZIARIA SPA	64,000,000.00	28,661,760.00	44.78%
ARNOLDO MONDADORI EDITORE	259,429,832.00	109,266,700.00	42.12%
AMPLIFON SPA	198,420,000.00	69,881,540.00	35.22%
GRUPPO COIN SPA	140,087,444.00	32,714,650.00	23.35%
SORIN SPA	470,412,144.00	292,365,900.00	62.15%
ENIA SPA	107,871,070.00	60,595,480.00	56.17%
BANCA INTERMOBILIARE SPA	156,037,608.00	57,829,110.00	37.06%
COFIDE SPA	719,209,918.00	331,088,300.00	46.04%
ASTALDI SPA	98,424,900.00	47,185,880.00	47.94%
BANCO DESIO E DELLA BRIANZA	117,000,000.00	36,388,170.00	31.10%
INDUSTRIA MACCHINE AUTOMATIC	34,100,000.00	5,066,238.00	14.86%
CREDITO ARTIGIANO	284,791,360.00	72,140,460.00	25.33%
CEMENTIR HOLDING SPA	159,120,000.00	50,415,580.00	31.68%
DE'LONGHI SPA	149,500,000.00	37,366,030.00	24.99%
MARR SPA	66,525,120.00	27,012,540.00	40.61%
IMMOBILIARE GRANDE DISTRIBUZ	309,249,261.00	108,558,800.00	35.10%
SAVE SPA	55,340,000.00	13,639,650.00	24.65%

Le strategie di comunicazione al mercato nel caso Maire Tecnimont S.p.A.

PREMAFIN FINANZIARIA	410,340,220.00	246,142,600.00	59.99%
DEA CAPITAL SPA	306,612,100.00	127,817,400.00	41.69%
BANCA PROFILO SPA	677,089,111.00	260,714,500.00	38.51%
ASCOPIAVE SPA	234,411,575.00	55,119,510.00	23.51%
ESPRINET SPA	52,404,340.00	25,124,760.00	47.94%
PIRELLI & C REAL ESTATE SPA	841,171,777.00	369,204,400.00	43.89%
GEWISS SPA	120,000,000.00	29,523,600.00	24.60%
LANDI RENZO SPA	112,500,000.00	46,000,130.00	40.89%
INTERPUMP GROUP SPA	96,766,004.00	66,650,490.00	68.88%
ZIGNAGO VETRO SPA	80,000,000.00	28,000,000.00	35.00%
SEAT PAGINE GIALLE	1,927,027,343.00	972,031,100.00	50.44%
ENGINEERING INGEGNERIA INFO	12,500,000.00	4,114,625.00	32.92%
SAFILO GROUP SPA	1,136,439,424.00	582,277,500.00	51.24%
ENI SPA	4,005,358,876.00	2,489,906,000.00	62.16%
UNICREDIT SPA	19,272,388,671.00	16,112,100,000.00	83.60%
ENEL SPA	9,403,357,795.00	6,465,373,000.00	68.76%
INTESA SANPAOLO	11,849,332,031.00	9,873,812,000.00	83.33%
ASSICURAZIONI GENERALI	1,556,860,589.00	1,236,879,000.00	79.45%
TELECOM ITALIA SPA	13,380,795,898.00	9,704,043,000.00	72.52%
TENARIS SA	1,180,536,830.00	466,931,600.00	39.55%
SNAM RETE GAS	3,570,737,900.00	1,588,836,000.00	44.50%
SAIPEM	441,262,725.00	251,828,600.00	57.07%
FIAT SPA	1,173,688,606.00	706,294,700.00	60.18%
ATLANTIA SPA	571,711,557.00	228,004,300.00	39.88%
LUXOTTICA GROUP SPA	464,386,383.00	127,015,400.00	27.35%
BANCA MONTE DEI PASCHI SIENA	6,677,831,548.00	2,536,931,000.00	37.99%
MEDIASET SPA	1,181,227,564.00	656,112,900.00	55.55%
STMICROELECTRONICS NV	910,319,305.00	910,319,300.00	100.00%
MEDIOBANCA SPA	861,058,448.00	758,618,300.00	88.10%
UBI BANCA SCPA	639,145,902.00	595,594,500.00	93.19%
TERNA SPA	2,000,908,800.00	1,237,122,000.00	61.83%
FINMECCANICA SPA	578,150,395.00	390,558,000.00	67.55%
A2A SPA	3,132,905,277.00	1,177,158,000.00	37.57%
PARMALAT SPA	1,702,879,840.00	1,702,880,000.00	100.00%
BANCO POPOLARE SCARL	640,482,135.00	640,482,100.00	100.00%
MEDIOLANUM SPA	731,147,079.00	401,195,000.00	54.87%
EXOR SPA	237,060,951.00	157,709,800.00	66.53%
PRYSMIAN SPA	181,823,266.00	181,823,300.00	100.00%
LOTTOMATICA SPA	172,015,373.00	64,289,010.00	37.37%
AUTOGRILL SPA	254,400,000.00	103,584,100.00	40.72%
PIRELLI & C.	5,233,142,089.00	3,428,493,000.00	65.51%
DAVIDE CAMPARI-MILANO SPA	290,400,000.00	142,296,000.00	49.00%
ITALCEMENTI SPA	177,117,568.00	66,589,100.00	37.60%
BUZZI UNICEM SPA	165,349,151.00	71,649,060.00	43.33%
BANCA POPOLARE DI MILANO	415,034,231.00	410,477,100.00	98.90%
BULGARI SPA	300,629,810.00	142,886,400.00	47.53%
UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO SP	2,391,426,086.00	728,888,200.00	30.48%
FONDIARIA-SAI SPA	124,482,490.00	69,451,260.00	55.79%
ANSALDO STS SPA	100,000,000.00	60,000,000.00	60.00%
CIR SPA	792,117,267.00	385,539,400.00	48.67%
AZIMUT HOLDING SPA	143,254,497.00	129,692,600.00	90.53%
GEOX SPA	259,207,331.00	75,202,210.00	29.01%
IMPREGILO SPA	402,457,946.00	278,291,600.00	69.15%
BANCO DI SARDEGNA-RSP	45,149,255.00	n.a.	n.a.
BREMBO SPA	66,784,450.00	27,600,040.00	41.33%
NICE SPA	116,000,000.00	26,794,840.00	23.10%
YOOX SPA	50,967,956.00	35,576,040.00	69.80%
SNAI SPA	116,824,985.00	57,618,080.00	49.32%
TISCALI SPA	1,861,473,919.00	1,530,355,000.00	82.21%
IMMSI SPA	343,200,000.00	171,569,100.00	49.99%
BANCA POPOLARE DELL'ETRURIA	75,220,828.00	75,220,830.00	100.00%
ALERION CLEANPOWER	440,112,675.00	254,807,600.00	57.90%
SOGEFI	116,148,992.00	44,037,880.00	37.91%
GAS PLUS	44,909,620.00	10,659,760.00	23.74%
MITTEL SPA	70,504,505.00	29,979,930.00	42.52%
TELECOM ITALIA MEDIA SPA	3,295,372,558.00	1,014,283,000.00	30.78%
VITTORIA ASSICURAZIONI SPA	65,766,210.00	20,293,490.00	30.86%
BANCA IFIS SPA	34,300,160.00	8,224,804.00	23.98%
ACOTEL GROUP SPA	4,170,000.00	1,351,539.00	32.41%
CALTAGIRONE EDITORE	125,000,000.00	43,247,500.00	34.60%
ACTELIOS SPA	67,680,000.00	21,173,010.00	31.28%
ACEGAS-APS SPA	54,978,830.00	15,650,290.00	28.47%
CAIRO COMMUNICATIONS SPA	78,343,400.00	21,250,650.00	27.13%
IL SOLE 24 ORE	n.a.	n.a.	n.a.
DATALOGIC SPA	58,446,491.00	16,090,310.00	27.53%
VIANINI LAVORI S.P.A.	43,797,507.00	14,457,120.00	33.01%
BANCA FINNAT EURAMERICA SPA	362,880,000.00	106,244,000.00	29.28%

Le strategie di comunicazione al mercato nel caso Maire Tecnimont S.p.A.

SABAF SPA	11,533,450.00	5,155,540.00	44.70%
BONIFICA FERRARESI	5,625,000.00	2,116,462.00	37.63%
FIERA MILANO SPA	42,147,437.00	13,136,960.00	31.17%
CAM FINANZIARIA SPA	671,436,052.00	219,385,100.00	32.67%
DIGITAL MULTIMEDIA TECH SPA	11,304,775.00	6,902,912.00	61.06%
D'AMICO INTERNATIONAL SHIPPI	149,949,907.00	61,989,290.00	41.34%
BRIOSCHI SVILUPPO IMMOBILIAR	787,664,845.00	285,859,300.00	36.29%
BASICNET SPA	60,993,602.00	32,963,380.00	54.04%
AEDES SPA	728,824,697.00	408,105,400.00	56.00%
BIESSE SPA	27,393,042.00	11,378,000.00	41.54%
JUVENTUS FOOTBALL CLUB SPA	201,553,332.00	65,498,810.00	32.50%
SAES GETTERS SPA	15,271,349.00	5,361,345.00	35.11%
REPLY SPA	9,222,857.00	3,533,711.00	38.31%
MOLECULAR MEDICINE SPA	104,467,808.00	50,322,150.00	48.17%
KME GROUP	381,367,523.00	239,510,300.00	62.80%
FNM SPA	248,515,754.00	61,164,740.00	24.61%
BEGHELLI SPA	200,000,000.00	53,810,000.00	26.91%
AS ROMA SPA	132,523,296.00	40,291,050.00	30.40%
GRANITIFIANDRE SPA	36,862,678.00	10,218,320.00	27.72%
UNI LAND SPA	159,692,463.00	44,011,210.00	27.56%
KERSELF SPA	17,424,342.00	11,824,170.00	67.86%
CARRARO SPA	45,989,800.00	15,015,670.00	32.65%
ELICA SPA	63,322,800.00	17,049,660.00	26.92%
ERG RENEW SPA	132,666,675.00	29,999,890.00	22.61%
BUONGIORNO SPA	106,353,675.00	94,790,900.00	89.13%
POLTRONA FRAU SPA	140,000,000.00	48,470,800.00	34.62%
EMAK SPA	27,653,500.00	7,111,098.00	25.72%
APULIA PRONTOPRESTITO SPA	236,000,000.00	44,698,400.00	18.94%
RISANAMENTO SPA	274,336,794.00	72,869,340.00	26.56%
AUTOSTRADE MERIDIONALI SPA	4,375,000.00	1,437,888.00	32.87%
MARCOLIN SPA	62,139,375.00	18,058,310.00	29.06%
RDB SPA	45,861,025.00	22,403,580.00	48.85%
TERNIENERGIA SPA	24,820,000.00	6,978,640.00	28.12%
EUROTECH SPA	35,515,784.00	28,434,290.00	80.06%
K.R. ENERGY SPA	936,533,941.00	256,769,600.00	27.42%
SCREEN SERVICE BROADCASTING	138,500,000.00	116,276,300.00	83.95%
INTEK SPA	130,420,562.00	52,985,940.00	40.63%
PANARIAGROUP INDUSTRIE CERAM	45,355,291.00	12,765,690.00	28.15%
PININFARINA SPA	30,166,652.00	6,203,432.00	20.56%
DADA SPA	16,210,069.00	4,272,141.00	26.35%
SERVIZI ITALIA SPA	16,200,000.00	5,266,295.00	32.51%
BORGOSIESIA SPA	68,225,776.00	11,764,150.00	17.24%
DAMIANI SPA	82,600,000.00	14,665,630.00	17.76%
CEMBRE SPA	17,000,000.00	4,559,400.00	26.82%
MANAGEMENT & CAPITALI SPA	468,659,606.00	152,595,600.00	32.56%
RENO DE MEDICI SPA	377,395,019.00	159,849,400.00	42.36%
LA DORIA SPA	31,000,000.00	4,940,160.00	15.94%
ACSM - AGAM SPA	76,619,105.00	18,524,970.00	24.18%
PRIMA INDUSTRIE SPA	8,640,000.00	4,353,955.00	50.39%
MONRIF SPA	150,000,000.00	45,961,500.00	30.64%
EEMS ITALIA SPA	42,502,845.00	35,282,040.00	83.01%
RETELIT SPA	159,525,029.00	95,018,810.00	59.56%
CLASS EDITORI SPA	102,582,069.00	43,682,500.00	42.58%
PIQUADRO SPA	50,000,000.00	13,331,500.00	26.66%
PIERREL SPA	14,935,000.00	5,031,751.00	33.69%
POLIGRAFICI EDITORIALE SPA	132,000,000.00	37,623,960.00	28.50%
ACQUE POTABILI SPA	36,002,945.00	10,283,910.00	28.56%
EL.EN. SPA	4,824,368.00	2,135,392.00	44.26%
EXPRIVIA SPA	50,786,956.00	20,792,160.00	40.94%
KINEXIA SPA	21,329,305.00	n.a.	n.a.
REALTY VAILOG SPA	24,732,480.00	5,670,153.00	22.93%
ISAGRO SPA	17,550,000.00	7,393,991.00	42.13%
ERGYCAPITAL SPA	73,370,522.00	18,669,150.00	25.45%
ARKIMEDICA SPA	86,400,000.00	46,912,610.00	54.30%
MEDIACONTECH SPA	18,564,000.00	3,637,616.00	19.60%
BIANCAMANO SPA	34,000,000.00	12,110,800.00	35.62%
CONAFI PRESTITO SPA	46,500,000.00	16,495,870.00	35.47%
SOPAF SPA	421,908,440.00	213,764,200.00	50.67%
MERIDIANA FLY SPA	354,794,770.00	74,826,190.00	21.09%
I GRANDI VIAGGI SPA	45,000,000.00	16,896,150.00	37.55%
VALSOIA SPA	10,455,784.00	1,533,850.00	14.67%
CAD IT SPA	8,980,000.00	2,310,554.00	25.73%
TOSCANA FINANZA SPA	30,594,476.00	9,151,097.00	29.91%
STEFANEL SPA	162,564,086.00	56,986,830.00	35.05%
AEFFE SPA	107,362,504.00	30,528,530.00	28.44%
PRAMAC SPA	30,500,000.00	13,080,530.00	42.89%
COGEME SET SPA	56,122,000.00	22,577,320.00	40.23%

Le strategie di comunicazione al mercato nel caso Maire Tecnimont S.p.A.

BIALETTI INDUSTRIE SPA	75,000,000.00	19,863,750.00	26.49%
BOLZONI SPA	25,993,915.00	9,654,669.00	37.14%
SADI SERVIZI INDUSTRIALI	92,700,000.00	12,574,760.00	13.57%
MONTEFIBRE SPA	130,000,000.00	58,628,700.00	45.10%
DMAIL GROUP SPA	7,650,000.00	3,131,068.00	40.93%
COBRA AUTOMOTIVE TECHNOLOGIE	21,030,990.00	6,445,150.00	30.65%
GABETTI PROPERTY SOLUTIONS	83,193,657.00	21,277,580.00	25.58%
BASTOGI SPA	17,787,594.00	4,362,937.00	24.53%
MONDO TV SPA	4,404,138.00	1,897,589.00	43.09%
AICON SPA	109,000,000.00	34,411,300.00	31.57%
RICHARD-GINORI 1735 SPA	468,410,822.08	143,048,000.00	30.54%
CSP INTERNATIONAL FASHION GR	33,259,328.00	13,492,660.00	40.57%
GEFRAN SPA	14,400,000.00	5,140,512.00	35.70%
GREENVISION AMBIENTE SPA	5,858,000.00	1,069,554.00	18.26%
BEE TEAM	69,178,096.00	40,396,550.00	58.40%
GRUPPO MINERALI MAFFEI	6,000,170.00	1,503,020.00	25.05%
B&C SPEAKERS SPA	11,000,000.00	2,884,090.00	26.22%
RCF GROUP SPA	32,000,000.00	4,131,520.00	12.91%
CDC POINT SPA	12,263,992.00	3,758,417.00	30.65%
DIGITAL BROS	14,110,837.00	4,050,260.00	28.70%
ARENA SPA	809,071,531.00	612,855,500.00	75.75%
COMPAGNIA IMMOBILIARE AZIONA	92,295,260.00	35,073,120.00	38.00%
ANTICHI PELLETTIERI SPA	45,499,324.00	19,825,440.00	43.57%
CENTRALE DEL LATTE DI TORINO	10,000,000.00	3,726,400.00	37.26%
NOEMALIFE SPA	4,330,947.00	1,464,194.00	33.81%
ENERVIT	17,800,000.00	2,439,313.00	13.70%
CENTRO HL DISTRIBUZIONE SPA	140,791,984.28	84,224,570.00	59.82%
SOCIETA SPORTIVA LAZIO SPA	67,738,911.00	22,562,480.00	33.31%
GRUPPO CERAMICHE RICCHETTI	53,550,664.00	20,384,040.00	38.06%
FIDIA SPA	5,123,000.00	2,315,391.00	45.20%
TXT E-SOLUTIONS SPA	2,623,111.00	1,398,910.00	53.33%
CAPE LISTED INVESTMENT VEHIC	50,799,999.00	43,981,300.00	86.58%
MONTI ASCENSORI SPA	13,311,536.00	6,275,743.00	47.15%
IT WAY SPA	4,417,342.00	2,725,207.00	61.69%
INVESTIMENTI E SVILUPPO	242,305,843.00	125,892,400.00	51.96%
OLIDATA SPA	34,000,000.00	21,362,200.00	62.83%
VINCENZO ZUCCHI S.P.A.	24,376,800.00	11,072,670.00	45.42%
CALEFFI SPA	12,500,000.00	4,156,625.00	33.25%
SNIA SPA	141,578,614.00	131,578,900.00	92.94%
POLIGRAFICA SAN FAUSTINO SPA	1,194,107.00	593,403.00	49.69%
EUTELIA	65,418,038.00	46,441,590.00	70.99%
BEST UNION	9,350,924.00	2,764,898.00	29.57%
FULLSIX	11,182,315.00	3,065,307.00	27.41%
ROSS SPA	11,570,000.00	1,850,159.00	15.99%
LA GIOVANNI CRESPI SPA	60,000,000.00	19,471,800.00	32.45%
BIOERA	8,937,500.00	2,929,802.00	32.78%
FINARTE CASA D'ASTE	50,080,000.00	23,498,040.00	46.92%
FILATURA DI PALLONE SPA	10,650,000.00	6,647,624.00	62.42%
YORKVILLE BHN	51,324,773.00	30,471,510.00	59.37%
MONDO HOME ENTERTAINMENT	20,600,000.00	16,555,190.00	80.37%
MEDIA	580,996,663.20	346,591,561.97	43.15%

Società Americane	N. Share	Equity Float	% float
APPLE INC	906,794,589.00	900,005,249.02	99.25%
ADOBE SYSTEMS INC	526,422,951.00	524,043,334.96	99.55%
AUTOMATIC DATA PROCESSING	504,832,209.00	498,622,222.90	98.77%
AUTODESK INC	229,300,000.00	227,643,020.63	99.28%
ALTERA CORPORATION	297,388,263.00	296,835,052.49	99.81%
APPLIED MATERIALS INC	1,343,270,238.00	1,336,387,573.24	99.49%
AMGEN INC	971,553,655.00	970,468,261.72	99.89%
AMAZON.COM INC	444,546,442.00	348,939,575.20	78.49%
ACTIVISION BLIZZARD INC	1,249,909,250.00	527,501,403.81	42.20%
BED BATH & BEYOND INC	262,004,495.00	253,205,856.32	96.64%
BAIDU INC - SPON ADR	112,126,747.00	26,033,906.94	23.22%
BIOGEN IDEC INC	269,601,262.00	268,287,353.52	99.51%
BMC SOFTWARE INC	182,621,000.00	179,867,965.70	98.49%
BROADCOM CORP-CL A	1,008,600,006.00	437,033,050.54	43.33%
CA INC	520,026,576.00	372,305,938.72	71.59%
CELGENE CORP	459,730,918.00	457,464,965.82	99.51%
CEPHALON INC	74,930,978.00	73,890,151.98	98.61%

Le strategie di comunicazione al mercato nel caso Maire Tecnimont S.p.A.

CERNER CORP	81,889,914.00	70,496,810.91	86.09%
CHECK POINT SOFTWARE TECH	208,729,504.00	165,264,114.38	79.18%
C.H. ROBINSON WORLDWIDE INC	174,056,736.00	169,787,033.08	97.55%
COMCAST CORP-CLASS A	425,131,889.00	n.a.	n.a.
COSTCO WHOLESALE CORP	440,506,789.00	435,909,515.38	98.96%
CISCO SYSTEMS INC	5,725,636,151.00	5,718,243,652.34	99.87%
CINTAS CORP	152,869,848.00	133,239,868.16	87.16%
COGNIZANT TECH SOLUTIONS-A	297,561,219.00	296,282,867.43	99.57%
CITRIX SYSTEMS INC	183,826,978.00	182,612,457.28	99.34%
DELL INC	1,957,725,915.00	1,700,318,603.52	86.85%
DISH NETWORK CORP-A	2,592,511,779.00	199,536,758.42	7.70%
DIRECTV-CLASS A	1,240,479,475.00	910,501,342.77	73.40%
EBAY INC	1,305,366,806.00	1,124,044,677.73	86.11%
ELECTRONIC ARTS INC	326,644,249.00	324,987,915.04	99.49%
EXPRESS SCRIPTS INC	275,298,000.00	274,084,075.93	99.56%
EXPEDITORS INTL WASH INC	212,377,723.00	208,844,726.56	98.34%
EXPEDIA INC	520,049,789.00	191,790,252.69	36.88%
FASTENAL CO	147,430,712.00	130,769,317.63	88.70%
FISERV INC	152,320,404.00	149,093,673.71	97.88%
FLEXTRONICS INTL LTD	812,626,293.00	808,285,339.36	99.47%
FLIR SYSTEMS INC	152,890,203.00	151,384,170.53	99.01%
FIRST SOLAR INC	85,229,228.00	53,687,015.53	62.99%
FOSTER WHEELER AG	127,472,783.00	126,817,146.30	99.49%
GENZYME CORP	266,100,031.00	265,221,313.48	99.67%
GILEAD SCIENCES INC	902,033,996.00	896,134,338.38	99.35%
GOOGLE INC-CL A	984,939,579.00	242,234,909.06	24.59%
GARMIN LTD	199,146,966.00	112,253,944.40	56.37%
HOLOGIC INC	258,458,793.00	256,095,306.40	99.09%
HENRY SCHEIN INC	90,684,358.00	88,793,777.47	97.92%
ILLUMINA INC	120,298,934.00	117,640,609.74	97.79%
INFOSYS TECHNOLOGIES-SP ADR	573,825,192.00	573,825,195.31	100.00%
INTEL CORP	5,524,000,000.00	5,334,662,109.38	96.57%
INTUIT INC	313,918,834.00	281,597,412.11	89.70%
INTUITIVE SURGICAL INC	38,933,871.00	38,376,968.38	98.57%
HUNT (JB) TRANSPRT SVCS INC	127,276,208.00	90,072,448.73	70.77%
JOY GLOBAL INC	102,937,312.00	102,046,157.84	99.13%
KLA-TENCOR CORPORATION	172,073,223.00	168,768,966.67	98.08%
LIFE TECHNOLOGIES CORP	180,826,916.00	179,980,270.39	99.53%
LIBERTY MEDIA CORP-INTER A	859,916,957.00	561,580,078.13	65.31%
LINEAR TECHNOLOGY CORP	223,510,521.00	221,242,507.93	98.99%
LOGITECH INTERNATIONAL-REG	191,606,620.00	191,606,613.16	100.00%
LAM RESEARCH CORP	127,918,706.00	126,897,804.26	99.20%
MATTEL INC	364,189,564.00	363,614,074.71	99.84%
MICROCHIP TECHNOLOGY INC	184,235,381.00	179,218,200.68	97.28%
MILLICOM INTL CELLULAR S.A.	108,269,000.00	68,603,363.04	63.36%
MARVELL TECHNOLOGY GROUP LTD	640,025,848.00	535,344,055.18	83.64%
MICROSOFT CORP	8,770,460,922.00	7,690,246,582.03	87.68%
MAXIM INTEGRATED PRODUCTS	304,776,163.00	301,598,083.50	98.96%
MYLAN INC	306,679,038.00	298,865,203.86	97.45%
NII HOLDINGS INC	166,740,066.00	165,556,365.97	99.29%
NETAPP INC	344,642,084.00	340,226,104.74	98.72%
NVIDIA CORP	566,500,000.00	539,424,987.79	95.22%
ORACLE CORP	5,019,091,000.00	3,860,483,398.44	76.92%
O'REILLY AUTOMOTIVE INC	137,596,970.00	132,050,552.37	95.97%
PAYCHEX INC	361,421,034.00	322,611,236.57	89.26%
PACCAR INC	364,195,044.00	320,062,438.96	87.88%
PRICELINE.COM INC	45,581,142.00	45,004,585.27	98.74%
PATTERSON COS INC	122,757,864.00	94,540,252.69	77.01%
QUALCOMM INC	1,680,600,735.00	1,654,205,322.27	98.43%
QIAGEN N.V.	231,888,143.00	223,677,886.96	96.46%
RESEARCH IN MOTION	557,328,394.00	557,328,369.14	100.00%
ROSS STORES INC	122,529,865.00	118,667,854.31	96.85%
STARBUCKS CORP	743,400,000.00	722,788,330.08	97.23%
SEARS HOLDINGS CORP	114,833,687.00	44,257,514.95	38.54%
SIGMA-ALDRICH	121,231,035.00	120,645,797.73	99.52%
SANDISK CORP	228,717,982.00	224,801,483.15	98.29%
STAPLES INC	728,997,152.00	723,807,067.87	99.29%
STERICYCLE INC	84,781,016.00	79,706,405.64	94.01%
SEAGATE TECHNOLOGY	499,109,665.00	486,764,190.67	97.53%
SYMANTEC CORP	806,239,036.00	803,042,358.40	99.60%
TEVA PHARMACEUTICAL-SP ADR	931,168,985.00	900,364,929.20	96.69%
URBAN OUTFITTERS INC	168,888,271.00	134,432,785.03	79.60%
VIRGIN MEDIA INC	329,411,542.00	326,349,853.52	99.07%
VODAFONE GROUP PLC-SP ADR	5,263,970,981.00	5,263,971,191.41	100.00%
VERISIGN INC	183,448,405.00	181,997,528.08	99.21%
VERTEX PHARMACEUTICALS INC	200,576,408.00	197,869,247.44	98.65%
WARNER CHILCOTT PLC-CLASS A	252,072,533.00	241,628,189.09	95.86%

Investor Relations e creazione di valore

Le strategie di comunicazione al mercato nel caso Maire Tecnimont S.p.A.

WYNN RESORTS LTD	123,311,373.00	73,646,606.45	59.72%
XILINX INC	276,646,832.00	276,261,810.30	99.86%
DENTSPLY INTERNATIONAL INC	147,173,059.00	146,760,131.84	99.72%
YAHOO! INC	1,400,201,879.00	1,271,376,464.84	90.80%
MEDIA	726,779,460.01	644,556,051.20	92.74%

Capitolo Terzo

“Then there are the intangibles, which is where IR needs to be at the top of its game. The intangibles are the nuances of value, the managing of expectations and perception, and the ability to define, deliver and create a dialogue about a company’s financial performance and position in its industry.”

Thomas M. Ryan, Chad A. Jacobs

La funzione dell’Investor Relations

Il secondo capitolo ha messo in evidenza quanto la comunicazione economico-finanziaria risulti fondamentale per permettere all’impresa di avere la visibilità che merita all’interno del settore e del mercato in cui opera. Una società che comprende a fondo tale aspetto è costretta a prendere una prima importante decisione: affidare a soggetti specializzati esterni la gestione della comunicazione aziendale, compresa quella finanziaria, o svolgere al proprio interno tale attività; nel secondo caso sarà costretta a sviluppare una funzione che si occupi di curare le relazioni con gli attori del mercato finanziario. La scelta tra le due alternative scaturisce da un’attenta valutazione che andrebbe condotta caso per caso, ma, in genere, la determinante fondamentale riguarda la dimensione dell’impresa e l’entità e frequenza dei rapporti che si desidera instaurare con gli investitori.

Le società quotate nella maggior parte dei casi, sono portate per loro natura ad stringere rapporti molto intensi con il mercato finanziario e per questo motivo optano per l'assunzione di un *Investor Relator*, spesso già nel momento in cui avviano le procedure per la quotazione in Borsa.

Chi è l'Investor Relator?

La nascita formale della funzione dell'Investor Relator può essere ricondotta al 1969, quando, a Washington un gruppo di professionisti del settore fondarono il National Investor Relations Institute (NIRI), con lo scopo di promuovere la diffusione di una serie di principi e criteri deontologici importanti per il corretto svolgimento dell'attività. Secondo l'Istituto americano, l'Investor Relations (di seguito IR) può essere definito come: “una funzione strategica che integra finanza, comunicazione, marketing e conformità alle norme vigenti nel mercato azionario, con lo scopo di garantire una comunicazione efficace tra società, mercato finanziario ed altri operatori, per ottenere una valutazione *fair* del prezzo delle azioni”¹⁰⁹. In sostanza l'Investor Relator è il responsabile delle relazioni che la società costruisce con gli investitori, il “portavoce dell'impresa verso la comunità finanziaria”¹¹⁰. In quest'ottica il ruolo dell'Investor Relator è quello di riconoscere e monitorare le aspettative dei mercati finanziari e cercare di interpretare e trasmettere, ai vertici aziendali, le istanze dei soggetti che vi operano. Parte assolutamente integrante e fondamentale dell'attività consiste in una continua e approfondita analisi di *benchmarking* finanziario il cui fine è rappresentato dal monitoraggio della valutazione e del posizionamento della propria società nei confronti dei

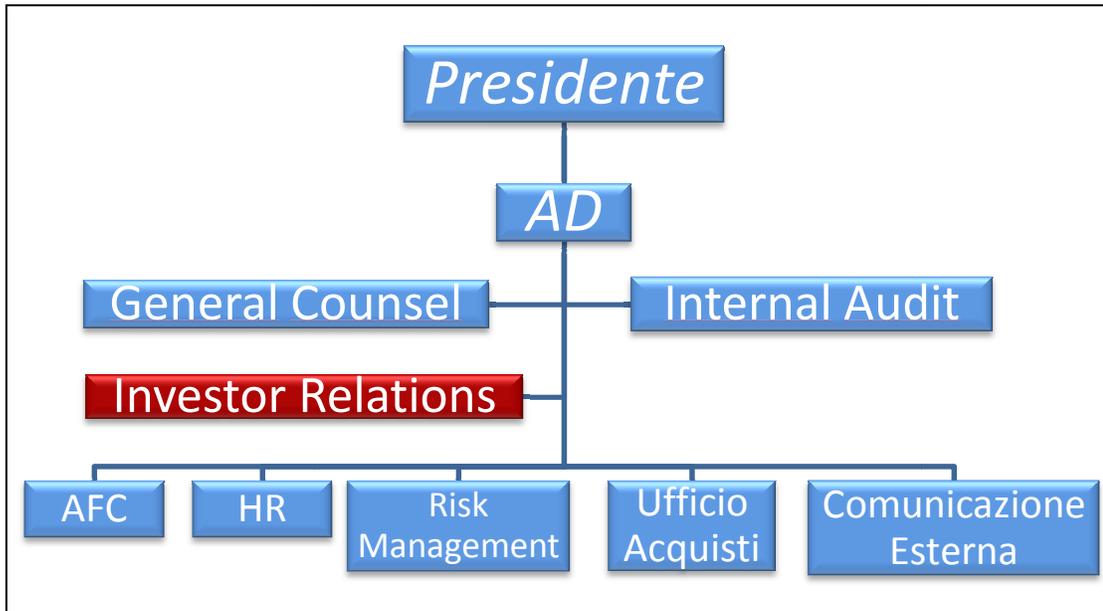
¹⁰⁹ “A strategic management responsibility that integrates finance, communication, marketing and securities law compliance to enable the most effective two-ways communication between a company, the financial community and other constituencies, which ultimately contributes to a company's securities achieving fair valuation.” www.niri.org

¹¹⁰ Corvi E., “Comunicazione d'impresa e Investor Relation – La gestione della comunicazione economico-finanziaria” Milano, Egea, 2000.

concorrenti, in termini sia di prospettive di business sia di profilo economico-patrimoniale.

L'Investor Relator interagisce continuamente con le altre funzioni aziendali al fine di raccogliere le informazioni utili e necessarie a garantire una continua e tempestiva comunicazione nei confronti degli interlocutori esterni per permettere loro di avere un quadro chiaro e veritiero della situazione strategica, economica e finanziaria, sul quale fondare le proprie decisioni di investimento. Il soggetto principale all'interno dell'organizzazione con il quale instaurare un rapporto diretto è il Ceo, con il quale condividere strategie e contenuti della comunicazione finanziaria; dall'area Amministrazione, Finanza e Controllo e dall'area M&A (se presente), l'IR deve attingere tutti i dati strategici ed economico-finanziari, riguardanti rispettivamente la contabilità e le operazioni di finanza straordinaria, da poter poi comunicare e spiegare attentamente all'esterno. Non di minore importanza è la ricerca di informazioni presso i responsabili delle *business unit* operative, vista l'assoluta necessità di conoscere tutti i progetti in cui l'impresa è e sarà coinvolta. Considerata tale rete di rapporti con tutte le altre funzioni aziendali la posizione gerarchica dell'Investor Relations all'interno dell'organigramma diventa un fattore di grande rilevanza; infatti, nonostante le interconnessioni interne, la figura dell'IR dovrebbe godere di assoluta indipendenza e della possibilità di riportare direttamente all'amministratore delegato, senza intermediari o altre cariche intermedie.

Figura 3.1



Fonte: Elaborazione personale

In figura è stata rappresentata, in maniera molto semplificata, una delle possibili configurazioni che può assumere l'organigramma di una società quotata; l'IR, in questo caso, è stato posto in una posizione di indipendenza, rispetto alle altre funzioni, con rapporto gerarchico diretto all'amministratore delegato; in alcune società, però, è possibile riscontrare che l'area Investor Relations risulti subordinata al responsabile della comunicazione esterna.

La definizione fornita dal NIRI concede lo spunto per approfondire la descrizione delle competenze necessarie per un efficace svolgimento dell'attività di IR: sono richieste conoscenze alquanto eterogenee nei campi della finanza, della comunicazione e del marketing. L'aspetto comunicativo ricopre una sfera molto rilevante e proprio per questa ragione la funzione oggetto di studio, fino a poco tempo fa, soprattutto nelle società italiane, era subordinata all'area della pubbliche relazioni; ben presto, però, ha trovato una collocazione autonoma all'interno degli organigrammi societari, vista la sua specifica e circoscritta attività di relazione con il mercato finanziario. E'

possibile, dunque, affermare che le competenze più importanti destinate a comporre il bagaglio conoscitivo dei soggetti che si occupano di curare le relazioni con gli investitori, appartengono al contesto finanziario, in particolare alla finanza d'impresa. Essi infatti si relazionano prevalentemente con gli analisti finanziari che, per la costruzione di modelli di valutazione delle società, necessitano di discutere in modo molto approfondito delle informazioni e dei dati che li compongono. Utilizzando un'espressione non esattamente formale, si può scrivere che l'Investor Relator deve, necessariamente, conoscere in modo dettagliato e saper parlare lo stesso linguaggio dei propri interlocutori. In quanto responsabile della comunicazione volontaria, ma anche di tutto ciò che concerne l'informativa societaria obbligatoria, l'IR deve, inoltre, possedere competenze in materia legale; una parte non indifferente delle esigenze informative degli investitori e degli analisti riguarda, spesso, l'aspetto fiscale, il cui approfondimento, dunque, non deve essere affatto trascurato, sebbene tutte le informazioni necessarie debbano di volta in volta essere richieste alle specifiche funzioni aziendali.

La conclusione di questa breve descrizione della funzione dell'Investor Relations non può che essere riservata alle caratteristiche personali che il soggetto incaricato di occuparsene dovrebbe possedere. Il rigore etico è certamente un aspetto molto importante in qualsivoglia professione, ma per l'Investor Relator rappresenta la base sulla quale costruire l'efficacia del proprio lavoro. Infatti gli investitori, gli analisti, i piccoli azionisti e tutti gli altri soggetti interessati si relazionano con tale figura in primo luogo a livello personale; per tale ragione deve essere costruito con ciascuno di essi uno strettissimo rapporto di fiducia che permetta ad ognuno di poter credere incondizionatamente che le informazioni ricevute sono veritiere e sono state fornite con il solo scopo di permettere una valutazione *fair* e coerente con i diversi profili di investimento. L'IR, quindi, nel primo approccio con un

interlocutore deve lasciar trasparire il proprio spessore morale ed etico e la propria professionalità.

E' probabile, infatti, che, se l'impressione percepita dall'investitore o dall'analista al primo incontro non risultasse positiva, men che meno lo sarebbe il giudizio sulla società e difficilmente ci potrà essere una seconda *chance*. Il mercato finanziario, in particolare quello azionario, è un contesto in cui la competizione sta fortemente aumentando: l'Investor Relations è la funzione chiamata a lavorare affinché l'impresa possa riuscire nell'intento di ottenere le risorse finanziarie di cui necessita¹¹¹.

Obiettivi della funzione Investor Relations

Nel capitolo precedente, nel tentativo di illustrare l'importanza della comunicazione economico-finanziaria sono stati già forniti alcuni accenni in merito agli scopi che essa si prefigge; il fine principale è, certamente, quello di aumentare la trasparenza e, di conseguenza, migliorare la percezione degli investitori e la valutazione che essi effettuano della società¹¹². E' possibile, però, non avendo la pretesa di fornirne un elenco esaustivo, ravvisare alcuni obiettivi più specifici sui quali l'IR dovrebbe lavorare quotidianamente¹¹³:

¹¹¹ Marcus e Wallace osservano che "the history of investor relations as a technique for competing for capital is short, but kinetic. It started as a minor public relations function [...] . Then, as companies became aware of the competitive nature of capital markets, investor relations campaigns began to take on more substance, and investor relations began to build a body of techniques all its own". Cfr. Marcus B. W., Wallace S. L., "New dimensions in investor relations: competing for capital in the 21st century", John Wiley and Sons (1997).

¹¹² Anand M. S., osserva che "as long as a company makes the right kind of disclosure which would help the marketplace in making investment decisions, it will get its due recognition. Transparency and disclosure of quality information help in attracting the right kind of investor community". Cfr. Anand M. S., "Investor Relations", Icfaj University Press (2007).

¹¹³ Per approfondimenti si leggano Anand M.S., "Investor Relations", Icfaj University Press (2007); Rieves R.A., Lefebvre J., "Investor relations for the emerging company", John Wiley and Sons (2002); Marcus B. W., Wallace S. L., "New dimensions in investor relations: competing for capital in the 21st century", John Wiley and Sons (1997); Marcus B., "Competing for capital: investor relations in a dynamic world", John Wiley and Sons (2005).

- aumentare la “copertura” da parte degli analisti finanziari;
- diminuire la dipendenza dagli investitori nazionali;
- monitorare continuamente i concorrenti;
- ridurre il divario tra il valore intrinseco aziendale e quello di mercato.

Aumentare la “copertura” da parte degli analisti finanziari

Questo primo punto è molto importante e sarà oggetto di un approfondimento nel seguito del capitolo, dal momento che gli analisti finanziari rappresentano una delle categorie di destinatari più rilevanti per le politiche comunicative dell’Investor Relations. Una maggiore “copertura” sul titolo garantisce in primo luogo maggiore visibilità all’impresa nei confronti degli investitori; ciò provoca un probabile aumento di interesse e quindi un incremento dei volumi giornalieri di scambio con possibili ripercussioni favorevoli sul valore del titolo. In realtà in tale successione di eventi interviene un aspetto fondamentale, che è quello della liquidità dei titoli, in grado di avere una certa influenza sul prezzo delle azioni che vengono scambiate. Nel seguito del lavoro tale obiettivo sarà il punto di partenza per l’analisi empirica da svolgere.

Diminuire la dipendenza dagli investitori nazionali

Per quanto riguarda il secondo aspetto, è possibile affermare che si tratta di un obiettivo che vede coinvolti gli IR delle società italiane in modo particolare; il mercato finanziario italiano, infatti, è composto da investitori istituzionali caratterizzati da due limiti importanti: le dimensioni non eccessivamente rilevanti che impediscono loro, data la dotazione di capitale non esaltante, di effettuare cospicui investimenti in più imprese, e il portafoglio di investimenti, ampiamente diversificato in termini di settori commerciali. Il fatto di essere fondi generalisti risulta molto importante, perché comporta l’impossibilità da parte degli investitori di approfondire la conoscenza di ogni singolo business e, quindi, di comprenderne a fondo le dinamiche e le leve di creazione di valore. All’estero, soprattutto negli Stati Uniti, la situazione è drasticamente differente, in virtù della maggiore disponibilità di capitali e della

specializzazione dei fondi. Gli sforzi dell'Investor Relator dovrebbero essere rivolti verso soggetti in grado di comprendere a pieno il messaggio di valore che viene diffuso e le dinamiche che vi sono alla base. Ovviamente per una società italiana, viste le caratteristiche del mercato finanziario nazionale, composto prevalentemente da imprese padronali la cui percentuale di flottante è relativamente bassa, riuscire a "conquistare" l'attenzione di grandi fondi di investimento esteri non rappresenta un'impresa facile. L'IR deve mostrare una forte abilità nel comprendere il tipo di investitore che ha di fronte e quale possa essere la strategia comunicativa migliore per suscitare interesse e magari convincerlo ad investire nella società. Lo strumento più efficace per far conoscere la società agli investitori stranieri è rappresentato sicuramente dai *roadshow*, durante i quali l'Investor Relator visita le principali piazze finanziarie mondiali per presentare la società e i piani di sviluppo futuro a tutti i gestori di fondi che non dovessero conoscerla o che fossero interessati ad approfondire alcune tematiche del business.

Monitorare continuamente i concorrenti

Il terzo obiettivo citato in precedenza è il monitoraggio dei concorrenti, anche noti con il termine anglosassone *peers*; si tratta di un'attività fondamentale che dovrebbe occupare un ruolo di primo rilievo negli obiettivi dell'Investor Relations. L'attenzione al *benchmarking* finanziario deve condurre non solo a costruire un modello che permetta di comprendere quale sia il posizionamento della propria impresa all'interno del settore di riferimento, ma anche ad analizzare il comportamento e le scelte di ciascun concorrente in merito a determinati aspetti generali o specifici del business; la comprensione di quali siano i driver fondamentali che impattano sull'efficacia della comunicazione finanziaria permette di analizzare l'agire dei concorrenti, evidenziare chi, tra loro, ha ottenuto i risultati migliori e studiarne la strategia comunicativa. Un aspetto importante ad esempio è il rilascio della *guidance*, ossia la comunicazione al mercato, effettuata durante le presentazioni dei

risultati trimestrali o di fine anno, di un obiettivo reddituale che il management si aspetta di raggiungere alla fine dell'anno in corso (o seguente); ad ogni rilascio dei risultati investitori ed analisti attendono una *guidance*, perché rappresenta per loro una sorta di bussola, uno strumento che la società fornisce al fine di permettere agli operatori di orientarsi meglio. Fornire tale informazione, in realtà, non è obbligatorio, ed ogni società può decidere di non farlo oppure di fornire solo dati qualitativi. L'analisi di *benchmarking* rappresenta un mezzo molto utile per analizzare quali siano le scelte dei concorrenti in tema di rilascio della *guidance* e capire quale tipo di comportamento viene premiato maggiormente dal mercato.

Ridurre il divario tra il valore intrinseco aziendale e quello di mercato

Considerare quali possano essere le cause alla base del divario tra il valore intrinseco dell'azienda e quello espresso dal mercato, certamente non rappresenta l'ultimo obiettivo al quale l'IR deve puntare, come potrebbe fare pensare l'elenco presentato in precedenza; l'Investor Relations e il valore dell'impresa sono assolutamente inscindibili: l'IR, per buona parte della propria giornata lavorativa, "parla di valore".

Come è stato già sottolineato, il suo compito fondamentale è quello di riuscire, attraverso una trasparente ed efficace diffusione del valore potenziale dell'impresa, a colmare il divario tra la valutazione del mercato e quella interna basata sui dati in possesso del management. Tale divario prende il nome di *gap* di valore e sarà oggetto del prossimo paragrafo.

Investor Relations e valore d'impresa

Il coefficiente di diffusione del valore

L'Investor Relations, si è detto, ha il compito di diffondere al mercato e ai finanziatori le informazioni patrimoniali, finanziarie e reddituali che riguardano l'impresa, dando visibilità al valore intrinseco e alle strategie presenti e future sulle quali è costruito lo sviluppo della società.

Prima di procedere, però, risulta opportuno richiamare alcuni concetti fondamentali al fine di comprendere meglio l'argomento del lavoro. Non risulta, infatti, logico trattare il tema della diffusione del valore, senza soffermarsi su cosa si intende per valore di impresa e quali sono i principali metodi per valutarlo. Esistono, come scrive il Guatri¹¹⁴, diverse tipologie di valore che devono essere tenute in considerazione; tra queste sicuramente quella che risulta più interessante ai fini del lavoro è il valore economico del capitale. Si tratta di una particolare configurazione di capitale d'impresa che stima il sistema aziendale nel suo complesso "ai fini del trasferimento" (requisito oggettivo) "e nell'ottica del perito indipendente" (requisito soggettivo)¹¹⁵, la cui stima è espressa secondo criteri di razionalità, neutralità e obiettività. La razionalità è frutto del livello di chiarezza e di "consistenza teorica"¹¹⁶ del metodo di valutazione che viene utilizzato ai fini della stima. Il metodo fondato sull'attualizzazione di grandezze reddituali o finanziarie future attese dell'impresa, secondo il Guatri, risulta essere, ad esempio, quello che garantisce maggiore razionalità alla valutazione, dal momento che poter prevedere quali saranno i risultati futuri di un'impresa logicamente conduce

¹¹⁴ Cfr. Guatri L. e Massari M. "La diffusione del valore" Milano, Egea 1992; Guatri L., "Trattato sulla valutazione delle aziende", Egea (1998); Cfr Zanda G., Lacchini M., Onesti T., La valutazione delle aziende, Giappichelli Editore, Torino, 2005.

¹¹⁵ Cfr Zanda G., Lacchini M., Onesti T., La valutazione delle aziende, Giappichelli Editore, Torino, 2005, pp 5-6

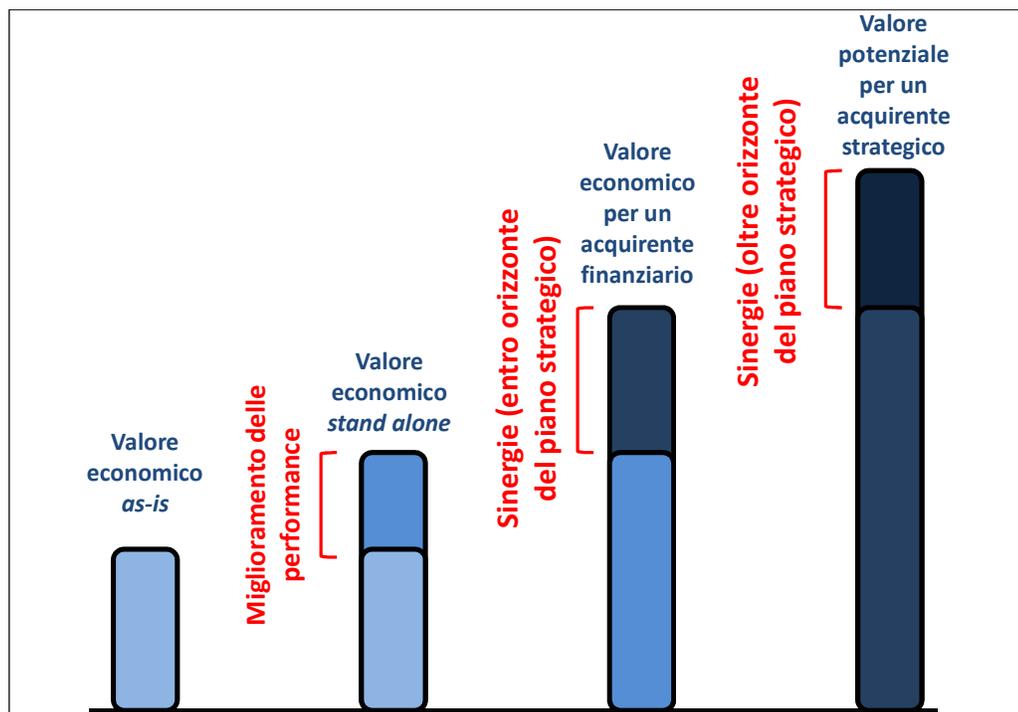
¹¹⁶ Cfr Zanda G., Lacchini M., Onesti T., La valutazione delle aziende, Giappichelli Editore, Torino, 2005, pp 5-6

ad un'approssimazione dell'entità del valore che verrà creato in futuro. Dal punto di vista della obiettività, però, i metodi basati su grandezze flusso soffrono in virtù della necessità di prevedere dati economico-finanziari futuri appartenenti ad un orizzonte temporale molto lungo; sono i metodi patrimoniali, ossia quelli che stimano il valore di un'impresa in base agli *assets* che la compongono, che garantiscono una maggiore dimostrabilità (a scapito della razionalità) dal momento che si fondano su dati certi e verificabili, facili da ottenere. Tale processo di stima, inoltre, richiede che vi sia assoluta neutralità nei confronti delle caratteristiche e degli interessi dei soggetti coinvolti nel processo.

Il valore economico del capitale, anche detto *stand alone*, esprime le potenzialità di creazione di valore presenti e future dell'impresa nel momento esatto in cui viene effettuata la stima; quest'ultima, dunque, dovrà tenere conto del valore legato ai flussi reddituali attesi nel medio-lungo termine, e delle prospettive e dei rischi di un orizzonte temporale futuro. Se a tale configurazione di capitale viene aggiunto l'effetto delle sinergie stimabili entro ed oltre l'orizzonte del piano si perviene al valore potenziale dell'impresa, quello che il Guatri chiama valore di acquisizione, ossia il massimo che i soggetti interessati ad acquisire l'azienda già avviata, sarebbero disposti a pagare per ottenerne il controllo; quest'ultimo include un premio per l'acquisizione del controllo societario¹¹⁷.

¹¹⁷ Il sovrapprezzo per il controllo è determinato dall'esistenza di alcuni importanti benefici che verrebbero guadagnati dal soggetto che lo detiene. In merito si legga Ehrardt H., Nowak E., "Private Benefits and Minority Shareholders Expropriation (or What Exactly are Private Benefits of Control?)", EFA Annual Conference Paper, n.809 (2003). Nel paper i due autori mettono in evidenza l'esistenza di quattro classi di benefici privati del controllo, *self dealing, amenities, dilution e reputation*, classificati sulla base della loro trasferibilità e liquidabilità.

Figura 3.2



Fonte: Rielaborazione personale da Guatri, Bini, Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, UBE, Milano, 2005

Nelle società quotate il valore economico dell'impresa è, spesso, considerato pari al valore borsistico delle azioni. Si tratta di un approccio molto utilizzato, ma la sua correttezza teorica è messa in discussione dal fatto che il prezzo nel mercato di borsa presenta diversi limiti per quanto riguarda la valutazione del capitale economico; tra questi i più importanti sono la grande volatilità del mercato, conseguenza della logica di domanda-offerta sottostante alla formazione dei prezzi di borsa (ma non al valore di un'impresa), e il fatto che il valore delle azioni trattate nei mercati regolamentati risulta, in genere, decurtato, almeno parzialmente, per merito di uno sconto di minoranza¹¹⁸,

¹¹⁸ A proposito dello sconto di minoranza, Guatri osserva che "nel caso di società quotate, mentre esiste certamente un premio per il controllo, alle quote minoritarie (non influenti sul controllo) è attribuibile uno sconto solo in certe situazioni". La decurtazione deve avvenire, secondo l'Autore, solo nel caso in cui si parte da un valore che già incorpora il premio di controllo, mentre nel caso contrario

incorporato per tener conto dell'impossibilità di acquisire il controllo tramite le normali negoziazioni.

Nonostante i limiti ravvisati, per le società quotate è prassi considerare la capitalizzazione di borsa come una stima del valore aziendale, anche in virtù della profonda convinzione che sia il mercato in ultima istanza a decidere quanto valga un'impresa. Proprio per questo motivo la funzione dell'Investor Relator di permettere al mercato un adeguato apprezzamento del valore economico del capitale e delle variazioni che intervengono a causa degli eventi caratterizzanti l'operatività aziendale, assume fondamentale importanza al fine di ridurre il *gap* esistente tra il valore di mercato e quello intrinseco dell'impresa¹¹⁹. Tale *gap* si genera perché, in presenza di asimmetrie informative, non viene riflesso sul mercato l'intero potenziale di creazione di valore, ma solo una parte, che il Guatri quantifica attraverso il coefficiente di diffusione; indicando con W il valore economico del capitale, con W_M il valore espresso dal mercato¹²⁰ e con ΔW e ΔW_M le rispettive variazioni, il coefficiente di diffusione borsistico è calcolabile come segue:

$$d = \frac{\Delta W_M}{\Delta W} \quad (3.1)$$

non è necessaria. Inoltre, nel caso in cui, la quota minoritaria stimata sia maggiore della quotazione che gli attribuisce il mercato, non è opportuna alcuna rettifica perché non è detto che il valore di borsa rifletta il valore della quota considerata. Inoltre lo stesso Guatri scrive che non bisogna confondere la nozione di sconto di minoranza con il concetto di *lack of marketability*, nonostante i due aspetti siano correlati. Cfr. Guatri L., "Trattato sulla valutazione delle aziende", Egea (1998).

¹¹⁹ Guatri scrive: "Essa (la comunicazione-informazione) si fonda sul presupposto che i comportamenti umani sono spesso dettati da forme di percezione più o meno vicine alla realtà; più che dalla realtà in se stessa. Talvolta percezioni e realtà sono così prossime da essere considerate quasi coincidenti; ma altre volte ciò non accade. Un'informazione corretta, tempestiva, non manipolata è perciò il modo più importante affinché le percezioni non si allontanino troppo dalla realtà; generando nel nostro caso errori di stima da parte del mercato" Cfr Guatri L., Massari M., La diffusione del valore, Milano, Egea, 1992, p 52

¹²⁰ Per valore economico di mercato di intende il valore delle quote minoritarie scambiate nei mercati regolamentati.

Ovviamente se $d = 1$ significa che l'intera variazione di W viene trasferita nel mercato. Tale situazione ottimale è molto difficile che si verifichi e, in realtà, non deve rappresentare un obiettivo stringente: il punto fondamentale sul quale porre attenzione è, piuttosto, che non si manifestino scostamenti eccessivamente ampi dall'unità sia in senso positivo che negativo. A tal fine è necessario che il mercato comprenda il reale significato dei dati che periodicamente vengono rilasciati dalle imprese e ciò che vi è dietro. Nel momento in cui vengono diffusi i dati riguardanti, ad esempio, i risultati reddituali periodici, gli investitori dovrebbero essere attentamente guidati nella comprensione di cosa abbia condotto a tali numeri e quali siano gli scenari futuri possibili per quanto riguarda la società e il suo business. Nel mercato finanziario un dato negativo, molto spesso, non nasconde eventi o situazioni di instabilità, ma potrebbe avere numerose spiegazioni; è ovvio, però, che un investitore mediamente razionale, nel momento in cui legge un bilancio o un comunicato stampa in cui sono riportati numeri apparentemente non buoni, è probabile che perda fiducia nel futuro dell'impresa e magari venda i titoli che detiene in portafoglio. Ciò comporta una riduzione del valore di mercato dell'impresa e, conseguentemente, del coefficiente di diffusione; se questo dovesse spingersi molto al di sotto dell'unità sarebbe sintomo di una profonda e costante disattenzione da parte dell'impresa all'aspetto comunicativo nei confronti del mercato e degli azionisti; si tratta di un grande errore, considerato che la quotazione obbliga, nel bene e nel male, le imprese a sottostare, tra le altre, ad una regola in particolare: il valore viene deciso dal mercato. Se per il mercato un'impresa vale 500 milioni di euro, sarà su tale ammontare che verranno prese le decisioni degli operatori. Si pensi a quanto viene penalizzata¹²¹ l'impresa per quanto riguarda futuri aumenti di capitale o operazioni di fusione e acquisizione, in cui il mezzo di scambio dovessero essere le azioni; per non parlare del maggiore rischio di scalate ostili che viene corso quando il prezzo risulta molto scontato. E' utile

¹²¹ Cfr Guatri L., Massari M., La diffusione del valore, Milano, Egea, 1992, p 8

ribadire che tale aspetto può condizionare in modo negativo, ma anche positivo la vita di un'impresa. Infatti il mercato non è assolutamente impeccabile e potrebbe accadere che la sua valutazione sovrastimi le potenzialità della società; in tale situazione l'Investor Relator deve comprendere i motivi alla base della stima "gonfiata" e successivamente informare il management affinché vengano prese le decisioni più opportune.

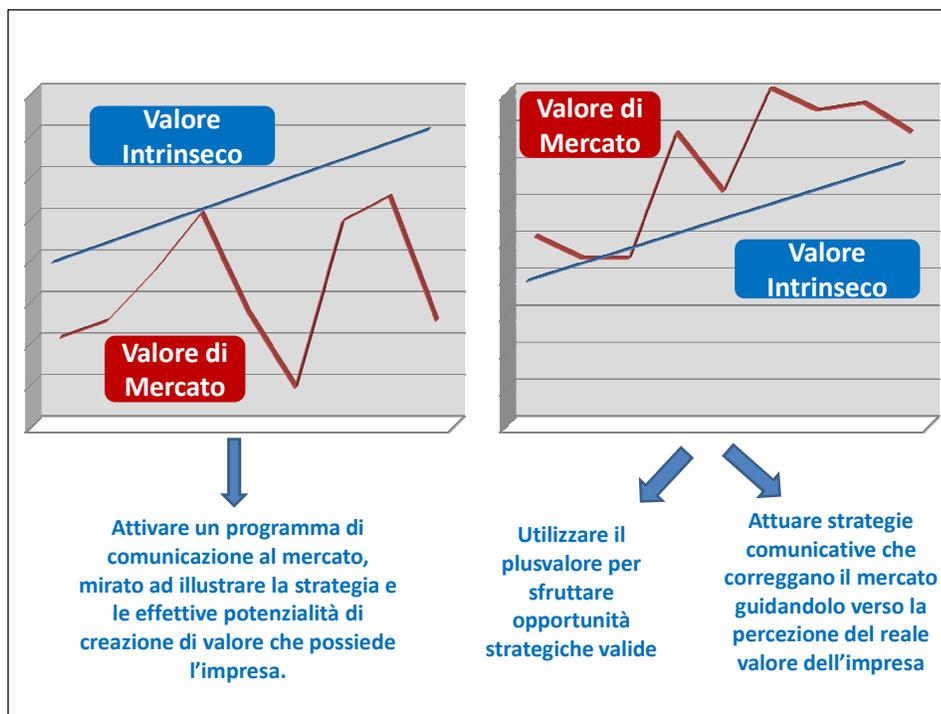
Le strade da poter intraprendere, in tale situazione, sono due: sfruttare tale sovrastima o attivare una serie di strategie comunicative che guidino il mercato a riconsiderare il valore dell'impresa. Il primo caso è quello in cui il plusvalore venga utilizzato per *aprire opzioni strategiche valide*¹²² che permettano all'impresa di crescere ed aumentare il proprio valore intrinseco fino ad un eventuale allineamento con quello di mercato. Potrebbe optare, ad esempio, per un aumento di capitale o per un'operazione di acquisizione pagata "con carta". La seconda via, quella dell'intervento comunicativo atto a correggere la valutazione del mercato e riportare il coefficiente verso un valore fisiologico e veritiero, dovrebbe essere intrapresa nel momento in cui operazioni come quelle citate non possano essere compiute, per esempio a causa di particolari condizioni strategico-finanziarie. In questo caso è importante agire con il massimo della tempestività, perché il mercato certamente non è impeccabile, ma nel lungo periodo riconosce senza dubbio il valore reale: nel momento in cui gli operatori si dovessero accorgere del silenzio dell'impresa in presenza di un infondato plusvalore percepito, lo sconto che le farebbero subire sarebbe molto più elevato di quello provocato da un'azione spontanea di comunicazione correttiva.

Alla base di ciò c'è la ricerca continua da parte del mercato di trasparenza, che, come ormai noto, deve ispirare l'operato delle imprese e dell'IR; quest'ultimo, nel momento in cui conduce il mercato anche a rivedere le proprie attese a ribasso, mostra la volontà della società di instaurare un

¹²² Cfr. Di Martino S. (a cura di), *Investor Relations, Corporate Governance e Valore d'Impresa*, Atti del convegno IULM, Milano, Egea, 2002 p27

rapporto con gli interlocutori basato sulla correttezza e sulla fiducia. Anche se nel breve periodo ciò dovesse comportare una riduzione del prezzo del titolo, in un orizzonte temporale più lungo si potrebbero avvertire i vantaggi di una tale scelta comunicativa.

Figura 3.3



Fonte: Rielaborazione personale da Di Martino S. (a cura di), *Investor Relations, Corporate Governance e Valore d'Impresa*, Atti del convegno IULM, Milano, Egea, 2002

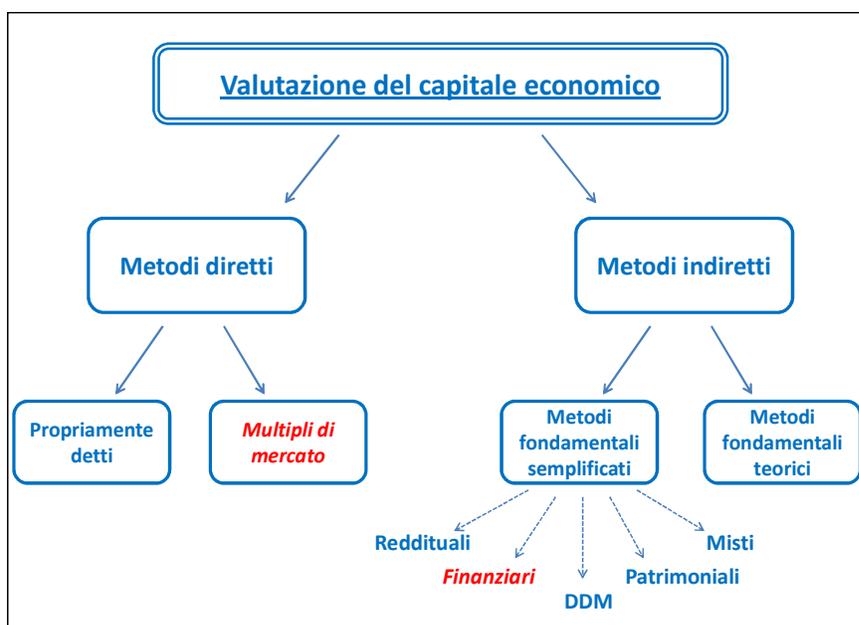
Una corretta gestione del *gap* di valore, come osserva sempre il Mazzola, permette alle imprese di ottenere numerosi vantaggi tra cui possono essere rintracciati: un incremento del *controllo strategico* e di conseguenza una riduzione del rischio di scalate ostili, una un miglioramento della capacità di attrarre investitori importanti ed internazionali e, infine, una parziale riduzione della contrapposizione tra i risultati di breve e quelli di lungo periodo¹²³.

¹²³ Vedi Di Martino S. (a cura di), *Investor Relations, Corporate Governance e Valore d'Impresa*, Atti del convegno IULM, Milano, Egea, 2002

Metodi di Valutazione del capitale economico

I soggetti che curano il rapporto tra l'impresa e gli investitori devono possedere una conoscenza approfondita delle metodologie quantitative attraverso le quali il mercato valuta e attribuisce un prezzo all'impresa. I metodi di valutazione del capitale economico possono essere suddivisi in due macroaree principali: metodi diretti e metodi indiretti.

Figura 3.4



Fonte: Elaborazione personale

In questa sede verrà fornita solamente una panoramica concisa di alcune delle metodologie maggiormente utilizzate, dal momento che la descrizione dettagliata dei metodi e delle criticità alla base della valutazione delle aziende, sebbene tema di incredibile interesse, non rappresenta l'oggetto del lavoro. La scelta del metodo di valutazione da utilizzare non è standard, ma condizionata da una serie di fattori, tra i quali la tipologia e le caratteristiche delle imprese delle quali stimare il valore; per tale motivo gli analisti, a seconda del target, sfrutteranno un metodo piuttosto che un altro. L'intento

della breve descrizione che segue è quello di analizzare i due metodi di valutazione più utilizzati a livello generale: il primo, metodo di stima assoluto, il *discounted cash flow* (DCF)¹²⁴, il secondo, relativo¹²⁵, è quello basato sui multipli di mercato.

Discounted Cash Flow

Il DCF esprime il valore dell'azienda come la sommatoria dei flussi finanziari attualizzati che essa sarà in grado di generare futuro¹²⁶:

$$W = \sum_{k=1}^n \left[\frac{FCF_k}{(1+i)^k} \right] + TV \quad (3.2)$$

Le componenti dell'equazione sulle quali è necessario soffermarsi sono tre: i flussi finanziari (*FCF*), il tasso di attualizzazione (*i*) e il terminal value (*TV*).

Flussi di cassa

La determinazione dei flussi finanziari da inserire nel modello rappresenta certamente una delle criticità di maggior rilievo all'interno del processo valutativo: la difficoltà risiede nella necessità di dover procedere ad una

¹²⁴ Secondo Copeland, Koller e Murrin "alcune misure sono effettivamente migliori di altre. [...]. Anzitutto è assodato che i flussi di cassa, e non gli utili contabili, sono il fattore determinante dell'andamento dei corsi azionari". Cfr. Copeland T., Koller T., Murrin J., "Valuation, measuring and managing the value of companies", John Wiley and Sons (2000); nella Guida alla Valutazione redatta da Borsa Italiana si legge: "è ormai opinione diffusa nei mercati finanziari che un'azienda possa essere valorizzata sulla base dei flussi di cassa che produrrà in futuro". Cfr. "Guida alla Valutazione", www.borsaitaliana.it.

¹²⁵ Come di avrà modo di osservare, il metodo del DCF conduce ad una stima del valore dell'impresa in termini assoluti, ossia senza esplicite comparazioni con le altre società comparabili appartenenti al settore in cui si opera. Il metodo dei multipli invece assume significato solamente nel momento in cui avviene il confronto con i *peers*.

¹²⁶ Una delle differenze principali tra i metodi indiretti semplificati e quelli teorici risiede proprio nel periodo di tempo considerato. Infatti tra le semplificazioni che contraddistinguono i primi rispetto ai secondi vi è proprio l'utilizzo di un orizzonte temporale limitato nella stima puntuale dei flussi, a cui si aggiunge una previsione sintetica su un orizzonte temporale illimitato.

previsione puntuale delle grandezze economico-finanziarie, che permettano di costruire i conti economici e gli stati patrimoniali, relativi agli anni di previsione analitica, dai quali ricavare i dati di input per la determinazione dei flussi finanziari¹²⁷. Una delle chiavi di una valutazione efficace e coerente sta proprio nella capacità di formulare delle ipotesi che riescano a descrivere a livello quantitativo cosa l'impresa riuscirà a fare negli anni futuri; nel caso delle società quotate tale attività è continuamente svolta dagli analisti finanziari esterni¹²⁸. L'utilizzo del DCF può essere effettuato sfruttando due varianti dello stesso: la versione *levered* e quella *unlevered*; la correttezza del risultato non è determinata dalla scelta della prima metodologia piuttosto che della seconda, ma dalla coerenza di tale scelta con tutte le variabili che poi andranno a costituire la base dati per il modello finanziario. Se dovesse

	<i>Reddito Operativo</i>
-	<i>Ammortamenti</i>
-	<i>Accantonamenti</i>
+/-	<i>Delta CCN</i>
-	<i>Capex</i>
+	<i>Proventi finanziari</i>
-	<i>Oneri finanziari</i>
+	<i>Nuovi finanziamenti</i>
-	<i>Rimborsi finanziamenti</i>
-	<i>Dividendi</i>
+	<i>Aumenti di capitale</i>
-	<i>Rimborsi di capitale</i>
-	<i>Imposte (su utile netto)</i>
=	<i>Flusso di Cassa</i>

venire meno tale coerenza, i cui aspetti verranno chiariti anche in merito agli altri fattori presenti nella formula del DCF, la stima risulterà assolutamente distorta e fuorviante e condurrà certamente a decisioni errate. Un approfondimento sulla modalità con la quale sono costruiti i flussi di cassa può aiutare a comprendere cosa si intende con tale terminologia.

Il *discounted cash flow* nella variante *levered* presenta al numeratore della formula il flusso di cassa disponibile per gli azionisti, cioè la liquidità che l'azienda riesce a mantenere nelle proprie "casse", dopo aver considerato tutte le entrate e le

¹²⁷ Si ricorda che per la costruzione del cash flow dell'anno n, sono necessari il conto economico in n e gli stati patrimoniali in n e in n-1.

¹²⁸ Sul punto si tornerà nel seguito del capitolo e si porrà maggiore attenzione alle modalità con le quali gli analisti finanziari cercano di prevedere l'evoluzione futura delle grandezze aziendali.

uscite numerarie (non economiche) di competenza del periodo temporale considerato. Il termine *levered* deriva dal fatto che si tratta di una grandezza finanziaria che ha già scontato al suo interno gli effetti della gestione finanziaria; tutta la liquidità che resta è “libera” per essere, ipoteticamente, distribuita agli azionisti dell’impresa. La sommatoria di tali flussi attualizzati, vista la caratteristica appena citata, non può che condurre alla determinazione diretta del valore del capitale economico o *equity* dell’impresa.

La metodologia alternativa, quella *unlevered*, si differenzia perché alla base del calcolo non ci sono flussi di cassa disponibili per gli azionisti, ma operativi. Si tratta di un flusso calcolato a monte della gestione finanziaria. Il risultato a cui si giunge, sfruttando tale grandezza nella formula di valutazione,

	<i>Reddito Operativo</i>
-	<i>Imposte (sul reddito operativo)</i>
-	<i>Ammortamenti</i>
-	<i>Accantonamenti</i>
+/-	Δ CCN
-	<i>Capex</i>
=	<i>Flusso di Cassa operativo</i>

rappresenta l’*enterprise value* dell’impresa, ossia il valore del capitale economico e dell’indebitamento. Al fine di ottenere l’*equity value* è necessario sottrarre al risultato ottenuto, il valore della posizione finanziaria netta¹²⁹. Se si indica con *W* il valore del capitale economico dell’impresa e con *EV* l’*enterprise value*, si ottiene:

$$W = EV - PFN \quad (3.3)$$

¹²⁹ La posizione finanziaria netta indica l’effettivo livello di indebitamento che caratterizza l’impresa. E’ composta dalla differenza tra le passività finanziarie e le attività finanziarie. In realtà si tratta di una voce la cui descrizione è un po’ controversa, alcuni infatti ritengono che la posizione finanziaria netta sia definita come un indicatore, non dell’indebitamento, ma della liquidità; tale definizione la equipara alla differenza tra le attività finanziarie e le passività finanziarie. Si tratta di una distinzione importante, visto che va a modificare il segno algebrico del valore della PFN. Per evitare errori dovuti alle diverse definizioni, si ricordi che il passaggio dall’*enterprise value* all’*equity value* vede sempre avviene sempre sommando l’indebitamento dell’impresa, nel caso fosse maggiore della liquidità, e sottraendo quest’ultima nel caso opposto. Si veda la “Guida alla Valutazione”, www.borsaitaliana.it.

Costo del capitale

Un altro input per la formula del *discounted cash flow* è il tasso al quale attualizzare i flussi finanziari; si tratta di una grandezza di fondamentale importanza, dal momento che una sua minima variazione modifica in modo determinante il valore finale. Il tasso di attualizzazione (o di sconto) può essere definito come il tasso di rendimento che gli investitori richiedono come contropartita per il fatto che aver messo le proprie risorse finanziarie a disposizione dell'impresa oggetto della valutazione comporta inevitabilmente dei rischi¹³⁰; in altre parole consiste nel costo del capitale necessario all'impresa per svolgere la propria attività, i cui finanziatori, come già osservato, si dividono in due macro categorie: gli azionisti e i creditori finanziari. I primi forniscono capitale proprio, o di rischio, mentre i secondi capitale di credito. Vista la diversa rischiosità degli investimenti, gli azionisti pretenderanno una remunerazione maggiore rispetto a quella dei creditori. Ai fini della valutazione del capitale economico, mediante il DCF, risulta basilare comprendere quale configurazione di capitale utilizzare come tasso di attualizzazione per rispettare la coerenza con i flussi finanziari scelti¹³¹. Se al numeratore vi sono i flussi di cassa disponibili per gli azionisti, il tasso di sconto dovrà essere necessariamente il costo del capitale proprio, mentre nel caso in cui si utilizzassero flussi finanziari operativi, il tasso da inserire al denominatore sarà il costo dell'intero capitale investito dall'impresa, pari ad una media ponderata tra il costo del capitale proprio e di debito.

Il tasso di remunerazione del capitale proprio, che di seguito verrà indicato con k_E , è calcolabile mediante la nota formula del Capital Asset Pricing Model

¹³⁰ Donna scrive che: "il tasso deve esprimere la redditività che quel capitale potrebbe generare se impiegato in investimenti alternativi con le stesse caratteristiche di rischiosità di quello considerato". Cfr. Donna G., "La creazione di valore nella gestione dell'impresa", Carocci, (2007) p. 68; vedi anche Damodaran A., "Finanza Aziendale", Apogeo (2001) traduzione italiana di Damodaran A., "Applied Corporate Finance: a user's manual", John Wiley and Sons (1999).

¹³¹ La coerenza dei tassi di sconto utilizzati deve essere rispettata anche in merito al trattamento dell'inflazione e delle imposte. Ciò significa che in funzione di come sono espressi i flussi (nominali o costanti, al lordo o al netto delle imposte) il tasso utilizzato dovrà comprendere o meno l'inflazione e il peso fiscale.

(CAPM)¹³² secondo la quale è pari alla somma di due componenti, una priva di rischio (*free risk rate*, r_f) ed una, invece, rischiosa (r^*). Il CAPM, nonostante sia stato oggetto di diverse critiche dal punto di vista statistico e teorico¹³³ ed esistano altri metodi per la misurazione del costo del capitale, resta la metodologia maggiormente utilizzata. La formula è la seguente:

$$k_E = r_f + r^* \quad (3.4)$$

Mentre per il primo addendo è possibile fare riferimento ai tassi di rendimento dei titoli di Stato a lungo termine¹³⁴, il secondo costringe al ricorso a tecniche di stima più complesse, in base alle quali la componente rischiosa è data dalla formula¹³⁵:

$$r^* = \beta(r_M - r_f) \quad (3.5)$$

¹³² La prima teorizzazione del Capital Asset Pricing Model si deve ad un contributo molto importante di Sharpe, in cui l'Autore espone le ipotesi e la formula del modello. L'articolo ha permesso a Sharpe di ottenere il Premio Nobel per l'Economica nel 1990. Vedi Sharpe W.F., "Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk," *Journal of Finance* (1964), Vol 19, n. 3, pp. 425-442. Inoltre si consulti la "Guida alla Valutazione" di Borsa Italiana, www.borsaitaliana.it.

¹³³ Brealey, Myers, Allen scrivono "the statistical problems arise because the capital asset pricing model is hard to prove or disprove conclusively. It appears that average returns from low-beta stocks are too high [...] and that those from high-beta stocks are too low; but this could be a problem with the way the tests are conducted and not with the model itself". Inoltre i tre Autori sostengono che a livello teorico, oltre a tutti i limiti posti dalle ipotesi neoclassiche alla base del modello del CAPM, il metodo presenti un altro limite: non permette di considerare la diversa necessità (e desiderio) di copertura dal rischio che due soggetti con "different tastes" potrebbero manifestare. Vuol dire che una persona potrebbe preferire di investire solo in un settore e, dunque, avere un portafoglio non diversificato per una ragione inerente ai propri gusti, non alla propria avversione al rischio. Tale aspetto non è tenuto in considerazione dal CAPM, per il quale tutti i soggetti presentano medesimi gusti. Cfr. Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., "Corporate Finance", Ottava edizione – McGrawHill (2006).

¹³⁴ La scelta non deve essere casuale: è necessario prendere in considerazione i rendimenti di titoli di Stato che presentino caratteristiche assimilabili a quelle dell'investimento azionario, quindi di durata almeno quinquennale e possibilmente con pagamento della cedola annuale.

¹³⁵ Esistono metodi alternativi di stima della componente rischiosa, tra cui il modello di Fama e French che, oltre al rischio di mercato e alla componente sistematica identificata dal CAPM, aggiunge due ulteriori fonti di rischio: l'esposizione al fattore dimensionale (*size*) e il rapporto tra il valore del patrimonio netto e il valore di mercato (BV/MV). Il primo fattore risulta inversamente proporzionale al rendimento, mentre il secondo presenterebbe una proporzionalità diretta.

Un altro modello è rappresentato dall'*Arbitrage Pricing Theory* di Ross, il quale sostiene che in assenza di possibilità di arbitraggio, il rendimento dei titoli è funzione lineare di una serie di fattori di rischiosità e di una variabile casuale.

dove r_M rappresenta il rendimento medio del mercato azionario di riferimento (spesso si considera un indice azionario), il differenziale tra parentesi esprime il premio per il rischio¹³⁶ e β indica il coefficiente angolare della retta di regressione che interpola i rendimenti storici dell'impresa oggetto di valutazione rispetto ai rendimenti medi di mercato. Si tratta di un coefficiente molto importante, che esprime la rischiosità sistematica¹³⁷ dell'investimento, ossia quella non eliminabile tramite la diversificazione¹³⁸; si può notare che nella formula del CAPM¹³⁹ un β minore di 1 testimonia una rischiosità

¹³⁶ Secondo Damodaran il premio al rischio dovrebbe misurare l'avversione al rischio degli investitori e la rischiosità dell'investimento rischioso medio; in questo modo secondo l'Autore è possibile cogliere il reale rendimento addizionale richiesto dagli investitori per "spostarsi da un investimento privo di rischio a un investimento di media rischiosità". Cfr. Damodaran A., "Finanza Aziendale", Apogeo (2001) traduzione italiana di Damodaran A., "Applied Corporate Finance: a user's manual", John Wiley and Sons (1999).

¹³⁷ Il modello del Capital Asset Pricing Model scinde la rischiosità dell'impresa in due componenti, una specifica ed una sistematica. La prima riguarda aspetti meramente operativi dell'attività d'impresa e può essere eliminata tramite un'opportuna diversificazione. Se un rischio è eliminabile, non c'è alcun bisogno che venga remunerato. Il β , dunque, non dovrà considerare tale componente, che, al contrario, dovrà essere assolutamente considerata nella stima dei flussi finanziari al numeratore, per i quali è necessario includere l'effetto dei rischi che incombono sulla redditività futura dell'impresa.

¹³⁸ Donna scrive che il β rappresenta una misura molto utile, il cui calcolo, però, non è immediato e soprattutto presenta numerosi rischi. Può essere dedotto solamente per le società quotate e vanno escluse quelle che mostrano quotazioni lontane dal rappresentare in modo equo il valore dell'impresa. Vedi Donna G., "La creazione di valore nella gestione dell'impresa", Carocci, (2007) p. 137.

¹³⁹ Il β rappresenta il punto critico del calcolo del costo del capitale proprio, dal momento che la componente free risk è agevole da trovare e il premio medio di mercato è fornito da banche dati molto accreditate (su tutte Damodaran). Il calcolo del β non presenta particolari problemi per quanto riguarda le società quotate da diverso tempo, mentre per quelle quotate da poco o non quotate, si riscontrano delle difficoltà. Per la seconda tipologia di imprese è possibile stimare il β seguendo due approcci: il β cosiddetto assimilabile e quello empirico (tali espressioni sono utilizzate da Donna G.). Il primo è quello che permette di ottenere il β dell'impresa facendo riferimento ai β di settore o di società comparabili. Il problema maggiore a riguardo è rappresentato dal fatto che sebbene imprese appartenenti allo stesso settore possano presentare rischiosità operativa simile, la situazione finanziaria potrebbe divergere di molto e comportare notevoli differenze in termini di rischio. Per tale motivo è necessario scindere, tramite la formula di Hamada, dal β medio delle aziende comparabili il β unlevered, ossia un coefficiente che non incorpora la rischiosità finanziaria, ma solo quella operativa. A tal punto, sempre attraverso la stessa formula, si può correggere il β_U ottenuto con la componente di rischio finanziario insita nell'impresa oggetto di valutazione.

La modalità empirica, invece, consiste nel comprendere e quantificare quali siano i driver di rischiosità alla base del β ; alcune categorie potrebbero essere la rischiosità settoriale, quella

inferiore a quella media di mercato e quindi garantisce un rendimento più basso, al contrario un valore maggiore dell'unità esprime una rischiosità più alta della media e, di conseguenza, un rendimento superiore.

Il tasso di remunerazione per i creditori finanziari (k_D) è decisamente più facile da osservare, visto che si tratta di un valore stabilito in un contratto di finanziamento che le parti hanno sottoscritto, in genere pari al livello corrente dei tassi di interesse maggiorato di uno *spread* che misura il rischio di insolvenza dell'impresa; l'unica accortezza nel processo valutativo, specialmente per imprese la cui struttura finanziaria è in evoluzione, è quella di calcolare il costo del debito in funzione della struttura di capitale che desidera adottare in futuro, considerato che lo *spread* descritto in precedenza si modifica anche a seconda del livello di indebitamento che grava sull'impresa. Si tratta di un aspetto rilevante che contribuisce a far sì che la valutazione esprima il valore dell'impresa in una situazione di equilibrio.

All'interno del processo valutativo, come già osservato, il tasso utilizzato sarà il costo del capitale proprio, nel caso di flussi *levered*, o il costo dell'intero capitale investito, in caso di flussi *unlevered*. Quest'ultimo può essere calcolato come una media ponderata dei costi delle due fonti di finanziamento dell'impresa; si tratta del *weight average cost of capital (wacc)*¹⁴⁰:

strutturale, quella strategica, quella geografica. Per ulteriori approfondimenti si veda Donna G., "La creazione di valore nella gestione dell'impresa", Roma, Carocci, 2007, pp 128 e seguenti.

¹⁴⁰ La versione più utilizzata del wacc prevede come pesi di ponderazione non i valori di mercato dei mezzi propri e del debito, ma i valori contabili. La formula in questa seconda versione è:

$$wacc = k_E \left(\frac{E}{CI} \right) + k_D \left(\frac{D}{CI} \right) (1 - t)$$

Il motivo per cui viene spesso utilizzato tale approccio teoricamente non corretto è che la formula presentata nel testo crea un riferimento circolare, nel senso che comprende dei valori, al calcolo dei quali il wacc è strumentale. Inoltre, come scrive Rappaport, molti manager sostengono che considerare i valori di mercato, data la loro instabilità, attribuisca volatilità eccessiva alla stima del costo del capitale. Lo stesso Autore, però, argomenta che non si tratta di una critica corretta dal momento che si dovrebbe puntare a considerare una struttura finanziaria target. Vedi Rappaport A., "Creating shareholder value: the new standard for business performance", New York, Free Press (1986) – Edizione italiana "La strategia del valore: le nuove regole della performance aziendale", Franco Angeli (1986).

$$wacc = k_E \left(\frac{V_E}{EV} \right) + k_D \left(\frac{V_D}{EV} \right) (1 - t) \quad (3.6)$$

dove V_E , V_D e EV indicano rispettivamente il valore economico del capitale proprio, il valore di mercato dell'indebitamento (in genere coincide con il valore contabile)¹⁴¹ e *l'enterprise value*, somma dei primi due; t rappresenta l'aliquota fiscale il cui effetto deve essere sottratto per via della deducibilità degli interessi passivi sul debito.

Terminal Value

Uno degli input maggiormente rilevanti nella valutazione di un'impresa con un metodo fondato su grandezze flusso, è il *terminal value*; si tratta di un componente sintetico che viene sommato al valore scaturito dall'attualizzazione dei flussi di cassa previsti all'interno di un orizzonte temporale definito (in genere di 5 o massimo 8 anni)¹⁴². Il valore di un'azienda non può, infatti, essere pari solamente ai risultati che riuscirà a raggiungere da qui a pochi anni, ma bisogna considerare anche le potenzialità che probabilmente saranno manifestate nel lungo periodo. La stima di tale valore aggiuntivo viene effettuata attraverso il *terminal value* e spesso arriva a pesare anche per il 70% del valore totale. Per questo motivo è una componente alla quale è necessario prestare notevole attenzione; i modi per calcolarlo sono due:

¹⁴¹ Nella Guida alla Valutazione di Borsa Italiana si legge che: "la struttura del capitale (o del rapporto di indebitamento) è calcolata sulla base del valore corrente del debito e del patrimonio della società; in alternativa può essere utilizzato un rapporto di indebitamento obiettivo ottimale (raggiungibile nel medio termine) oppure una stima puntuale anno per anno". Cfr. "Guida alla Valutazione", www.borsaitaliana.it.

¹⁴² Secondo la Guida alla Valutazione di Borsa Italiana l'orizzonte temporale coincide con il CAP, ossia il *Competitive Advantage Period*; l'ultimo anno di previsione, dunque, dovrebbe coincidere con la perdita da parte dell'impresa dei benefici differenziali dovuti al vantaggio competitivo che la strategia implementata ha permesso di raggiungere. Tra gli elementi che maggiormente condizionano il CAP ci sono sicuramente il settore in cui si opera e il momento del ciclo economico in cui l'impresa o il settore si trovano. Cfr. "Guida alla Valutazione", www.borsaitaliana.it.

$$TV = \frac{\frac{\text{Flusso} * (1 + g)}{(i - g)}}{(1 + i)^n} \quad TV = \frac{\frac{\text{Flusso}}{i}}{(1 + i)^n} \quad (3.7)$$

la formula di sinistra utilizza il metodo di Gordon, che ipotizza che i fondamentali dell'azienda crescano in perpetuo ad un tasso costante g ¹⁴³; la seconda, invece, prediligendo un approccio *steady state*, si limita a capitalizzare un flusso finanziario previsto realizzabile dall'impresa in perpetuo. Anche se non evidenziato dalle formule, il *terminal value* deve risultare assolutamente coerente con l'intero processo valutativo per quanto riguarda le tipologie di flusso e di tasso utilizzate.

E' importante notare che con l'utilizzo del metodo gordoniano, la scelta del tasso g diviene un fattore altamente critico nella valutazione: quando il valutatore è rappresentato dal mercato tale decisione è certamente fondata sulle prospettive operative dell'impresa nel lunghissimo periodo, ma i "numeri" qui contano forse di meno. Il tasso g esprime, infatti, in primo luogo il dinamismo del management, la capacità di cercare sempre nuove opportunità, la voglia di crescere e guardare davvero al futuro; solo un'attenta comunicazione all'esterno e la volontà di creare il rapporto di fiducia, di cui si è scritto molto in precedenza, sono in grado di far percepire tali aspetti

¹⁴³ Il modello di Gordon è stato pubblicato in un articolo del 1959, in cui l'Autore ipotizza che i dividendi distribuiti dall'impresa crescano ad un tasso costante g . La crescita dei dividendi è conseguenza dell'incremento allo stesso tasso di tutte le grandezze aziendali, testimoniando una crescita della stessa. Il dividendo dell'anno $t+1$ dunque sarà:

$$D_{t+1} = D_t * (1 + g)$$

Combinando la formula del dividendo con quella valutativa tramite l'attualizzazione dei flussi:

$$P = \sum \frac{D_i}{(r - g)}$$

si ottiene una progressione geometrica di cui la seguente formula è la soluzione:

$$P = \frac{D_t * (1 + g)}{(r - g)}$$

Cfr. Gordon M. J., "Dividend, earnings, and stock price", *The review of Economics and Statistics*, Vol 41, n. 2 (1959), pp. 99-105.

leggermente meno visibili di quanto lo siano le grandezze reddituali o finanziarie.

Multipli di Mercato

Il secondo metodo di valutazione che il mercato, maggiormente, utilizza nel caso di società quotate è il metodo dei multipli di mercato, che giunge alla valutazione del capitale economico sfruttando il prezzo che viene osservato sul mercato¹⁴⁴. Come nel caso del metodo basato sui flussi esiste la versione *levered* e quella *unlevered*, la prima stima direttamente il valore del capitale economico, mentre nella seconda tale risultato è indiretto. Tra i multipli del primo tipo si possono ricordare il P/E, il P/BV, il P/FCFE, mentre per quanto riguarda gli altri, l'EV/Ebitda, l'EV/Sales, l'EV/FCFO.

A livello pratico è necessario effettuare una distinzione tra società quotate e società che invece non lo sono; per quanto riguarda le seconde, l'utilizzo del metodo dei multipli, a fini valutativi, avviene tramite la scelta di un gruppo di aziende con azioni trattate in mercati regolamentati che siano comparabili per settore, dimensione e rischiosità all'impresa da valutare; successivamente si procede al calcolo della media dei multipli delle imprese del gruppo e poi, mediante un semplice passaggio algebrico, si giunge al valore del capitale economico¹⁴⁵ o dell'*enterprise value*, a seconda del metodo utilizzato. In questo caso la valutazione tramite multipli di mercato dovrebbe essere utilizzata come metodo di controllo, a supporto del DCF o di un altro metodo basato su grandezze flusso.

¹⁴⁴ Guatri descrivendo le metodologie che si fondano sui prezzi di mercato sostiene che alcune di esse "soffrono ancora di sommarie approssimazioni" non basandosi su "formule valutative razionalmente costruite", ma "basandosi sui prezzi fatti nelle negoziazioni borsistiche e di quote di controllo dei capitali d'impresa". Si giunge secondo l'Autore alla determinazione non di un valore ma di un "prezzo probabile". Cfr. Guatri L., "Trattato sulla valutazione delle aziende", Egea (1998) p 54

¹⁴⁵ Il metodo dei multipli tra le ipotesi vede la coincidenza tra il prezzo di borsa e il valore del capitale economico dell'impresa. Nel caso si confrontino imprese quotate e imprese non quotate è importante ricordare che è necessario "depurare" la valutazione da due elementi che caratterizzano il prezzo delle azioni delle società quotate e quindi sono riflessi nei multipli: lo sconto di minoranza e il premio per la maggior liquidità.

L'utilizzo del metodo dei multipli cambia nel caso in cui ci si riferisca a società quotate, per le quali l'attenzione alle valutazioni che il mercato fa del proprio titolo rappresenta un carattere di estrema importanza. In questo caso i multipli non vengono sfruttati tanto per la stima del capitale economico dell'impresa, quanto per ottenere informazioni in merito al posizionamento finanziario all'interno del gruppo dei concorrenti e alla percezione che il mercato ha dell'impresa; l'utilizzo dei multipli assume significatività solamente nel momento in cui il dato che ne scaturisce viene confrontato con quelli delle altre società con le quali ci si confronta a livello operativo e di mercato. Per questo motivo è descritto come un metodo di valutazione relativo¹⁴⁶, a differenza del *discounted cash flow*, che rappresenta una stima assoluta. L'immediatezza nella comprensione rende il metodo dei multipli il più utilizzato dal management delle società quotate; gli stessi punti di forza rappresentano, però, anche i limiti del modello¹⁴⁷. Un secondo importante punto di forza è rappresentato dalla facilità comparativa che tale metodologia è in grado di garantire: l'analisi dei multipli, infatti, consente di comprendere a prima vista quale sia lo sconto o il premio di negoziazione che il mercato attribuisce all'impresa, attraverso il calcolo della differenza dei propri multipli con la media di quelli del settore. Dallo schema seguente è possibile ricavare alcuni esempi in grado di agevolare la comprensione di tale punto.

¹⁴⁶ A tal proposito Balducci scrive che il metodo dei multipli non conduce "alla definizione di valori, in senso proprio (valutazione assoluta), ma semplicemente ad indicazioni di valore, fortemente condizionate da parte del mercato in cui opera l'azienda considerata". Cfr. Balducci D., "La valutazione dell'azienda", Nona edizione, Edizioni Fag (2006).

¹⁴⁷ Secondo Damodaran esistono diversi motivi che rendono i multipli il metodo maggiormente utilizzato; tra questi la presenza di un numero di ipotesi molto inferiore e la facilità di comprensione e di presentazione. In realtà le ipotesi devono necessariamente essere le stesse dei metodi assoluti; il vero difetto è che queste non sono rese esplicite in modo chiaro, provocando una mancanza di trasparenza alla valutazione. I multipli inoltre, secondo l'Autore, sono influenzati dall'"umore" del mercato nel momento in cui si effettua la stima. Cfr. Damodaran A., "Valutazione delle aziende", Apogeo (2002) traduzione italiana di Damodaran A., "The dark side of valuation: valuing the old tech, new tech, and the new economy companies", Prentice Hall, Inc (2001). Sulla preferenza del metodo dei multipli Guatri scrive: "Sorprendente è la preferenza che talvolta al metodo viene riconosciuta rispetto ad altri ben più celebrati dai testi di finanza, a cominciare dalla DCF Analysis". Cfr. Guatri L., "Trattato sulla valutazione delle aziende", Egea (1998) p. 319.

MULTIPLI	EV/Sales			EV/Ebitda			P/E		
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
A	0.33	0.26	0.24	5.10	4.24	3.77	11.89	9.84	8.68
B	0.54	0.50	0.46	9.26	8.39	7.60	14.82	12.94	11.20
C	0.79	0.72	0.65	6.31	5.62	4.85	19.10	16.18	14.33
D	1.44	1.35	1.25	8.83	7.73	7.13	16.69	15.56	13.92
E	0.49	0.43	0.40	3.54	3.31	3.11	7.57	7.16	6.56
Media (ponderata per Mkt Cap)	1.04	0.96	0.89	7.53	6.66	6.04	16.06	14.41	12.83
Sconto di A verso la media	-68.2%	-72.7%	-73.5%	-32.3%	-36.3%	-37.6%	-26.0%	-31.7%	-32.3%
Premio di D verso la media	38.5%	39.9%	40.8%	17.2%	16.0%	18.0%	3.9%	8.0%	8.5%

Una differenza positiva, come nel caso della società D dell'esempio, indica che il mercato la "tratta a premio", cioè le attribuisce delle potenzialità anche maggiori di quelle effettivamente previste; al contrario un divario negativo, ad esempio quello manifestato dalla società A, è sintomo di uno sconto che il mercato attribuisce nel valutare l'impresa, che può essere conseguenza di numerosi fattori. Tra questi sicuramente si può annoverare la "gioinezza" della società, intesa come il tempo trascorso dalla quotazione in borsa, visto che il mercato ritiene giusto applicare una decurtazione sul prezzo di acquisto, per invogliare gli investitori a rischiare su società meno esperte; si comprende pienamente la logica degli operatori in questo senso: è probabile infatti che società quotate da poco tempo non abbiano pienamente compreso tutti i meccanismi e le dinamiche sottostanti ad un contesto completamente diverso come quello dei mercati regolamentati, fatto di obblighi, ma soprattutto di attenzioni molto particolari e sottili nei confronti del mercato. Strettamente collegato a ciò, tra le motivazioni che conducono ad uno sconto, vi è certamente la mancanza di un *track record* solido e convincente. Un altro importante aspetto da considerare a riguardo, forse il più rilevante, è rappresentato dalla percezione di cui l'impresa gode nei confronti della comunità finanziaria e dunque l'efficacia dell'attività dell'Investor Relations. Anche i primi due punti, infatti, evidenziano come il mercato oltre all'aspetto operativo guardi moltissimo alla fiducia che può riporre nelle imprese e alla possibilità di avere un continuo dialogo con il management.

Per questo motivo l'attenzione ai multipli rappresenta una delle poche, modalità che l'Investor Relations possiede per monitorare la propria attività comunicativa e modificarla in caso non dovessero giungere gli effetti sperati. Ovviamente tale considerazione andrebbe sempre attentamente valutata all'interno del contesto industriale, congiunturale e macroeconomico in cui opera l'impresa nel momento della valutazione: tutti i fattori che conducono gli investitori ed in generale il mercato a trarre determinate conclusioni sul valore di un'impresa in realtà si fondano su molteplici cause. Ciò implica che la certezza sull'univocità e infallibilità della relazione diretta tra lo sconto nei confronti dei *peers* e il comportamento dell'IR non è così lineare come potrebbe apparire, proprio in virtù dell'accadimento quasi contemporaneo di un gran numero di eventi, la cui commistione conduce a innumerevoli scenari. E' comunque molto probabile che, nonostante l'imprevedibilità del mercato finanziario, un buon operato dell'Investor Relations permetta all'impresa di vedere il proprio sconto ridursi.

E' utile ribadire, a tale proposito, che anche la valutazione relativa, soprattutto quella che sfrutta multipli leading¹⁴⁸, si fonda sulla stima da parte del mercato della capacità dell'impresa di creare valore attraverso la propria forza operativa. Non esiste campagna di comunicazione che riesca a creare valore dal nulla; il valore che l'IR è in grado di apportare deve poggiare necessariamente su basi solide.

The art of Investor Relations

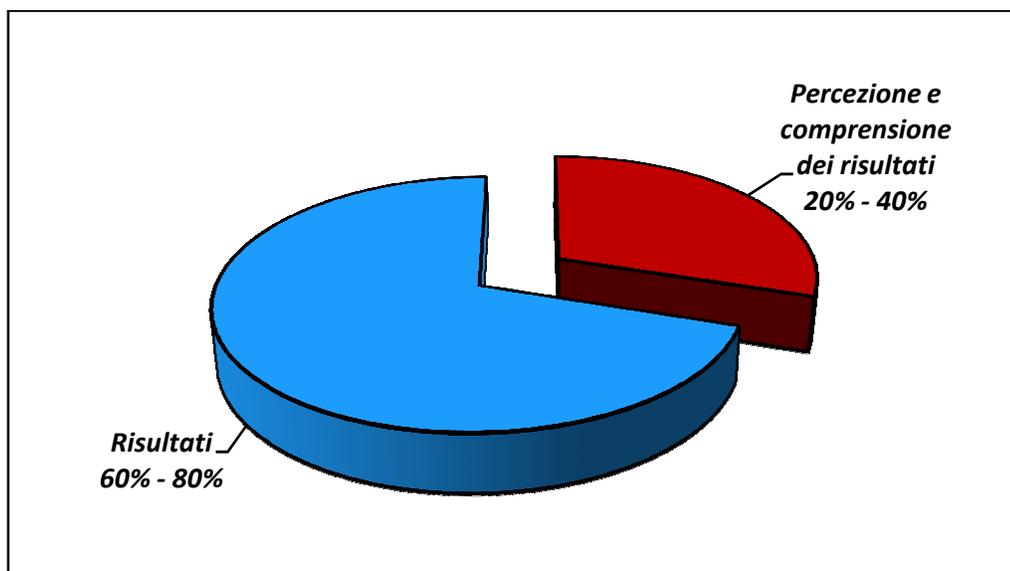
L'Investor Relations deve saper comprendere e conoscere in modo approfondito gli strumenti di valutazione con i quali gli analisti e il mercato

¹⁴⁸ I multipli possono essere classificati anche in funzione della dimensione temporale a cui si riferisce la grandezza presente al denominatore. Oltre a quelli leading, che confrontano i prezzi di borsa o l'EV con grandezze reddituali previste nei prossimi 12 o 24 mesi, esistono i multipli current, che al denominatore vedono grandezze riferibili all'ultimo bilancio disponibile, e i multipli trailing, il cui confronto avviene con i risultati degli ultimi dodici mesi.

valutano l'impresa. Ciò, però, non vuol dire avere consapevolezza solamente delle tecniche di valutazione, ma capire cosa si nasconde dietro alle assunzioni e alla formazione di determinate misurazioni. Il "numero" che viene fuori da un processo valutativo, inoltre, è orientativo; non si potrà mai chiedere ad un tale risultato di avere la presunzione di essere esatto e prevedere il futuro in modo infallibile. La reale capacità distintiva dell'Investor Relator sta nel riconoscere e saper ricercare le componenti che condizionano il processo valutativo e che sono alla base del valore.

A tal proposito Ryan e Jacobs¹⁴⁹ sostengono che il valore dell'impresa sia pari alla somma tra i risultati finanziari che vengono raggiunti e presentati al mercato e il modo in cui tali performance sono percepite e interpretate dal mercato. I due illustri Autori, inoltre, ritengono che in un'ideale torta di valutazione, il peso dei due addendi debba essere così ripartito:

Figura 3.5



Fonte: Rielaborazione personale da Ryan T. M., Jacobs C. A., Using Investor relations to maximize equity valuation, John Wiley & Sons, 2004

¹⁴⁹ Cfr Ryan T. M., Jacobs C. A., Using Investor relations to Maximize equity valuation, John Wiley & Sons, 2004, p 95

La convinzione che il mercato azionario sia completamente imprevedibile e che i movimenti a rialzo e a ribasso che lo caratterizzano siano frutto di atteggiamenti irrazionali da parte dei soggetti che vi operano, solo in parte può essere considerata vera. Infatti, tralasciando la pur forte influenza che indubbiamente viene esercitata dall'evoluzione del contesto macroeconomico, si può affermare che il prezzo delle azioni delle società si muove per due ragioni importanti: le performance, giudicata tramite i risultati raggiunti, passati, presenti e attesi, e il modo in cui tali risultati sono comunicati e percepiti dal mercato¹⁵⁰.

“Valutation is both science and art. The science factor is financial performance and the standard valuation measures that are assigned to all companies. The art element is how that financial performance is communicated (how, when, what, to whom and by whom) relative to expectations”. La frase riportata nell'opera di Ryan e Jacobs è molto significativa, perché fa comprendere come non si tratti solamente di una questione di numeri e grafici. L'arte dell'IR sta nel cercare di entrare nella mente degli investitori e degli analisti finanziari, capire cosa desiderano, cosa guardano, su cosa fondano le proprie previsioni e quale tipo di investimento desiderano (nel caso degli investitori) o che tipologia di azione seguono (nel caso degli analisti). A tal proposito l'attività dell'Investor Relations presenta notevoli parallelismi con l'attività del marketing; infatti, come ampiamente descritto da Marcus e Wallace¹⁵¹, l'attività può essere divisa in 4 fondamentali fasi:

¹⁵⁰ Ryan T. M., Jacobs C. A., Using Investor relations to maximize equity valuation, John Wiley & Sons, 2004

¹⁵¹ I due Autori, in merito all'attività dell'IR, scrivono: “the process uses a number of specific strategies, devices, skills, and practices that communicate, educate and ultimately persuade the investor that a dollar investor in one company will appreciate faster and better than a dollar invested in another company. This process – establishing a relationship between purveyor and investor – is called marketing and its principles are too often ignored in the normal practice of investor relations”. Cfr. Marcus B. W., Wallace S. L., “New dimensions in investor relations: competing for capital in the 21st century”, John Wiley and Sons (1997).

- capire il mercato. Nel caso dell'Investor Relations si tratta in particolare degli investitori, con le loro caratteristiche, necessità e desideri;
- comprendere a fondo il prodotto/servizio offerto. Si tratta delle informazioni riguardanti la storia, la struttura, le attività e le strategie dell'impresa, che l'Investor Relator deve conoscere in maniera molto approfondita e sulle quali deve essere continuamente aggiornato. A tal proposito si ribadisce la rilevanza del posizionamento dell'IR all'interno dell'organigramma dell'impresa;
- capire gli strumenti che possono e devono essere utilizzati. Si tratta principalmente degli strumenti e dei modelli che il mercato utilizza per processare le informazioni che riceve dall'impresa e giungere ad una valutazione del prezzo delle azioni;
- l'ultimo aspetto è, banalmente, quello di saper "maneggiare" tali strumenti al fine di riuscire a diffondere le informazioni in modo che vengano interpretate correttamente dagli interlocutori.

La "catena del valore" dell'Investor Relations

E' ormai chiaro che l'attività dell'Investor Relations non è in grado di creare valore in modo autonomo: è l'impresa con la propria capacità operativa e strategica che riesce in tale intento. Il titolo di questo paragrafo, dunque, potrebbe apparire ingannevole e fuori luogo, ma non lo è perché attraverso un attento e lungimirante programma di comunicazione finanziaria l'IR potrebbe riuscire a far comprendere, in modo approfondito e trasparente, al mercato le dinamiche aziendali e permettere un incremento del prezzo dei titoli e, in altra istanza, del valore dell'impresa. Uno dei contributi teorici che illustra il processo comunicativo attraverso il quale si giunge ad un aumento delle valutazioni dell'impresa da parte del mercato, è opera di Brennan e

Tamarowski¹⁵²; i due Autori ricostruiscono una vera e propria catena che conduce ad affermare che la comunicazione economico-finanziaria *indirettamente* agisce sul valore di mercato delle azioni dell'impresa.

La "catena del valore", come si è scelto di nominarla¹⁵³, è mostrata in Figura 3.6:

Figura 3.6



Fonte: Elaborazione personale

L'attività dell'Investor Relations riesce, secondo lo schema proposto da Brennan e Tamarowski, a condizionare in modo indiretto la valutazione dell'impresa e quindi il prezzo delle azioni. Il primo anello della catena è quello che vede una forte correlazione positiva tra il programma di

¹⁵² Brennan M.J., Tamarowski C., "Investor Relations, Liquidity and Stock Prices"

¹⁵³ L'espressione è presa in prestito dal famoso contributo di Michael Porter "*Competitive Advantage: creating and sustaining superior Performance*", Free Press, New York, 1985. Il riferimento conduce ad un'associazione meramente di vocaboli, dal momento che il modello presentato nel testo è assolutamente differente per contenuti, spessore e materia rispetto a quello del celebre autore citato.

comunicazione finanziaria e il numero degli analisti che seguono l'impresa. Il numero degli analisti influenza la liquidità dei titoli, intesa come volume degli scambi, in particolare un numero maggiore di analisti dovrebbe garantire un più ampio volume di scambi; la maggiore liquidità del titolo potrebbe consentire una riduzione del costo del capitale, che come è noto, apporterebbe un beneficio sulla valutazione del capitale economico e quindi del prezzo delle azioni. Nei prossimi paragrafi si cercherà di analizzare nel dettaglio le relazioni indicate.

Relazione tra l'Investor Relator e gli analisti finanziari

Gli analisti finanziari, come già osservato nel precedente capitolo, sono una figura importante dell'intero mercato dei capitali. Essi costruiscono dei modelli valutativi nei quali inseriscono le proprie previsioni circa i ricavi e le altre grandezze fondamentali riguardanti i risultati aziendali, per giungere ad una valutazione di medio/lungo periodo di quale possa essere il *target price* del titolo azionario considerato. Per *target price* si intende un'indicazione orientativa di un prezzo congruo e rappresentativo del valore intrinseco dell'impresa. In base al confronto tra tale valore e il prezzo di mercato, essi emettono un giudizio sintetico, o meglio una raccomandazione di investimento (o disinvestimento) per gli investitori; la tabella riassume uno degli schemi di raccomandazione che viene utilizzato dagli analisti, ma è bene chiarire che i criteri e le espressioni variano da *broker a broker*:

BUY	Se la differenza tra il Target Price e il Market Price è > +20%
ADD	Se la differenza tra il Target Price e il Market Price è compreso tra +10% e +20%
HOLD	Se la differenza tra il Target Price e il Market Price è compreso tra -10% e +10%
REDUCE	Se la differenza tra il Target Price e il Market Price è compreso tra -20% e -10%
SELL	Se la differenza tra il Target Price e il Market Price è > -20%

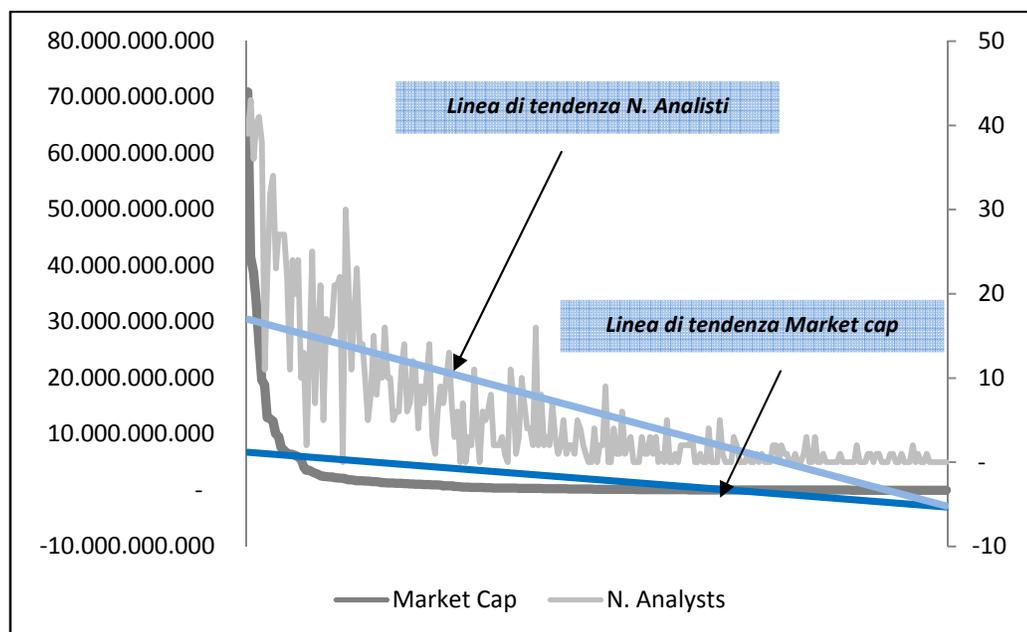
Gli analisti, per emettere tali giudizi, devono instaurare un rapporto costante di comunicazione con l'impresa, divenendo, forse, la categoria di interlocutori con la quale l'Investor Relations ha un legame più stretto. Essi, al contrario di

ciò che si potrebbe pensare, rappresentano una risorsa importante per l'impresa, il cui peso non andrebbe sottovalutato. Tale affermazione risulta vera a tal punto che sono gli analisti che scelgono se seguire un'impresa, non il contrario. I *driver* principali alla base di tale scelta sono fondamentalmente due: la capacità dell'impresa di garantire un certo livello di commissioni alle banche di investimento, per le quali gli analisti stessi lavorano, e il costo sopportato per reperire, verificare ed analizzare le informazioni determinanti ai fini di una valutazione il più possibile equa. A riguardo uno studio di Bhushan¹⁵⁴ evidenzia quali caratteristiche dovrebbe avere una società per rappresentare un *target* ideale per un analista finanziario:

- dimensioni medio/grandi, con capitalizzazione di mercato importante. Un'impresa del genere presenta sia un'ampia dotazione di azionisti attuale, sia un importante bacino di azionisti potenziali interessati al titolo e quindi alle ricerche finanziarie degli analisti; per quanto riguarda tale punto è possibile dimostrare che in Italia la situazione attuale rispecchia esattamente la conclusione a cui giunge Bhushan; l'analisi empirica (i cui dati dettagliati sono riportati nell'Appendice 1) è stata svolta prendendo in esame tutte le società quotate italiane e ponendo in relazione la capitalizzazione di mercato con il numero di analisti che seguono i titoli azionari: al diminuire della prima si assiste ad una tendenziale riduzione degli analisti. Il risultato è mostrato in Figura 3.7;

Figura 3.7

¹⁵⁴ Bhushan R., "Firm characteristics and analyst following", Journal of accounting & Economics, 11, pp 225-274 (1989)



Fonte: Elaborazione personale su dati di Bloomberg

- la seconda condizione ricercata è la presenza di poche linee di business che garantiscono una maggiore trasparenza e possibilità di capire le leve di valore a livello di gruppo. Un'analista finanziario deve comprendere a fondo quale siano le dinamiche di valore delle imprese che segue, per fare in modo di fornire al mercato giudizi coerenti con le potenzialità;
- infine risulta importante che ci sia una compagine sociale in cui la quota dell'azionista di maggioranza non sia elevatissima paragonata al flottante a disposizione degli altri azionisti. La trasparenza e la tutela per le minoranze rischiano, infatti, di diminuire in presenza di un azionista forte, che molto spesso assume il ruolo di amministratore delegato, dal momento che aumenta la probabilità che ci sia una manipolazione delle informazioni da diffondere. Ciò è dimostrato anche in un'analisi empirica svolta su un campione molto vasto di imprese in 27 Paesi, da Lang, Lins e Miller in cui viene dimostrato che il numero e l'operato degli analisti finanziari provocherebbe un aumento del valore delle imprese caratterizzate da proprietà altamente

concentrate, perché garantirebbe una maggior tutela della trasparenza nei confronti del mercato e delle minoranze¹⁵⁵.

L'attività dell'Investor Relations risulta fondamentale per la costruzione del rapporto con gli analisti, non tanto per quanto riguarda il primo punto, ma soprattutto per gli altri due, dal momento che una campagna comunicativa efficace e mirata potrebbe essere in grado di ridurre il costo da sostenere per ottenere le informazioni rilevanti ai fini della valutazione. L'analista, infatti, ha interesse ad effettuare una stima e a pubblicarla solamente se ha a disposizione un set informativo ritenuto soddisfacente e proveniente da una fonte autorevole, altrimenti potrebbe correre il rischio di diffondere al mercato dati errati e, conseguentemente, di perdere credibilità e reputazione.

Sta proprio nella qualità delle assunzioni, alla base dei modelli valutativi, che un analista finanziario dimostra la propria competenza e lungimiranza; per riuscire in tale obiettivo, egli ha certamente necessità di conoscere in modo approfondito il contesto macroeconomico, ma soprattutto i driver che sono alla base della creazione di valore all'interno del business di cui fanno parte le imprese oggetto della valutazione, o meglio della sua "copertura". Ciò rappresenta, però, solo una parte delle conoscenze che devono essere sfruttate per valutare attentamente il capitale economico delle imprese; infatti, anche all'interno del medesimo settore, ognuna di esse presenterà strategie, modelli di business e dinamiche interne molto differenti le una dalle altre. Il valore che scaturisce da tale diversificazione, di certo non è comprensibile e ricavabile totalmente dai comunicati stampa o dai bilanci. Per tale scopo la comunicazione obbligatoria non è assolutamente sufficiente; è in questa sede, dunque, che interviene la funzione dell'Investor Relations, la cui continua opera di comunicazione con gli analisti finanziari dovrebbe dare loro maggiori probabilità di capire a fondo i *driver* sui quali l'impresa ha fondato e soprattutto vuole fondare il proprio valore in futuro. Non si tratta solamente di

¹⁵⁵ Lang M.H., Lins K.V., Miller D.P., "Concentrated control, analyst following and valuation: Do analysts matter most when investors are protected least?" (2003)

comunicare con gli analisti che già seguono il titolo; la “catena del valore” mostra che uno degli obiettivi dell’Investor Relations è aumentare il loro numero. In realtà tale affermazione potrebbe condurre a degli errori di valutazione, nel senso che il numero di analisti è importantissimo, ma forse più rilevante è, per un IR, riuscire a selezionare i *broker* con un livello di esperienza in grado di garantire delle valutazioni coerenti e corrette. Non si fa riferimento solamente alla bravura dell’analista, che comunque è un fattore critico, ma soprattutto ad altre caratteristiche che lo contraddistinguono, come la specializzazione. Per un’impresa appartenente ad un business molto complesso, la cui comprensione necessita di uno studio e di un’esperienza particolarmente elevati, interagire soltanto con analisti generalisti non rappresenta la soluzione migliore per dare visibilità alle proprie potenzialità. A prescindere da ciò, durante il primo incontro tra l’IR ed un analista finanziario, che probabilmente dell’impresa conosce pochissimi dettagli, il primo ha il compito di presentare la società, illustrare il *track record*, i progetti sui quali sono concentrati gli sforzi del management, i *target* sui quali punta per lo sviluppo futuro e come sta cercando o cercherà di raggiungerli. Alcune di queste informazioni possono essere desunte, in verità, dall’informativa obbligatoria, ma è certo che, attraverso le parole dell’IR, esse assumono connotati molto più chiari e appaiono come i tasselli di un puzzle più grande e sicuramente più significativo. L’analista finanziario, oltre a dover comprendere la ratio delle operazioni e delle scelte compiute dal management, è interessato a capire che tipo di persona ha davanti, la sua professionalità e competenza; questo perché l’unico modo per capire a fondo le dinamiche di una società e poterla valutare è rappresentato dalla possibilità di contare su una relazione continua e trasparente con un *insider*, fondata sulla fiducia reciproca.

Un siffatto rapporto, la cui costituzione necessita di diverso tempo, è certamente in grado, riducendo il costo di ricerca delle informazioni da parte degli analisti finanziari, di aumentare l’interesse nella “copertura” del titolo.

La liquidità dei titoli azionari

Il secondo livello della catena introduce un concetto molto rilevante nella valutazione delle imprese e nell'attività quotidiana dell'Investor Relations: la liquidità del titolo. Prima di analizzare in dettaglio la relazione tra numero di analisti e liquidità, è opportuno fornire una descrizione di cosa si intende con tale termine. La liquidità del mercato può essere definita come la facilità di acquistare o vendere un determinato bene o parti di esso; nel mercato dei capitali i beni sono rappresentati da strumenti finanziari dematerializzati, la cui liquidità viene misurata in base al tempo e ai costi da sostenere per trovare una controparte per una transazione che si vuole eseguire¹⁵⁶. Come è stato messo ampiamente in evidenza nel primo capitolo, il mercato, lungi dall'essere perfetto, costringe gli operatori a sostenere dei costi di transazione che minano l'efficienza. Nel mercato azionario può essere effettuata una suddivisione di tali costi, tra quelli espliciti, che gli operatori sanno facilmente riconoscere, ad esempio le commissioni di negoziazione, e quelli impliciti, che non sempre sono di immediata comprensione, ma sono comunque in grado di avere un impatto molto negativo sulla liquidità dei titoli; il loro effetto è, infatti, quello di impedire agli investitori di effettuare continue ed infinite operazioni, possibilità, che condurrebbe in ogni momento il valore dei corsi azionari a rispecchiare esattamente una media ponderata dei giudizi del mercato. Dunque la valutazione di alcuni titoli potrebbe subire una riduzione provocata proprio da uno sconto di illiquidità, applicato dagli investitori per controbilanciare il peso di dover sostenere dei costi di

¹⁵⁶ Damodaran a proposito della liquidità del mercato, definisce il costo di illiquidità di un mercato nel modo che segue: "When you buy a stock, bond, real asset or a business, you sometimes face buyer's remorse, where you want to reverse your decision and sell what you just bought. The cost of illiquidity is the cost of this remorse. In the case of publicly traded stock in a heavily traded company, this cost should be small. It will be larger for stock in a small, over-the-counter stock and will escalate for a private business, where there are relatively few potential buyers. It can also vary for different types of assets, with higher costs for real assets and lower costs for financial assets". Cfr. Damodaran A., "Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount" (2005).

transazione impliciti più elevati rispetto alla media. Il concetto di illiquidità del mercato azionario è spesso definito “*slippery*”¹⁵⁷, ossia scivoloso, dal momento si tratta di un aspetto la cui verificabilità non risulta immediata e diretta, visto che, come osservato in precedenza, nella sua determinazione intervengono numerosi fattori interni ed esterni all’impresa. Sebbene esistano alcuni aspetti propri di ogni singola impresa fortemente legati alla liquidità di un titolo, come la capitalizzazione o la dimensione del flottante, la cui analisi risulta piuttosto agevole, la via migliore per comprendere e soprattutto stimare il peso del fenomeno, procede attraverso la definizione e lo studio delle caratteristiche dei costi di transazione impliciti in una negoziazione; Damodaran, in uno studio del 2005¹⁵⁸, ne illustra tre:

- il *bid-ask spread*;
- il *price impact*;
- il costo opportunità.

Il primo e il secondo sono considerati, per entità e impatto, i più rilevanti, anche perché sono quelli sui quali gli investitori hanno meno controllo. Il *bid-ask spread* consiste nella differenza tra il prezzo che un soggetto dovrebbe pagare per acquistare un titolo sul mercato e il prezzo che otterrebbe se vendesse lo stesso titolo nello stesso istante. L’ampiezza dello spread è definita dal *market-maker*, che si occupa della gestione del mercato. La ratio di tale spread risiede nel fatto che il *market dealer* a sua volta sostiene dei costi per svolgere efficacemente il proprio lavoro, tra cui forse il più importante scaturisce dall’esistenza di differenze informative tra gli investitori: si tratta di un costo che risiede nelle asimmetrie informative. Il *market maker* è consapevole che potrebbe avere a che fare con alcuni investitori in possesso di informazioni più complete e dunque in grado di realizzare importanti profitti, che per “lui” rappresenterebbero delle perdite. Con il *bid-*

¹⁵⁷ Kyle A.S., “Continuous Auctions and Insider Trading”, *Econometrica*, Vol.53, n.6, 1985, p 1316

¹⁵⁸ Damodaran A., “Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount”, 2005

ask spread il *dealer* tenta di redistribuire il costo dell'asimmetria informativa sull'intero mercato finanziario, come fosse una sorta di assicurazione.

Date le premesse si potrebbe già giungere alla conclusione che un maggior numero di analisti finanziari, il cui compito è quello di diffondere informazioni al mercato per ridurre il peso delle asimmetrie informative, non può che permettere una riduzione dello spread tra prezzo *ask* e prezzo *bid*. Tale traguardo fornirebbe un impulso alla liquidità del mercato, o del titolo oggetto di investimento, dal momento che permetterebbe agli investitori di sopportare costi di transazione sensibilmente inferiori durante le operazioni di *trading*, destinate, dunque, a divenire più frequenti e numerose.

Il secondo aspetto che influenza la liquidità dei titoli azionari è il *price impact*, ravvisabile soprattutto per negoziazioni di importanti dimensioni; per comprendere il fenomeno si deve considerare che ordini rilevanti provocano un movimento del prezzo di mercato nella direzione dell'ordine stesso: un acquisto importante tende a far aumentare il prezzo del titolo, mentre una vendita ha come conseguenza l'effetto contrario. Il modello originario, costruito da Kyle nel 1985¹⁵⁹, cerca di cogliere l'entità del *price impact* stimando il fenomeno attraverso la formula:

$$\Delta P_t = \pm \alpha_t + \lambda q_t \quad (3.8)$$

dove ΔP_t rappresenta la variazione del prezzo di un titolo azionario tra $t-1$ e t , α indica la direzione del cambiamento (in aumento o in diminuzione), funzione dell'ordine di negoziazione fornito, e q_t è il numero di azioni oggetto della transazione. Il coefficiente λ misura il *price impact*, ossia la variazione attesa del prezzo conseguenza della quantità scambiata:

$$\lambda = \frac{\Delta P_t \pm \alpha_t}{q_t} \quad (3.9)$$

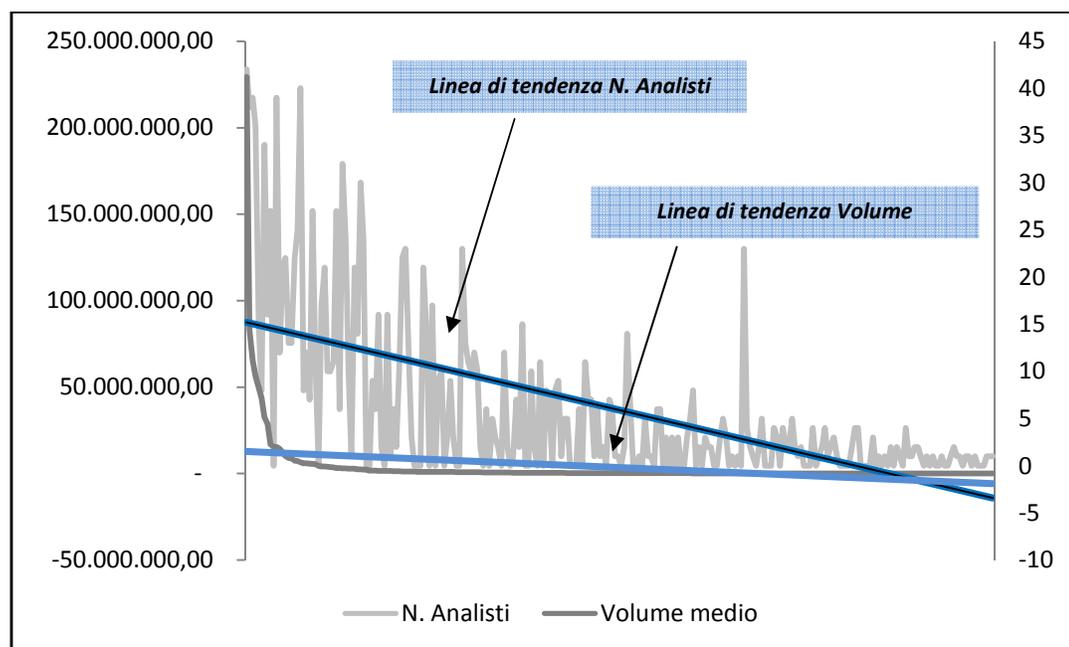
¹⁵⁹ Kyle A.S., "Continuous Auctions and Insider Trading", *Econometrica*, Vol.53, n.6, 1985, pp1315-1335

Ai fini del lavoro non risulta opportuna un'ulteriore digressione che approfondisca la costruzione statistico-matematica del modello statistico-matematico di Kyle, ma l'attenzione va posta su una delle ipotesi fondamentali che ne costituiscono il fondamento: i prezzi dei titoli reagiscono alle transazioni effettuate sul mercato, non soltanto a causa dello squilibrio che si viene a creare tra domanda ed offerta, ma anche per motivi di tipo informativo. Quando sul mercato si assiste ad un flusso importante di ordini in acquisto o vendita, gli operatori, meno informati, pensando che l'autore di tali operazioni possieda informazioni riservate in merito ai titoli oggetto della negoziazione, si lasciano condizionare e lo "seguono". Il problema informativo, dunque, ha una strettissima correlazione con la liquidità dei mercati finanziari; ciò permette di ribadire la conclusione a cui si era giunti in precedenza: gli analisti finanziari, tramite il loro operato, hanno il potere di diminuire i costi di transazione ed aumentare la liquidità del mercato; a conferma di ciò vi sono diverse analisi empiriche, tra le quali uno studio di Brennan e Subrahmanyam¹⁶⁰; i due autori utilizzano l'indice di Kyle come *proxy* per stimare il livello di liquidità dei titoli presi in considerazione e dimostrano che all'aumentare del numero degli analisti che seguono un'impresa, diminuiscono quelli che sono chiamati *adverse selection costs of transacting*. Empiricamente tale relazione potrebbe essere dimostrata sfruttando un'altra dimensione atta a descrivere la liquidità di un titolo; si tratta del volume degli scambi, ossia il numero di operazioni che vengono effettuate in un determinato arco temporale su un'azione, sia in acquisto che in vendita: le società che hanno volumi di negoziazione maggiori, sono considerate maggiormente liquide. E' possibile per esempio, tramite l'analisi dei dati delle imprese quotate nel listino italiano, verificare la relazione esistente tra il

¹⁶⁰ Brennan M.J., Subrahmanyam A., "Investment analysis and price formation in securities markets", *Journal of Financial Economics*, 38 (1995), pp 361-381

numero degli analisti attivi per ogni impresa e i volumi medi di un periodo di tempo pari a sei mesi¹⁶¹.

Figura 3.8



Fonte: Elaborazione personale su dati di Bloomberg

Liquidità e valore

La liquidità degli strumenti finanziari risulta un punto di notevole importanza nel processo di valutazione dell'impresa e quindi del prezzo che si è disposti a pagare per acquistarne un pacchetto azionario, dal momento che, come descritto in precedenza, comporta un costo per gli investitori¹⁶². Durante gli ultimi venti anni numerosi studi hanno affrontato il problema, adottando due diversi approcci; il primo sfrutta un metodo che può essere definito indiretto,

¹⁶¹ Il periodo di tempo non è molto esteso e per questo risulta poco significativo, ma è adatto a dare un'idea del fenomeno che si sta descrivendo.

¹⁶² La teoria è concorde nell'affermare che la liquidità dei titoli in borsa contribuisce ad aumentare il valore dell'impresa; Reboa scrive che: "le imprese hanno tutto l'interesse a rispondere favorevolmente a queste istanze formulate dal mercato, poiché ravvisano l'opportunità per attrarre nuovo capitale a condizioni più vantaggiose. L'aumento della liquidità dei titoli, dovuta ad una maggiore diffusione tra il pubblico, contribuisce a ridurre il costo dell'*equity*. A ciò fa seguito una più elevata capitalizzazione di borsa, a cui si accompagna una crescita dei vari multipli". Cfr. Reboa M., "Proprietà e controllo di impresa" Giuffrè Editore (2002).

nel senso che calcola il valore di un titolo senza considerare il problema della liquidità, per poi sottrargli una quantità riconducibile al valore attuale dei flussi di cassa negativi dovuti ai costi di transazione impliciti nelle negoziazioni. Ad esempio Amihud e Mendelson¹⁶³ sostengono che il prezzo di un'attività finanziaria integra pienamente i costi di transazione futuri attesi; nel loro modello il differenziale *bid-ask spread* e l'*holding period* degli investitori condizionano l'entità dello sconto che viene applicato al valore. I due autori ipotizzano che il prezzo di una qualunque attività finanziaria (*asset*) sia:

$$P = \frac{d}{r + \mu S} \quad (3.10)$$

dove d rappresenta un dividendo perpetuo garantito dal possesso, r^* è il tasso di rendimento atteso, come verrebbe stimato dal CAPM nella versione classica, S è lo *spread* tra prezzo *ask* e *bid* relativo all'*asset* considerato e μ identifica la frequenza delle transazioni¹⁶⁴. La formula appena scritta può essere trasformata, effettuando alcuni passaggi, nella forma seguente:

$$P = \frac{d}{r} - \frac{\mu S P}{r} \quad (3.11)$$

dove il primo termine corrisponde all'attualizzazione semplice del dividendo perpetuo, mentre il secondo rappresenta esattamente il valore attuale dei flussi di cassa negativi, che scaturiscono dai costi di negoziazione, misurati attraverso il *bid-ask spread*; ogni transazione effettuata sul mercato presenterà un costo pari a $S * P$, che moltiplicato per il numero di operazioni

¹⁶³ Amihud Y., Mendelson H., "Asset pricing and the bid-ask spread", *Journal of Financial Economics*, 17 (1986) pp 223-249

¹⁶⁴ Si tratta del Dividend Discount Model, un metodo di valutazione che stima il valore di un'attività in funzione dei flussi di dividendi attesi nell'orizzonte temporale considerato. In questo caso il procedimento risulta sintetico, ossia strutturato con la formula della rendita perpetua.

che vengono eseguite in un determinato lasso temporale dà come risultato $\mu * S * P$, quantità che va attualizzata al tasso r e sottratta dal valore, d/r , che l'attività avrebbe in assenza di costi dovuti all'illiquidità.

Una seconda proposta è formulata da Jarrow e Subramanian¹⁶⁵, secondo i quali esiste una differenza tra il valore di mercato di un titolo e il valore che si ottiene nel momento in cui lo si vende; l'entità di tale differenziale potrebbe essere assimilata allo sconto per il rischio di illiquidità. Un'ulteriore analisi di Lo, Mamayasky e Wang¹⁶⁶, utilizza un approccio basato su costi fissi di transazione e arriva alla conclusione, analoga a quella di Amihud e Mendelson, che anche piccoli costi di transazione, valutati tramite il *bid-ask spread*, spingerebbero gli investitori a pagare una cifra inferiore per gli *asset* che desiderano acquistare.

Il secondo approccio che studia la relazione tra il valore delle attività e il livello di illiquidità, considerando quest'ultimo un fattore di rischiosità, lo inserisce al denominatore della formula di valutazione, come componente aggiuntiva rispetto al tasso di attualizzazione. Damodaran¹⁶⁷, infine, suggerisce tre metodologie per correggere il tasso di sconto con un premio per il rischio di illiquidità; la prima consiste nel considerare una componente aggiuntiva costante, senza tenere conto di differenziazioni dovute al mercato, alla dimensione delle imprese o di altri aspetti caratteristici. La seconda soluzione, sicuramente maggiormente complessa e accurata, propone di stimare l'extra ritorno sulla base delle caratteristiche proprie di ogni impresa (o *asset*) valutata. In sostanza è necessario calcolare una sorta di *liquidity beta*, che sia in grado di comprendere non solo le caratteristiche di liquidità dell'investimento considerato, ma anche quelle dell'intero mercato in cui il bene è scambiato. La terza strada suggerita da Damodaran è particolarmente

¹⁶⁵ Subramanian A., Jarrow R.A., "The liquidity Discount", *Mathematical Finance*, vol. 11, n.4 (2001), pp 447-474

¹⁶⁶ Lo A.W., Mamayasky H., Wang J., "Asset pricing and trading volume under fixed transactions costs", Working paper, Yale International Center of Finance.

¹⁶⁷ Damodaran A., "Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount", 2005

utile per stimare una misura di illiquidità per imprese non quotate, trattandosi di una valutazione relativa, che adotta un procedimento molto simile a quello dei multipli di mercato, con la differenza che le grandezze prese in considerazione sono i volumi trattati o il *turnover ratio*.

Amihud e Mendelson, nel lavoro già citato in precedenza, si pongono idealmente¹⁶⁸ sulla scia del lavoro di Damodaran e, mediante un'importante analisi empirica, mettono in evidenza che un aumento dell'1% del *bid-ask spread* comporta un aumento del rendimento addizionale mensile richiesto dagli investitori dello 0,15%, ossia dell'1,8% annuale. Sempre Amihud, in uno studio successivo¹⁶⁹, costruisce una misura di illiquidità dividendo la variazione giornaliera del prezzo di un titolo per il volume, sempre giornaliero, di negoziazione e verifica l'esistenza di una correlazione positiva tra la misura identificata e il rendimento delle azioni prese in esame.

Ci sono stati, inoltre, altri studi interessanti che si sono mossi nella stessa direzione di quelli già presentati. Ad esempio Brennan e Subrahmanyam¹⁷⁰ conducono un'analisi empirica utilizzando l'indice λ di Kyle come misura di illiquidità e il modello di Fama e French dei tre fattori come formula per il calcolo del costo del capitale proprio. L'utilizzo dell'indice di Kyle permette di considerare non solo il *bid-ask spread* ma anche il *price impact*. Il risultato giunge alla stessa conclusione del modello presentato in precedenza: il tasso di rendimento degli strumenti azionari aumenta con il diminuire della liquidità, in particolare viene effettuata una classificazione tra gruppi di imprese aventi livelli di liquidità differenti e si evidenzia che il differenziale di rendimento tra le azioni meno liquide e quelle con un livello medio-alto, raggiunge i 662 punti base (6,62%).

¹⁶⁸ Idealmente sta a significare che il collegamento non è esatto, visto che il lavoro di Amihud e Mendelson è precedente rispetto a quello di Damodaran.

¹⁶⁹ Amihud Y., "Illiquidity and stock returns: Cross-section and time series effects", *Journal of Financial Markets*, 5, pp 31-56

¹⁷⁰ Brennan M.J., Subrahmanyam A., "Market Microstructure and Asset Pricing: on the compensation for Illiquidity in stock returns", *Journal of Financial Economics*, 41 (1996), pp 441-464

Costo del capitale e valore delle azioni

L'ultima relazione è quella che lega il costo del capitale al valore dell'impresa. Si tratta, come noto, di una relazione matematica la cui dimostrazione è totalmente superflua, dal momento che, trovandosi al denominatore della funzione di attualizzazione, il costo del capitale non può che presentare un rapporto di inversa proporzionalità con il valore economico dell'impresa. Quello che, al contrario, risulta interessante e rappresenta parte integrante del paragrafo successivo, è un'analisi di scenario su uno schema di valutazione DCF, tramite la quale si dimostra di quanto si modifica il valore delle azioni di un'impresa a fronte di una riduzione del costo del capitale proprio, dovuta ad una diminuzione del *bid-ask spread*.

Appendice

Società	Market Cap	Analisti	Società	Market Cap	Analisti
ENI SPA	70,934,900,000.0	39	CAM FINANZIARIA SPA	187,330,700.00	2
UNICREDIT SPA	41,549,930,000.0	43	FIERA MILANO SPA	183,973,600.00	2
ENEL SPA	38,859,380,000.0	36	D'AMICO INTERNATIONAL SHIPPI	183,388,700.00	9
INTESA SANPAOLO	34,004,080,000.0	40	BONIFICA FERRARESI	182,025,000.00	0
ASSICURAZIONI GENERALI	26,388,790,000.0	41	BRIOSCHI SVILUPPO IMMOBILIAR	176,200,600.00	0
TELECOM ITALIA SPA	19,675,550,000.0	38	BIESSE SPA	172,850,100.00	4
TENARIS SA	18,770,540,000.0	11	SAES GETTERS SPA	167,068,600.00	1
SNAM RETE GAS	12,997,600,000.0	22	JUVENTUS FOOTBALL CLUB SPA	165,273,700.00	1
SAIPEM	12,756,930,000.0	32	DIGITAL MULTIMEDIA TECH SPA	162,562,700.00	6
FIAT SPA	12,361,580,000.0	34	AEDES SPA	161,507,600.00	1
LUXOTTICA GROUP SPA	10,053,960,000.0	23	REPLY SPA	156,050,700.00	2
ATLANTIA SPA	9,553,300,000.00	27	MOLECULAR MEDICINE SPA	151,164,900.00	3
BANCA MONTE DEI PASCHI SIENA	7,607,447,000.00	27	FNM SPA	146,624,300.00	0
MEDIASET SPA	7,158,239,000.00	27	BEGHELLI SPA	138,500,000.00	0
STMICROELECTRONICS NV	6,618,021,000.00	22	KME GROUP	137,072,900.00	0
MEDIOBANCA SPA	6,440,717,000.00	11	GRANITIFIANDRE SPA	135,286,000.00	3
UBI BANCA SCPA	6,404,242,000.00	24	UNI LAND SPA	129,670,300.00	1
TERNA SPA	6,207,819,000.00	20	CARRARO SPA	124,172,500.00	1
FINMECCANICA SPA	5,943,386,000.00	24	POLTRONA FRAU SPA	123,060,000.00	3
EDISON SPA	5,638,637,000.00	10	EMAK SPA	117,527,400.00	1
AZA SPA	4,157,365,000.00	13	ELICA SPA	117,400,500.00	3
BANCA CARIGE SPA	3,593,529,000.00	2	AS ROMA SPA	116,753,000.00	0
PARMALAT SPA	3,563,276,000.00	12	BUONGIORNO SPA	112,309,500.00	1
BANCO POPOLARE SCARL	3,288,876,000.00	25	KERSELF SPA	111,864,300.00	0
EXOR SPA	3,051,771,000.00	7	ERG RENEW SPA	108,786,700.00	5
MEDIOLANUM SPA	2,886,203,000.00	15	MARCOLIN SPA	108,743,900.00	0
PRYSMIAN SPA	2,583,708,000.00	21	APULIA PRONTOPRESTITO SPA	104,666,000.00	0
BANCA POPOL EMILIA ROMAGNA	2,516,639,000.00	5	RISANAMENTO SPA	100,544,400.00	1
LOTTOMATICA SPA	2,439,178,000.00	17	AUTOSTRAD MERIDIONALI SPA	97,168,750.00	0
PIRELLI & C.	2,396,501,000.00	15	RDB SPA	95,390,930.00	2
AUTOGRILL SPA	2,390,088,000.00	16	TERNIENERGIA SPA	93,075,000.00	2
DAVIDE CAMPARI-MILANO SPA	2,273,832,000.00	21	EUROTECH SPA	92,518,620.00	2
BUZZI UNICEM SPA	2,189,806,000.00	21	SCREEN SERVICE BROADCASTING	87,532,010.00	2
ITALCEMENTI SPA	2,176,881,000.00	22	PANARIAGROUP INDUSTRIE CERAM	85,494,720.00	3
BANCA POPOLARE DI SONDRIO	2,130,843,000.00	0	K.R. ENERGY SPA	84,569,020.00	0
BULGARI SPA	2,024,742,000.00	30	CEMBRE SPA	82,450,000.00	0
BANCA POPOLARE DI MILANO	1,878,030,000.00	21	SERVIZI ITALIA SPA	80,189,990.00	1
HERA SPA	1,847,578,000.00	11	INTEK SPA	79,576,710.00	0
SARAS SPA	1,819,263,000.00	17	RENO DE MEDICI SPA	79,451,550.00	0
TOD'S SPA	1,707,698,000.00	23	DAMIANI SPA	78,883,000.00	4
UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO SP	1,701,256,000.00	14	BORGOSIESIA SPA	78,139,430.00	0
FONDIARIA-SAI SPA	1,698,306,000.00	14	MANAGEMENT & CAPITALI SPA	76,719,020.00	0
CREDITO EMILIANO SPA	1,661,961,000.00	10	PININFARINA SPA	75,416,630.00	0
SIAS SPA	1,649,375,000.00	5	DADA SPA	73,107,410.00	5
ACEA SPA	1,603,626,000.00	8	LA DORIA SPA	72,850,000.00	1
ERG SPA	1,543,786,000.00	15	ACSM - AGAM SPA	72,405,050.00	0
DIASORIN SPA	1,523,500,000.00	8	EEMS ITALIA SPA	71,319,770.00	0
ANSALDO STS SPA	1,464,000,000.00	12	MONRIF SPA	69,000,000.00	0
CIR SPA	1,351,352,000.00	10	PRIMA INDUSTRIE SPA	68,601,600.00	3
GEOX SPA	1,334,918,000.00	16	PIQUADRO SPA	67,150,000.00	2
BENI STABILI SPA	1,324,730,000.00	10	POLIGRAFICI EDITORIALE SPA	66,264,000.00	0
AZIMUT HOLDING SPA	1,300,035,000.00	10	RETELIT SPA	65,564,790.00	0
CATTOLICA ASSICURAZIONI SCRL	1,288,372,000.00	5	ACQUE POTABILI SPA	60,484,950.00	0
IRIDE SPA	1,243,902,000.00	6	EL.EN. SPA	60,304,600.00	1
DANIELI & CO	1,228,863,000.00	6	CLASS EDITORI SPA	59,583,720.00	0
BENETTON GROUP SPA	1,228,516,000.00	11	PIERREL SPA	59,291,950.00	0
FASTWEB SPA	1,170,359,000.00	14	EXPRIVIA SPA	59,268,380.00	1
RECORDATI SPA	1,169,728,000.00	6	KINEXIA SPA	58,335,650.00	0
MILANO ASSICURAZIONI	1,155,839,000.00	7	ISAGRO SPA	56,379,380.00	1
INDESIT CO SPA	1,129,656,000.00	12	INDUSTRIA E INNOVAZIONE SPA	55,400,760.00	0
RCS MEDIAGROUP SPA	1,069,542,000.00	11	ARKIMEDICA SPA	54,518,400.00	0
ITALMOBILIARE SPA	1,060,145,000.00	4	MEDIACONTECH SPA	53,789,190.00	0
MAIRE TECNIMONT SPA	1,056,188,000.00	9	ERGYCAPITAL SPA	51,506,110.00	2
IMPREGILO SPA	1,022,908,000.00	7	BIANCAMANO SPA	51,102,000.00	2
PIAGGIO & C. S.P.A.	1,001,983,000.00	10	MERIDIANA FLY SPA	46,939,350.00	0

Investor Relations e creazione di valore

Le strategie di comunicazione al mercato nel caso Maire Tecnimont S.p.A.

GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	998,471,600.00	14	CONAFI PRESTITO SPA	46,639,500.00	2
PICCOLO CREDITO VALTELLINESE	972,771,600.00	3	VALSOIA SPA	46,528,240.00	1
AUTOSTRADA TORINO-MILANO	967,120,000.00	1	CAD IT SPA	45,438,800.00	1
GEMINA SPA	957,137,700.00	6	STEFANEL SPA	45,059,220.00	0
BANCA GENERALI SPA	924,455,900.00	9	TOSCANA FINANZA SPA	44,973,880.00	0
TREVI FINANZIARIA SPA	817,920,000.00	7	I GRANDI VIAGGI SPA	44,752,500.00	1
AMPLIFON SPA	797,648,400.00	10	SADI SERVIZI INDUSTRIALI	44,496,000.00	0
ARNOLDO MONDADORI EDITORE	789,315,200.00	13	SOPAF SPA	43,076,850.00	0
GRUPPO COIN SPA	779,586,600.00	7	BOLZONI SPA	42,370,080.00	1
SORIN SPA	700,914,100.00	3	AEFFE SPA	41,012,480.00	3
ENIA SPA	673,654,800.00	6	PRAMAC SPA	39,741,500.00	0
BANCA INTERMOBILIARE SPA	652,627,300.00	0	BIALETTI INDUSTRIE SPA	39,525,000.00	0
ASTALDI SPA	587,596,600.00	7	COGEME SET SPA	38,724,180.00	3
BANCO DI SARDEGNA-RSP	558,892,000.00	0	DMAIL GROUP SPA	37,485,000.00	0
COFIDE SPA	553,072,400.00	3	MONTEFIBRE SPA	37,297,000.00	0
BANCO DESIO E DELLA BRIANZA	537,687,600.00	2	COBRA AUTOMOTIVE TECH	36,804,230.00	1
SAFILO GROUP SPA	537,535,800.00	11	GABETTI PROPERTY SOLUTIONS	36,480,420.00	0
INDUSTRIA MACCHINE	508,090,000.00	4	BASTOGI SPA	36,464,570.00	0
CREDITO ARTIGIANO	504,935,100.00	0	CSP INTERNATIONAL FASHION GR	35,288,150.00	0
CEMENTIR HOLDING SPA	500,034,600.00	6	GREENVISION AMBIENTE SPA	34,913,680.00	0
DE'LONGHI SPA	476,157,500.00	5	AICON SPA	34,607,500.00	0
MARR SPA	475,654,600.00	6	MONDO TV SPA	34,418,340.00	1
IMMOBILIARE GRANDE DISTRIBUZ	440,061,700.00	8	GRUPPO MINERALI MAFFEI	33,060,940.00	0
PREMAFIN FINANZIARIA	423,881,400.00	2	B&C SPEAKERS SPA	32,890,000.00	0
SAVE SPA	415,050,000.00	2	GEFRAN SPA	32,436,000.00	0
ESPRINET SPA	414,518,300.00	2	RICHARD-GINORI 1735 SPA	30,821,430.00	0
ASCOPIAVE SPA	396,624,400.00	3	BEE TEAM	30,645,900.00	0
DEA CAPITAL SPA	394,916,400.00	1	RCF GROUP SPA	29,920,000.00	2
BANCA PROFILO SPA	392,711,700.00	0	DIGITAL BROS	29,068,320.00	0
BREMBO SPA	392,358,600.00	11	COMPAGNIA IMMOBILIARE AZIONA	28,519,230.00	0
PIRELLI & C REAL ESTATE SPA	380,209,600.00	8	CDC POINT SPA	28,452,460.00	0
GEWISS SPA	378,000,000.00	1	CENTRALE DEL LATTE DI TORINO	26,525,000.00	1
YOOX SPA	367,988,600.00	3	NOEMALIFE SPA	26,028,990.00	1
LANDI RENZO SPA	366,468,800.00	10	ARENA SPA	25,485,750.00	0
INTERPUMP GROUP SPA	363,356,400.00	7	ENERVIT	24,742,000.00	1
NICE SPA	359,310,000.00	4	ANTICHI PELLETTIERI SPA	23,386,650.00	1
ZIGNAGO VETRO SPA	359,200,000.00	4	CENTRO HL DISTRIBUZIONE SPA	23,230,680.00	0
SNAI SPA	349,306,700.00	2	SOCIETA SPORTIVA LAZIO SPA	22,692,540.00	0
SEAT PAGINE GIALLE	342,195,000.00	16	GRUPPO CERAMICHE RICCHETTI	21,232,840.00	0
IMMSI SPA	324,838,800.00	2	FIDIA SPA	21,145,180.00	1
TISCALI SPA	315,333,700.00	8	TXT E-SOLUTIONS SPA	18,112,580.00	1
ENGINEERING INGEGNERIA INFO	304,625,000.00	2	CAPE LISTED INVESTMENT VEHIC	16,992,600.00	0
BANCA POPOLARE DELL'ETRURIA	286,967,500.00	3	MONTI ASCENSORI SPA	15,973,840.00	0
CALTAGIRONE EDITORE	272,500,000.00	2	VINCENZO ZUCCHI S.P.A.	15,919,600.00	1
SOGEFI	271,821,400.00	7	IT WAY SPA	15,637,390.00	0
ALERION CLEANPOWER	270,449,200.00	3	INVESTIMENTI E SVILUPPO	15,604,500.00	0
GAS PLUS	267,212,200.00	1	OLIDATA SPA	14,603,000.00	0
BANCA IFIS SPA	264,797,200.00	2	CALEFFI SPA	14,125,000.00	2
TELECOM ITALIA MEDIA SPA	262,642,500.00	5	SNIA SPA	14,072,910.00	0
MITTEL SPA	260,866,700.00	1	POLIGRAFICA SAN FAUSTINO SPA	13,684,470.00	1
VITTORIA ASSICURAZIONI SPA	256,488,200.00	2	EUTELIA	13,345,280.00	0
ACTELIOS SPA	254,984,400.00	2	FULLSIX	12,971,490.00	0
ACOTEL GROUP SPA	254,787,000.00	1	BEST UNION	12,801,410.00	1
CAIRO COMMUNICATIONS SPA	238,947,400.00	5	ROSSS SPA	11,564,210.00	0
IL SOLE 24 ORE	236,133,100.00	4	LA GIOVANNI CRESPI SPA	11,514,000.00	0
ACEGAS-APS SPA	231,735,800.00	2	BIOERA	9,044,749.00	0
DATALOGIC SPA	225,019,000.00	1	FINARTE CASA D`ASTE	8,423,456.00	0
BANCA FINNAT EURAMERICA SPA	208,474,600.00	0	YORKVILLE BHN	6,420,729.00	0
VIANINI LAVORI S.P.A.	205,410,300.00	0	FILATURA DI POLLONE SPA	6,283,500.00	0
SABAF SPA	199,298,000.00	4	MONDO HOME ENTERTAINMENT	3,285,700.00	0
BASICNET SPA	193,959,700.00	0			

Capitolo Quarto

“Misura ciò che è misurabile e rendi misurabile ciò che non è misurabile”
Galileo Galilei

Analisi empirica

L'analisi che segue ha come obiettivo la costruzione di un modello relativamente semplice che tenti di verificare la correlazione esistente tra l'attività dell'Investor Relations e la dinamica del valore dell'impresa. Nel testo sono stati evidenziati una serie di contributi teorici, le cui conclusioni, se concatenate, costituiscono quella che è stata chiamata la “Catena del Valore” dell'Investor Relations. Nel modello l'approccio sarà il medesimo, nel senso che si tenterà di dimostrare come l'attività dell'Investor Relator può essere in grado di condizionare, in modo indiretto, il valore delle azioni. I passaggi, che costituiscono l'analisi, saranno avvalorati tutti dal riscontro di possibili correlazioni a livello empirico. Risulta opportuno ribadire la premessa fondamentale che è alla base dell'intero lavoro: l'attività dell'Investor Relations non ha la capacità di creare valore, prescindendo dal business dell'impresa; ciò significa che il valore reale aumenta (o diminuisce) per merito dell'operatività dell'impresa, del suo impegno nel settore in cui opera, dell'efficienza che riesce a raggiungere, delle sinergie che è in grado di creare e sfruttare. L'IR diffonde, tra gli investitori, la consapevolezza di quali siano le dinamiche che sono alla base di tale valore, al fine di sostenere l'andamento del corso azionario; la comunicazione finanziaria, dunque,

apporta il proprio valore solamente in via consequenziale rispetto alle scelte operative della società.

Premesse

Ai fini della comprensione dell'analisi sono indispensabili due premesse. La prima riguarda il fatto che il lavoro ha come oggetto grandezze, quali il coefficiente di rischiosità delle imprese, la misura della liquidità dei titoli, i rendimenti delle azioni nel tempo, che risultano condizionate da un elevato numero di fattori esogeni ed endogeni; l'imprevedibilità del mercato di borsa esclude in maniera netta la possibilità di tenere conto, in uno studio di questo tipo, di tutti gli aspetti che, nella realtà, influenzano l'andamento dei titoli. Per tale motivo le conclusioni a cui si giungerà potranno essere significative, ma sarà necessario fare attenzione a non cadere nella tentazione di procedere a generalizzazioni eccessive, che potrebbero, per via di ciò che è stato ricordato fino ad ora, essere fuorvianti.

La seconda considerazione fondamentale, maggiormente inerente al tema trattato, consiste nel chiarire che l'Investor Relations si occupa di moltissimi aspetti che riguardano l'attività d'impresa, non soltanto circoscritti alla sfera della comunicazione finanziaria. L'efficace diffusione del valore aziendale prevede l'implementazione complessa e articolata di una serie di attività, che agiscono sulla sfera della percezione dei soggetti a cui sono rivolte; per tale motivo è compito molto complesso cercare di fornire un giudizio complessivo sull'operato dell'IR, in grado di cogliere tutti gli aspetti della sua attività di breve e lungo periodo¹⁷¹. Si procederà, dunque, a circoscrivere l'analisi

¹⁷¹ In proposito Marcus e Wallace scrivono: "where once investor relations was a matter of press release, shareholder reports and analyst meetings, it's now a much broader array of skills, techniques, and strategies". Cfr. Marcus B. W., Wallace S. L., "New dimensions in investor relations: competing for capital in the 21st century", John Wiley and Sons (1997). Inoltre si veda Corvi E., "Comunicazione d'impresa e Investor Relation – La gestione della comunicazione economico-finanziaria" Milano, Egea, 2000; Ryan T. M., Jacobs C. A., "Using Investor relations to Maximize

solamente ad una delle molte leve che l'Investor Relator sfrutta per raggiungere il proprio scopo di diffusione del valore intrinseco aziendale. L'importanza della precisazione appena riportata risiede nella volontà di scongiurare la possibilità che, dallo studio, possa scaturire una visione distorta e limitante della funzione aziendale in esame.

Le ipotesi del modello

Come già ricordato il modello si fonderà sulla dimostrazione empirica di tutti i passaggi che lo costituiscono; al tal fine si è deciso di scegliere come *panel* di imprese quelle che compongono l'indice azionario Ftse Mid Cap italiano; si tratta di 60 imprese che presentano una capitalizzazione compresa tra €320mn e €5mld. L'intervallo temporale di osservazione va da gennaio 2008 a maggio 2010.

L'analisi sarà fondata su un set di informazioni che verranno utilizzate ai fini dello studio; esse sono:

- l'evoluzione del numero degli analisti nel corso del tempo;
- i prezzi *bid* e *ask* delle azioni delle imprese oggetto di studio per ogni giorno dell'intervallo temporale considerato¹⁷²;
- i prezzi di negoziazione alla chiusura di ogni giorno all'interno del periodo considerato;
- la struttura finanziaria, composta da valore dell'equity e posizione finanziaria netta, delle imprese del *panel*;
- il costo del capitale proprio di ciascuna impresa.

equity Valuation”, John Wiley & Sons (2004); Anand M.S., “Investor Relations”, Icfaj University Press (2007); Rieves R.A., Lefebvre J., “Investor relations for the emerging company”, John Wiley and Sons (2002); Marcus B., “Competing for capital: investor relations in a dynamic world”, John Wiley and Sons (2005).

¹⁷² Verranno impiegati, ai fini dell'analisi, i prezzi di chiusura giornalieri.

Nel seguito le informazioni appena elencate saranno oggetto di un approfondimento, al fine di contestualizzare e chiarire la loro importanza all'interno dell'analisi che si intende svolgere.

Misura di performance dell'Investor Relator

Come è stato già messo ampiamente in evidenza misurare la performance dell'Investor Relations non è un'operazione facile, vista l'ampiezza del range delle attività che riguardano tale funzione e soprattutto la particolarità e volatilità del contesto in cui vengono svolte: il mercato borsistico. Certamente uno degli aspetti più importanti per quanto riguarda l'operato dell'IR è la gestione del rapporto con gli analisti finanziari, i cui studi azionari garantiscono una forte visibilità al titolo tra gli investitori. Si ipotizzerà, dunque, che l'aumento nel tempo del numero degli analisti che seguono l'azione possa rappresentare un valido strumento in grado di giudicare la performance dell'IR; infatti una comunicazione tempestiva, efficace e trasparente potrebbe, *ceteris paribus*, indurre più analisti a studiare l'impresa e ad emettere, di conseguenza, studi azionari su di essa. Ovviamente gli analisti sono interessati a "coprire" titoli in grado di suscitare l'interesse di un numero elevato di investitori, le cui conseguenti negoziazioni si traducono in commissioni per le banche di investimento per le quali gli analisti stessi lavorano; ciò implica che in presenza di una comunicazione ottima, ma di un'impresa che non ha le potenzialità di creare valore, l'attività dell'Investor Relations difficilmente attirerà un numero elevato di analisti finanziari¹⁷³.

Dunque la *proxy* che verrà utilizzata per valutare l'attività dell'Investor Relations è il cambiamento del numero degli analisti nel tempo. La scelta dell'indice azionario, il Ftse Mid Cap Italia, è strettamente collegata a tale

¹⁷³ In merito Ryan e Jacobs scrivono che: "IR should help the analysts plant the seed for trading commissions and banking fees by creating economic events that generate these commissions and fees and create paydays for the analysts and their investment banks". Cfr. Ryan T. M., Jacobs C. A., "Using Investor relations to Maximize equity Valuation", John Wiley & Sons (2004) p. 19.

ipotesi: se si fosse scelto un altro *panel* di imprese, per esempio quelle appartenenti all'indice Ftse Large Cap o al Ftse Mib, ci si troverebbe di fronte a realtà aziendali molto grandi, la cui visibilità rende i volumi di negoziazione medi giornalieri straordinariamente elevati, provocando un naturale e spontaneo interesse degli analisti ad avviare la copertura dei titoli; la presenza nel Ftse Mid Cap di società che, pur di medie dimensioni, non presentano le caratteristiche delle *big companies*, garantisce, secondo il modello che è stato pensato, che la misura di performance dell'attività degli analisti non risulti falsata. Prima di procedere alla descrizione dettagliata è fondamentale, però, ribadire che tale ipotesi non può che condurre ad una valutazione dell'operato dell'IR parziale ed assolutamente incompleta, ma che può essere comunque significativa ai fini dell'analisi.

Il primo passo è quello di costruire un indice di performance dell'IR, di seguito chiamato IR_{PERF} , sfruttando i dati a disposizione sull'evoluzione nel tempo del numero di analisti che effettuano la copertura sulle imprese del *panel* considerato; conoscendo il numero di analisti all'inizio (A_0) e alla fine (A_T) del periodo di analisi, è possibile calcolare la loro variazione percentuale, con la formula:

$$IR_{PERF} = A_T / A_0 - 1 \quad (4.1)$$

Tale algoritmo presenta, tuttavia, un forte limite; si tratta, infatti, di un'espressione di variazione relativa il cui contributo non è sufficiente alla costruzione dell'indice ricercato. Per chiarire tale aspetto, si pensi, ad esempio, a due imprese, di cui la prima ha visto il numero degli analisti passare da 1 a 2 nel periodo preso in esame, mentre la seconda da 10 a 20; l'indice, nella versione non corretta, risulterebbe pari ad 1 (o al 100%) in entrambe le situazioni, rendendole identiche sul piano dinamico. E' evidente, al contrario, che le due situazioni sono profondamente differenti. Per questo motivo è necessario correggere la percentuale ottenuta con la formula 4.1 per

tenere conto anche della variazione assoluta del numero degli analisti finanziari. L'indice da utilizzare sarà:

$$IR_{PERF} = \left[\frac{A_T}{A_0} - 1 \right] * [A_T - A_0.] \quad (4.2)$$

Il dato così calcolato risulta adatto a rappresentare un metro di valutazione delle performance dell'Investor Relations, per quanto riguarda il circoscritto ambito del rapporto con gli analisti finanziari.

Il premio per il rischio di illiquidità

Il secondo fattore da tenere in considerazione ai fini dell'analisi è il livello di liquidità dei titoli, inteso come la facilità con cui un investitore riesce ad acquistare o vendere un'azione sul mercato; tale aspetto è fortemente condizionato dai costi di transazione espliciti ed impliciti che gli operatori sono costretti a pagare nel momento in cui effettuano le negoziazioni. La misura dell'illiquidità di ogni titolo considerato sarà costituita dal *bid-ask spread*, indicato nel seguito semplicemente con la lettera *S* e calcolato come differenza tra il prezzo ask e il prezzo bid. Nella maggior parte dei casi, tra le due configurazioni di prezzo, il primo è maggiore del secondo, ma sono stati riscontrati casi, durante l'analisi, in cui è accaduto il contrario; si è deciso, pertanto, di utilizzare tale differenziale in valore assoluto, dato che l'entità del segno non conta ai fini dello studio¹⁷⁴. Successivamente per ogni giorno è stata calcolata la media dei *bid-ask spread*, riportati da ciascuna impresa; con i dati a disposizione è stato possibile costruire, sfruttando la metodologia di calcolo del β del *Capital Asset Pricing Model*, un *liquidity beta* che sarà indicato con il simbolo β_S :

¹⁷⁴ In un mercato efficiente, è bene ricordarlo, la differenza tra prezzo bid e prezzo ask dovrebbe tendere a zero. La presenza di un differenziale positivo in valore assoluto, basta a sostenere l'inefficienza e la presenza di costi di transazione che gli operatori sono costretti a sostenere.

$$\beta_S = \frac{Cov(S_M; S_i)}{Var(S_M)} \quad (4.3)$$

L'indice β_S sarà tanto più grande quanto maggiore sarà l'illiquidità del titolo in esame, rispetto alla media di tutte le imprese appartenenti all'indice Ftse Mid Cap.

Non a caso si è scelto di nominare tale grandezza *liquidity beta* e di attribuirle il simbolo β_S : si tratta, infatti, di un coefficiente di rischio che aumenta con il crescere dell'illiquidità dei titoli e come tale contribuisce alla determinazione del costo del capitale proprio.

La costruzione del β di mercato

Il terzo dato di input necessario per l'analisi è rappresentato dai prezzi di negoziazione giornalieri, relativi ai titoli delle imprese appartenenti al *panel*, alla chiusura del mercato. Conoscendo i prezzi è possibile ricavare il rendimento giornaliero di ogni azione e, di conseguenza, avere a disposizione la serie storica dei rendimenti per il periodo temporale considerato. Tutto ciò è strumentale per il calcolo del coefficiente di rischio sistematico β , attraverso la formula 4.3.

La struttura finanziaria

E' noto dalla teoria che la rischio è fortemente influenzata dalla struttura finanziaria che l'impresa presenta. E' probabile infatti che una società molto indebitata rappresenti un'opportunità di investimento maggiormente rischiosa rispetto ad una società che si finanzia esclusivamente tramite capitale proprio. Il β di mercato della singola impresa incorpora al suo interno la rischio insita nella struttura finanziaria. Per tale motivo, al fine di poter procedere a dei confronti significativi è necessario "depurare" il coefficiente di

rischiosità precedentemente calcolato per tenere conto del diverso livello di indebitamento delle imprese considerate e ottenere il cosiddetto $\beta_{\text{Unlevered}}$.

Per fare ciò si ricorrerà alla formula di Hamada¹⁷⁵, che permette di ricavare il $\beta_{\text{Unlevered}}$ conoscendo il β_{Levered} e viceversa.

La formula è la seguente:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{\left\{1 + \left[\frac{D}{E} * (1 - t_c)\right]\right\}} \quad (4.4)$$

dove con D viene indicata la posizione finanziaria netta dell'impresa e con E il valore dei mezzi propri; t_c rappresenta l'aliquota di imposta, che verrà considerata pari al 30% per tutte le imprese del *panel*. Per quanto riguarda il valore dell'*equity*, verrà preso in considerazione il valore della capitalizzazione di mercato delle imprese in esame.

Il costo del capitale proprio

Si tratta di un valore che viene direttamente estrapolato dalla banca dati¹⁷⁶ dalle quali vengono tratte tutte le altre informazioni. Il calcolo è effettuato secondo il metodo del CAPM¹⁷⁷.

Il modello della “Catena del Valore” dell'IR

Lo scopo del modello è quello di costruire le correlazioni gli indici che sono stati descritti in modo dettagliato nei precedenti paragrafi, per giungere a definire una serie di relazioni concatenate che dimostrino come l'attività

¹⁷⁵ Hamada R., “The effect of the firm’s capital structure on the systematic risk of common stock”, *Journal of Finance*, n.27, 1972

¹⁷⁶ Bloomberg

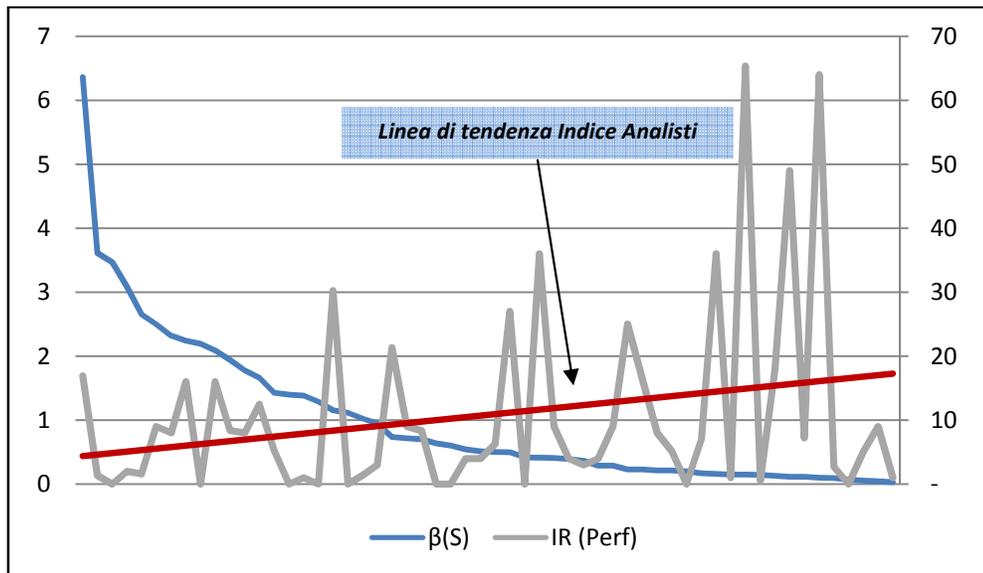
¹⁷⁷ Sharpe W.F., “Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk,” *Journal of Finance* (1964), Vol 19, n. 3, pp. 425-442.

dell'Investor Relations sia in grado di garantire una più efficace diffusione del valore e, come possibile conseguenza, un incremento dello stesso. Per maggiore chiarezza espositiva si procederà ad una suddivisione del modello in fasi.

La prima fase

Il primo *step* del modello consiste nel dimostrare la correlazione esistente tra l' IR_{PERF} e il β_S . In base ai contributi che sono stati riportati fino a questo momento, la correlazione tra le due grandezze dovrebbe risultare negativa, ossia al crescere della prima dovrebbe diminuire la seconda. Un maggiore sforzo da parte dell'IR per migliorare la trasparenza e quindi attrarre un maggior numero di analisti finanziari per la copertura del titolo, dovrebbe condurre ad una riduzione del rischio implicito di illiquidità calcolato tramite lo *spread* tra prezzo *ask* e prezzo *bid*. Un risultato parziale dell'analisi empirica è mostrato nel grafico sottostante:

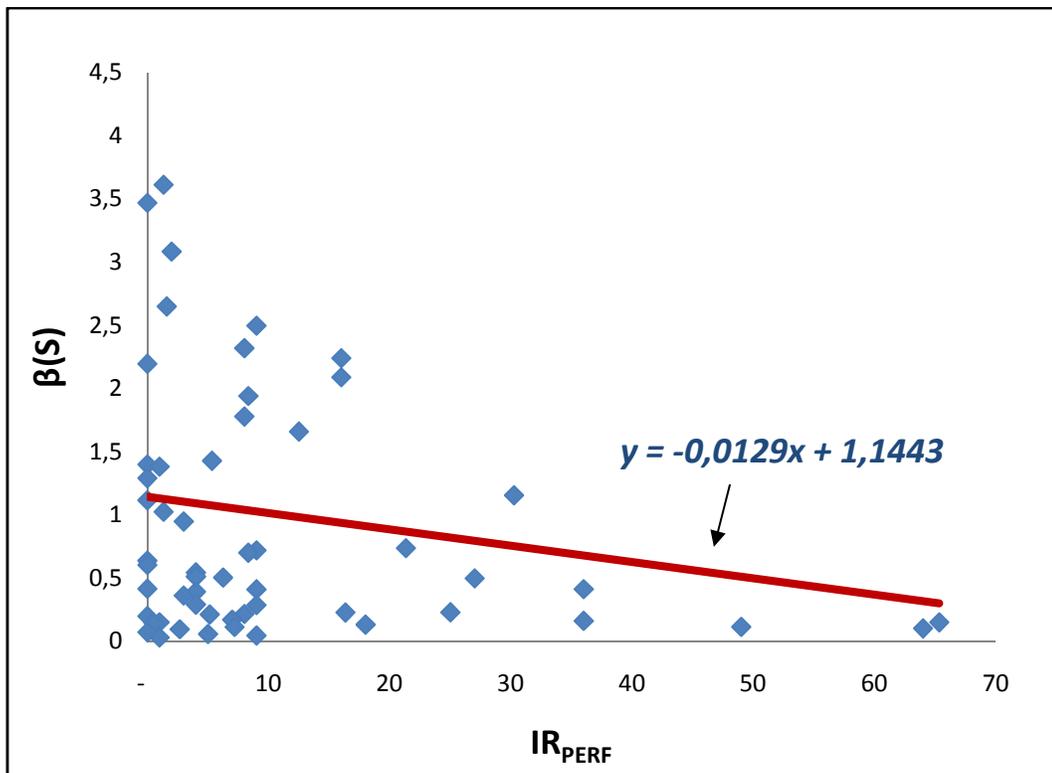
Figura 4.1



Fonte: Bloomberg

La costruzione del grafico è stata effettuata mettendo in relazione i β_S delle imprese considerate (ordinati appositamente in ordine decrescente) con i rispettivi IR_{PERF} ; si può notare che la curva dell'evoluzione degli analisti, i cui valori sono riportati nell'asse destro, presenta un andamento decisamente positivo, completamente opposto a quello del β_S , che invece è decrescente. Il grafico presentato permette, tuttavia, di comprendere e dimostrare il fenomeno solamente in modo parziale. Per completare l'analisi del primo passaggio e stabilire esattamente la tipologia di relazione esistente è necessario costruire un secondo grafico che illustri la retta di regressione tra le due grandezze.

Figura 4.2



Fonte: Bloomberg

Il grafico in figura 4.2 riporta sull'asse delle ascisse il valore dell'indice di performance dell'IR e su quello delle ordinate il β_S . La retta di regressione,

presentando un coefficiente angolare negativo (-0,0129), indica l'esistenza di una relazione inversamente proporzionale tra le due grandezze considerate: vi deriva che all'aumento dell'indice che misura la qualità della performance dell'Investor Relations corrisponde una diminuzione del coefficiente di rischio relativo all'illiquidità dei titoli.

Figura 4.3



Fonte: Elaborazione personale

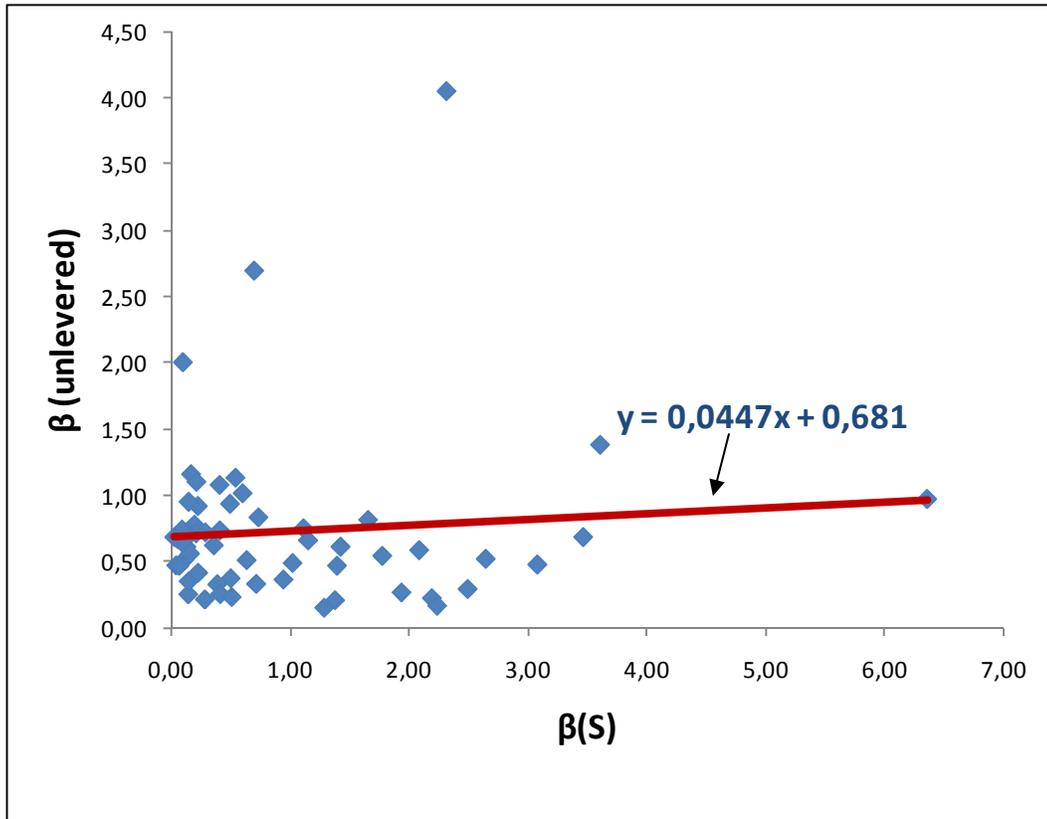
Il risultato della prima fase consente di completare il primo anello della "Catena del Valore" dell'Investor Relations, come mostrato in figura 4.3

La seconda fase

La seconda fase del modello ha come obiettivo quello di dimostrare la correlazione esistente tra il β_S e il più noto coefficiente di rischio utilizzato nel CAPM, il β . Non è possibile, però, prendere in esame il β di mercato, ma è necessario utilizzare il $\beta_{Unlevered}$ per i motivi, già esposti precedentemente,

riguardanti la considerazione della differente struttura finanziaria delle singole imprese.

Figura 4.4



Fonte: Bloomberg

Il grafico in figura 4.4 riporta i valori del β_S sull'asse delle ascisse e quelli del $\beta_{\text{Unlevered}}$ sull'asse delle ordinate. E' possibile osservare come la retta di regressione abbia un coefficiente angolare positivo, il che consente di affermare che la relazione tra le due grandezze è direttamente proporzionale: al crescere della prima, cresce anche la seconda. La diminuzione del coefficiente di rischiosità per l'illiquidità dei titoli considerati, provoca la riduzione della rischiosità sistematica dell'impresa.

Figura 4.5



Fonte: Elaborazione personale

La fase appena descritta del modello permette di completare il secondo anello della "Catena del Valore" dell'IR, come mostrato in figura 4.5.

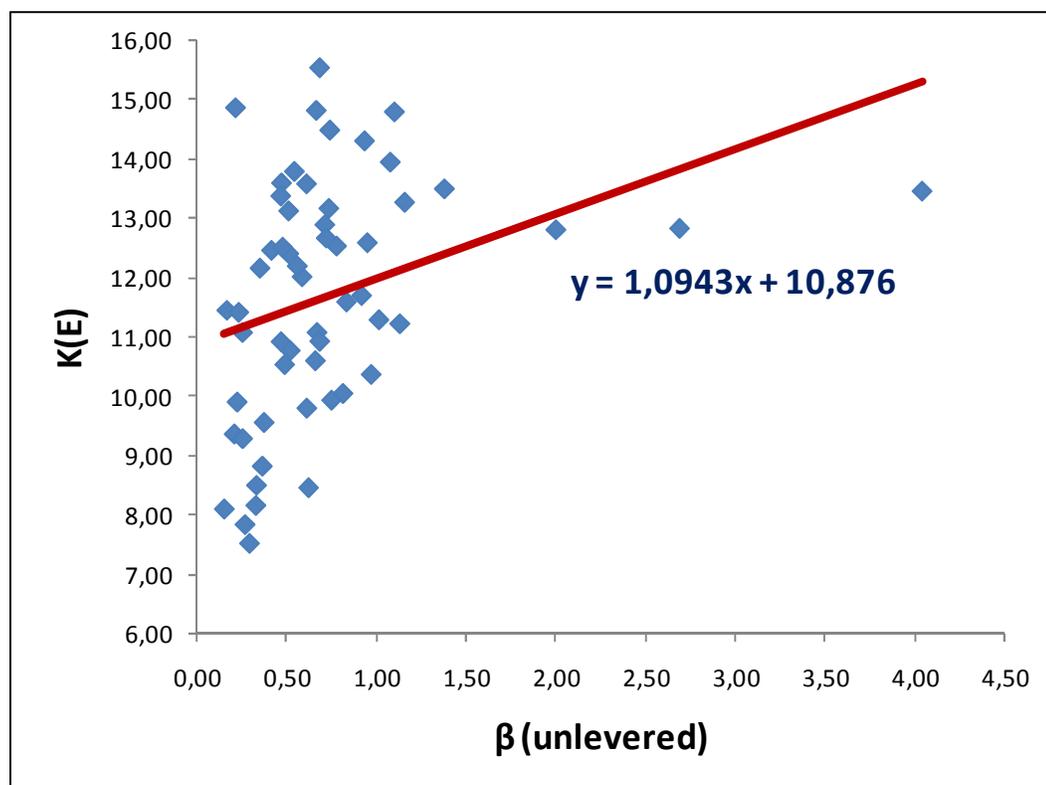
La terza fase

A questo punto, è necessario dimostrare a livello empirico una relazione che in realtà è già ampiamente confermata dalla teoria sulla finanza d'impresa¹⁷⁸;

¹⁷⁸ In proposito vedi Damodaran A., "Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount" (2005); Damodaran A., "Valutazione delle aziende", Apogeo (2002) traduzione italiana di Damodaran A., "The dark side of valuation: valuing the old tech, new tech, and the new economy companies", Prentice Hall, Inc (2001); Guatri L., "Trattato sulla valutazione delle aziende", Egea (1998); Guatri L., Massari M., "La diffusione del valore", Egea (1992); Reboa M., "Proprietà e controllo di impresa" Giuffré Editore (2002); Brennan M.J., Subrahmanyam A., "Market Microstructure and Asset Pricing: on the compensation for Illiquidity in stock returns", Journal of Financial Economics, 41 (1996), pp 441-464; Brennan M.J., Subrahmanyam A., "Investment analysis and price formation in securities markets", Journal of Financial Economics, 38 (1995), pp 361-381; Kyle A.S., "Continuous Auctions and Insider Trading", Econometrica, Vol.53, n.6, 1985, p 1316; Amihud Y., "Illiquidity and

si tratta della relazione tra il β e il costo del capitale proprio che verrà indicato con K_E . Va ricordato, però, che non si sta utilizzando il β di mercato semplice, ma quello nella configurazione *unlevered*;

Figura 4.6



Fonte: Bloomberg

Come era possibile prevedere, la relazione tra le due grandezze è ampiamente positiva, dal momento che la pendenza della retta di regressione risulta maggiore di zero. Una riduzione del coefficiente di rischio sistemica, permette al costo del capitale proprio di diminuire.

stock returns: Cross-section and time series effects”, *Journal of Financial Markets*, 5, pp 31-56; Amihud Y., Mendelson H., “Asset pricing and the bid-ask spread”, *Journal of Financial Economics*, 17 (1986) pp 223-249; Subramanian A., Jarrow R.A., “The liquidity Discount”, *Mathematical Finance*, vol. 11, n.4 (2001), pp 447-474; Lo A.W., Mamayasky H., Wang J., “Asset pricing and trading volume under fixed transactions costs”, Working paper, Yale International Center of Finance.

In questo modo è possibile procedere al completamento anche del terzo ed ultimo anello della catena, come mostrato dalla figura sottostante. Una diminuzione del costo del capitale proprio comporta senza alcun dubbio un aumento del valore che scaturisce dai processi valutativi del capitale economico. Il costo del capitale funge, infatti, da tasso di sconto nei metodi *equity*, ma assume importanza rilevante anche nel calcolo del wacc, che rappresenta il tasso a cui vengono attualizzate le grandezze operative, nei metodi *entity*.

Figura 4.7



Fonte: Elaborazione personale

Nella pagina seguente è stata inserita una tabella che riporta il nome delle società che sono state considerate ai fini dell'analisi e tutte le rispettive grandezze utilizzate nella costruzione della "Catena del Valore" dell'IR.

La tabella è stata divisa in diverse sezioni verticali, la cui logica sottostante è quella di separare i diversi dati utilizzati nelle diverse fasi del modello

sviluppato. La prima sezione (a destra dei nomi delle società) riporta i dati dell'indice IR_{PERF} e del β_S , la seconda riporta i dati utili alla costruzione del $\beta_{Unlevered}$ e infine, l'ultima colonna, mostra i dati, ricavati da Bloomberg, sul costo del capitale proprio delle imprese analizzate. Tali grandezze sono state utilizzate per costruire i grafici a dispersione e le rette di regressione riportate in precedenza.

Società	IR (Perf)	$\beta(S)$	β (mercato)	D/E	1-t(c)	β (unlevered)	K(E) Bloomberg
ACEA SPA	6,25	0,50	0,65	1,05	0,70	0,37	9,56
AMPLIFON SPA	9,00	0,41	1,51	0,57	0,70	1,08	13,93
ASCOPIAVE SPA	4,00	0,39	0,38	0,21	0,70	0,33	8,17
ASTALDI SPA	36,00	0,41	1,28	1,06	0,70	0,73	13,16
AUTOSTRADA TORINO-MILANO SPA	0,00	0,64	1,19	1,91	0,70	0,51	13,11
BANCO DESIO E DELLA BRIANZA	1,00	1,38	0,63	2,93	0,70	0,21	9,36
BENETTON GROUP SPA	21,33	0,74	1,19	0,62	0,70	0,83	11,58
BANCA GENERALI SPA	8,33	0,70	1,29	-0,74	0,70	2,69	12,82
BANCA INTERMOBILIARE SPA	0,00	2,19	0,52	1,91	0,70	0,22	9,90
BENI STABILI SPA	9,00	0,04	1,11	1,93	0,70	0,47	13,58
BANCA POPOL EMILIA ROMAGNA	16,00	2,24	0,78	5,34	0,70	0,17	11,44
BANCA POPOLARE DI SONDRIO	0,00	1,40	0,73	0,81	0,70	0,47	10,92
CATTOLICA ASSICURAZIONI SCRL	1,33	3,61	1,14	-0,25	0,70	1,38	13,48
CREDITO EMILIANO SPA	9,00	0,29	1,20	6,56	0,70	0,21	14,85
CEMENTIR HOLDING SPA	0,00	0,20	1,25	0,86	0,70	0,78	12,52
COFIDE SPA	0,50	0,15	1,08	4,67	0,70	0,25	11,07
CREDITO ARTIGIANO	0,00	0,41	0,49	1,31	0,70	0,25	9,29
BANCA CARIGE SPA	1,00	0,15	0,97	2,54	0,70	0,35	12,15
PICCOLO CREDITO VALTELLINESE	4,00	0,51	0,89	4,10	0,70	0,23	11,41
DANIELI & CO	8,00	2,32	1,45	-0,92	0,70	4,04	13,45
DEA CAPITAL SPA	0,00	0,60	0,81	-0,29	0,70	1,01	11,28
DIASORIN SPA	8,33	1,94	0,27	0,01	0,70	0,27	7,84
DE'LONGHI SPA	16,00	2,09	0,95	0,90	0,70	0,59	12,01
EDISON SPA	5,00	0,06	0,95	0,60	0,70	0,67	11,07
ENIA SPA	8,00	1,78	0,93	1,01	0,70	0,54	13,78
ERG SPA	30,25	1,15	0,95	0,64	0,70	0,66	10,60
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	7,00	0,17	1,50	0,42	0,70	1,16	13,26
FASTWEB SPA	1,60	2,65	0,87	0,97	0,70	0,52	10,77
GRUPPO COIN SPA	5,33	1,43	0,95	0,79	0,70	0,61	9,80
GEMINA SPA	1,00	0,03	1,47	1,65	0,70	0,68	15,52
GEWISS SPA	0,00	1,12	0,69	-0,11	0,70	0,75	9,93
HERA SPA	7,20	0,11	0,83	0,89	0,70	0,51	12,40
IMMOBILIARE GRANDE DISTRIBUZ	18,00	0,13	1,34	1,72	0,70	0,61	13,57
INDUSTRIA MACCHINE AUTOMATIC	9,00	2,50	0,36	0,34	0,70	0,29	7,53
INDESIT CO SPA	27,00	0,50	1,54	0,92	0,70	0,93	14,29
INTERPUMP GROUP SPA	36,00	0,16	0,81	0,64	0,70	0,56	12,19
IRIDE SPA	25,00	0,23	0,87	1,58	0,70	0,41	12,45
ITALMOBILIARE SPA	2,00	3,08	1,34	2,60	0,70	0,48	12,50
MARR SPA	3,00	0,95	0,47	0,40	0,70	0,36	8,82
MILANO ASSICURAZIONI	8,00	0,21	1,15	0,07	0,70	1,10	14,78
ARNOLDO MONDADORI EDITORE	5,14	0,21	1,01	0,59	0,70	0,71	12,88
MAIRE TECNIMONT SPA	64,00	0,10	1,40	-0,43	0,70	2,00	12,80
PREMAFIN FINANZIARIA	0,00	1,29	0,67	4,88	0,70	0,15	8,11
PIAGGIO & C. S.P.A.	16,33	0,23	1,32	0,63	0,70	0,92	11,69
BANCA PROFILO SPA	0,00	0,07	1,43	2,96	0,70	0,47	13,36
PIRELLI & C REAL ESTATE SPA	49,00	0,11	1,79	2,42	0,70	0,66	14,80
ESPRINET SPA	4,00	0,54	1,26	0,16	0,70	1,13	11,22
RCS MEDIAGROUP SPA	2,67	0,09	1,41	1,29	0,70	0,74	14,47
RECORDATI SPA	3,00	0,36	0,65	0,07	0,70	0,62	8,46
SAVE SPA	0,00	3,47	0,78	0,21	0,70	0,68	10,92
SIAS SPA	1,33	1,02	0,87	1,13	0,70	0,49	10,53
SORIN SPA	4,00	0,29	1,08	0,71	0,70	0,72	12,66
SARAS SPA	65,33	0,15	1,04	0,13	0,70	0,95	12,58
TREVI FINANZIARIA SPA	12,50	1,66	1,11	0,52	0,70	0,81	10,05
TOD'S SPA	16,90	6,36	0,93	-0,06	0,70	0,97	10,37
ZIGNAGO VETRO SPA	9,00	0,72	0,37	0,18	0,70	0,33	8,50

I limiti del modello

Prima di procedere all'analisi di scenario, sfruttando le conclusioni del modello appena presentato, è opportuno mettere in evidenza quali siano alcuni dei limiti fondamentali di quest'ultimo. In primo luogo si può sostenere, senza dubbio, che le rette di regressioni, pur rappresentando uno strumento statistico dalle potenzialità notevoli, possono nascondere notevoli insidie e rischi di rappresentazione errata della realtà considerata. Ciò è ancora più vero nel caso del modello presentato che sfrutta, come input, grandezze scaturite dalle negoziazioni sul mercato azionario, caratterizzate da una fortissima volatilità. Un ulteriore limite potrebbe essere rappresentato dal fatto che si è preso in esame un *panel* di imprese non molto vasto, all'interno di un orizzonte temporale, anche questo, non esteso; i due aspetti conducono ad affermare che si tratta di un modello, le cui conclusioni non sono completamente generalizzabili. Inoltre si è proceduto a considerare come *proxy* di liquidità solamente il *bid-ask spread*, quando invece, è stato già scritto, una grandezza così difficile da rintracciare può essere misurata attraverso la combinazione di più fattori. L'ultimo punto che è opportuno ricordare riguarda il fatto che si è cercato di legare al valore delle azioni un aspetto, quello dell'attività dell'Investor Relations, che risulta difficilissimo da monitorare e valutare a livello quantitativo.

Nonostante i punti citati ci si sente di affermare che l'analisi riportata raggiunge un buon livello di significatività, soprattutto per quanto riguarda il coefficienti che sono stati costruiti per la misurazione dei vari aspetti che costituiscono le basi del modello.

L'analisi di scenario

Conclusa la dimostrazione della relazione indiretta che esiste tra l'attività dell'IR e il costo del capitale e quindi il valore dell'impresa, è possibile procedere alla costruzione di un modello di valutazione, il cui fine è quello di quantificare l'effetto di tale relazione. Si tratterà di un'analisi di scenario in cui verrà mostrato come l'IR sia concretamente in grado di ridurre il costo del capitale proprio e quindi di aumentare il valore dell'impresa e il *target price* del titolo. E' importante, a riguardo, precisare che il *target price* è l'indicazione di prezzo che gli analisti finanziari forniscono al mercato: se questo supera il prezzo di mercato del titolo, il "consiglio" che gli analisti daranno agli investitori sarà quello di comprare. Nel momento in cui le operazioni di acquisto sono effettuate il prezzo di mercato del titolo aumenta, provocando un incremento della capitalizzazione di mercato. Questa catena di eventi dimostra il motivo per cui è così importante operare per ridurre il costo del capitale proprio dell'impresa, ossia il rischio che gli investitori devono sopportare acquistando le azioni.

Per quanto riguarda il modello, saranno costruiti due scenari in cui verrà messo in luce come si modifica il costo del capitale in funzione dell'operato dell'IR; il costo del capitale proprio sarà calcolato con la formula del *Capital Asset Pricing Model*, ma con due importanti modifiche che permettano di tenere conto del rischio di illiquidità. L'aggiunta di tale componente alla formula darà la possibilità di studiare in via analitica l'effetto quantitativo del cambiamento del coefficiente di rischiosità β_S .

Premesse

La valutazione verrà eseguita utilizzando l'*unlevered discounted cash flow*, secondo il quale i flussi di cassa operativi vengono attualizzati al costo medio

ponderato del capitale; il rischio di illiquidità andrà, ovviamente, ad avere un impatto sul costo del capitale proprio, come dimostrato in precedenza. Prima, però, di iniziare ad illustrare le ipotesi alla base del modello valutativo è opportuno fare una premessa importante: il β di mercato, elemento essenziale nel calcolo del costo del capitale, è una misura che, come noto, stima la rischiosità di un titolo attraverso lo studio della correlazione tra il rendimento del titolo e il rendimento di un indice di mercato, in un dato orizzonte temporale. Sembra plausibile ipotizzare che una misura così costruita, oltre ad essere influenzata da un numero molto elevato di variabili in gioco, consideri già al suo interno un certo sconto per la maggiore illiquidità di un titolo. Per questo motivo, al fine di raggiungere il risultato ricercato dal modello, è necessario trovare un modo per depurare il β di mercato dell'effetto dell'illiquidità, misurato attraverso l'ampiezza del *bid-ask spread*. In questo modo si potrà essere in grado di scindere le due componenti di rischiosità, in modo da studiare l'effetto sul valore solamente della seconda, lasciando invariata la prima. La strada migliore per riuscire in tale obiettivo è quella di calcolare il β , considerando i rendimenti che scaturiscono non dai prezzi di negoziazione del mercato, ma dalla configurazione di prezzo calcolata come media tra prezzo *ask* e prezzo *bid*. La comprensione di tale scelta è fondamentale per l'intera analisi; il rendimento calcolato con tale metodologia riesce ad eliminare l'effetto dello *spread* e quindi del costo implicito che gli investitori devono sostenere per via del livello di illiquidità dei titoli negoziati. In questo modo i titoli del *panel* diventano omogenei sul piano della liquidità. Una rappresentazione grafica può aiutare nella comprensione del passaggio dinanzi descritto.

Figura 4.8

	Prezzo di mercato titolo "x"	Rendimento titolo "x"	Rendimento medio titoli del <i>panel</i>
giorno 1	x(1)	R(1)	R(m1)
giorno 2	x(2)	R(2)	R(m2)
giorno 3	x(3)	R(3)	R(m3)
giorno 4	x(4)	R(4)	R(m4)
giorno 5	x(5)	R(5)	R(m5)

$$\beta = \frac{\text{Corr} [R(x); R(m)]}{\text{Var} [R(m)]}$$

In figura 4.8 è mostrata una semplificazione del calcolo del β di mercato nel modo canonico, considerando i rendimenti calcolabili utilizzando i prezzi di chiusura del titolo. La figura successiva, invece, illustra il metodo di calcolo del β "depurato" dall'effetto dell'illiquidità:

Figura 4.9

	Prezzo Ask titolo "x"	Prezzo Bid titolo "x"	Prezzo medio tra Ask e Bid	Rendimento Avg titolo "x"	Rendimento medio "Avg" titoli del <i>panel</i>
giorno 1	ask(1)	bid(1)	Avg(1)	R [Avg(1)]	R m [Avg(1)]
giorno 2	ask(2)	bid(2)	Avg(2)	R [Avg(2)]	R m [Avg(2)]
giorno 3	ask(3)	bid(3)	Avg(3)	R [Avg(3)]	R m [Avg(3)]
giorno 4	ask(4)	bid(4)	Avg(4)	R [Avg(4)]	R m [Avg(4)]
giorno 5	ask(5)	bid(5)	Avg(5)	R [Avg(5)]	R m [Avg(5)]

$$\beta = \frac{\text{Corr} [R(\text{Avg}); R m(\text{Avg})]}{\text{Var} [R m(\text{Avg})]}$$

Gli input del modello

Per la costruzione dei due scenari sarà utile l'analisi empirica svolta fino ad ora; in particolare verrà utilizzato lo stesso *panel* di imprese. L'input del modello verrà fornito da una delle conclusioni a cui si è giunti in precedenza.

La tabella nella pagina seguente mostra quali saranno i dati “sensibili”¹⁷⁹ che serviranno per il modello. Si tratta del coefficiente di rischiosità β , calcolato, però, seguendo la variante introdotta nella premessa (di seguito $\beta_{\text{Bid-Ask}}$), il β_S , ormai noto, l’illiquidità media del mercato, S_M e la struttura finanziaria delle imprese del *panel*.

¹⁷⁹ Tutti gli altri dati, considerati “non sensibili”, proprio perché tali saranno inseriti in modo arbitrario. Per dato “sensibile” si intende un numero che assume un’importanza basilare all’interno del modello. Tra i dati inventati ci sono i flussi di cassa operativi che, trovandosi al numeratore della formula di valutazione, non saranno modificati tra uno scenario e l’altro e non rappresentano una grandezza in correlazione con il costo del capitale o con il rischio di illiquidità. Come i flussi saranno ipotizzati il costo del debito, l’aliquota di imposta, il tasso *free-risk* e il premio di mercato; come si può vedere si tratta di grandezze che non hanno la possibilità di avere un impatto di alcun genere sull’analisi che si vuole portare avanti. Fondamentalmente se modificati in modo coerente con altri valori, il risultato dell’analisi non cambierebbe in modo significativo.

Le strategie di comunicazione al mercato nel caso Maire Tecnimont S.p.A.

Società	$\beta_{\text{Bid-Ask}}$	β_S	S_M	Equity (E)	Net Debt (PFN)	Enterprise Value (EV)	E/EV	PFN/EV
ACEA SPA	0,513	0,503	0,058	2077,583	2068,267	4145,850	0,501	0,499
AMPLIFON SPA	1,367	0,410	0,058	456,696	201,960	658,657	0,693	0,307
ASCOPIAVE SPA	0,390	0,390	0,058	357,737	75,192	432,929	0,826	0,174
ASTALDI SPA	1,353	0,412	0,058	486,061	497,466	983,527	0,494	0,506
AUTOSTRADA TORINO-MILANO SPA	0,968	0,637	0,058	785,368	1336,596	2121,965	0,370	0,630
BANCO DESIO E DELLA BRIANZA	0,597	1,381	0,058	647,923	1894,293	2542,216	0,255	0,745
BENETTON GROUP SPA	0,928	0,737	0,058	1236,484	724,894	1961,378	0,630	0,370
BANCA GENERALI SPA	1,993	0,700	0,058	617,729	-694,230	-76,501	-8,075	9,075
BANCA INTERMOBILIARE SPA	0,989	2,195	0,058	585,330	1023,767	1609,098	0,364	0,636
BENI STABILI SPA	1,637	0,044	0,058	1167,066	2191,738	3358,804	0,347	0,653
BANCA POPOL EMILIA ROMAGNA	0,227	2,240	0,058	2706,508	13894,197	16600,705	0,163	0,837
BANCA POPOLARE DI SONDRIO	0,112	1,398	0,058	2252,686	1927,387	4180,073	0,539	0,461
CATTOLICA ASSICURAZIONI SCRL	0,930	3,611	0,058	1359,218	-396,000	963,218	1,411	-0,411
CREDITO EMILIANO SPA	1,018	0,286	0,058	1582,782	9455,809	11038,591	0,143	0,857
CEMENTIR HOLDING SPA	2,137	0,198	0,058	555,988	423,702	979,690	0,568	0,432
COFIDE SPA	0,873	0,145	0,058	425,733	1791,064	2216,797	0,192	0,808
CREDITO ARTIGIANO	0,933	0,415	0,058	599,607	761,171	1360,778	0,441	0,559
BANCA CARIGE SPA	0,809	0,150	0,058	3900,201	9649,379	13549,581	0,288	0,712
PICCOLO CREDITO VALTELLINESE	0,739	0,511	0,058	1227,451	4939,944	6167,395	0,199	0,801
DANIELI & CO	1,254	2,318	0,058	1031,228	-750,360	280,868	3,672	-2,672
DEA CAPITAL SPA	0,684	0,603	0,058	447,853	-148,184	299,669	1,494	-0,494
DIASORIN SPA	0,219	1,940	0,058	974,899	7,671	982,571	0,992	0,008
DE'LONGHI SPA	0,798	2,088	0,058	370,230	297,057	667,287	0,555	0,445
EDISON SPA	0,818	0,056	0,058	6349,668	3544,590	9894,258	0,642	0,358
ENIA SPA	0,777	1,778	0,058	663,976	629,860	1293,836	0,513	0,487
ERG SPA	0,844	1,154	0,058	1645,136	1063,353	2708,489	0,607	0,393
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	1,375	0,169	0,058	720,450	254,869	975,319	0,739	0,261
FASTWEB SPA	0,829	2,649	0,058	1473,798	1397,550	2871,348	0,513	0,487
GRUPPO COIN SPA	0,786	1,427	0,058	455,852	317,209	773,061	0,590	0,410
GEMINA SPA	1,169	0,029	0,058	930,207	1351,037	2281,244	0,408	0,592
GEWISS SPA	1,687	1,115	0,058	379,651	-38,049	341,602	1,111	-0,111
HERA SPA	0,661	0,112	0,058	1976,054	1641,079	3617,133	0,546	0,454
IMMOBILIARE GRANDE DISTRIBUZ	2,189	0,131	0,058	470,887	718,274	1189,161	0,396	0,604
INDUSTRIA MACCHINE AUTOMATIC	0,856	2,496	0,058	454,629	152,599	607,229	0,749	0,251
INDESIT CO SPA	1,281	0,497	0,058	743,173	545,966	1289,139	0,576	0,424
INTERPUMP GROUP SPA	0,703	0,160	0,058	353,539	207,606	561,145	0,630	0,370
IRIDE SPA	0,701	0,229	0,058	1206,440	1724,238	2930,678	0,412	0,588
ITALMOBILIARE SPA	1,070	3,082	0,058	1255,556	2860,006	4115,562	0,305	0,695
MARR SPA	0,377	0,947	0,058	391,886	154,160	546,046	0,718	0,282
MILANO ASSICURAZIONI	0,883	0,215	0,058	1444,693	93,097	1537,790	0,939	0,061
ARNOLDO MONDADORI EDITORE	0,956	0,211	0,058	910,764	520,059	1430,824	0,637	0,363
MAIRE TECNIMONT SPA	1,168	0,101	0,058	851,952	-302,240	549,712	1,550	-0,550
PREMAFIN FINANZIARIA	0,633	1,289	0,058	499,063	2314,607	2813,670	0,177	0,823
PIAGGIO & C. S.P.A.	2,080	0,227	0,058	625,727	369,418	995,145	0,629	0,371
BANCA PROFILO SPA	1,195	0,071	0,058	278,734	488,584	767,317	0,363	0,637
PIRELLI & C REAL ESTATE SPA	1,629	0,113	0,058	490,303	775,600	1265,903	0,387	0,613
ESPRINET SPA	1,096	0,543	0,058	307,521	37,006	344,528	0,893	0,107
RCS MEDIAGROUP SPA	1,214	0,094	0,058	1050,749	1165,867	2216,615	0,474	0,526
RECORDATI SPA	0,549	0,362	0,058	997,724	70,477	1068,201	0,934	0,066
SAVE SPA	0,711	3,468	0,058	358,145	61,393	419,538	0,854	0,146
SIAS SPA	0,721	1,024	0,058	1417,665	1483,229	2900,893	0,489	0,511
SORIN SPA	0,882	0,290	0,058	455,997	271,656	727,653	0,627	0,373
SARAS SPA	0,901	0,149	0,058	2508,922	284,492	2793,414	0,898	0,102
TREVI FINANZIARIA SPA	0,983	1,659	0,058	696,578	321,063	1017,642	0,685	0,315
TOD'S SPA	0,806	6,362	0,058	1244,510	-78,620	1165,890	1,067	-0,067
ZIGNAGO VETRO SPA	1,469	0,718	0,058	316,903	57,694	374,598	0,846	0,154
MEDIA	0,990	1,004	0,058	-	-	-	0,517	0,483

Escludendo il β_S , delle altre grandezze verrà presa in considerazione la media che è stata già calcolata nella tabella.

Il modello

Come si è ricordato in precedenza, il modello muove da una delle relazioni evidenziate durante l'analisi empirica; più esattamente verrà considerata la retta di regressione tra l' IR_{PERF} e il β_S :

$$\beta_S = -0,0129 IR_{PERF} + 1,443 \quad (4.5)$$

Per studiare come si modifica il rischio per l'illiquidità all'aumentare della performance dell'Investor Relations, si ipotizzi di partire da un indice IR_{PERF} pari a 11¹⁸⁰, a cui in funzione dell'equazione 4.5, corrisponde un β_S di 1,3011; questi due valori costituiscono gli input per il primo scenario. Nel secondo scenario si ipotizzi che un forte miglioramento dell'attività dell'IR conduca ad un IR_{PERF} pari a 30¹⁸¹: il β_S che si ottiene è pari a 1,056. Il ragionamento è riassunto nello schema che segue:

$IR_{PERF} (X)$	$\beta_S (Y)$
11	1,301
30	1,056

} Circa -19%

¹⁸⁰ Il dato considerato è pari alla media aritmetica degli IR_{PERF} di tutte le società considerate nel modello costruito in precedenza.

¹⁸¹ Il dato scaturisce dalla media aritmetica degli IR_{PERF} delle 15 società del *panel* che hanno manifestato le performance migliori in termini di attività dell'Investor Relations nell'orizzonte temporale considerato.

Il β_S , come è stato già ripetuto, rappresenta la componente di rischiosità corrispondente al *liquidity premium* da sommare al costo del capitale, calcolato come previsto dal CAPM:

$$k_E = r_f + \beta_{Bid-Ask}(r_M - r_f) + f(S) \quad (4.6)$$

Si tratta della componente evidenziata in rosso nell'equazione 4.6. In particolare:

$$f(S) = \beta_S * S_M \quad (4.7)$$

La formula del CAPM, dunque, diventa una somma di tre fattori, non più di due:

$$k_E = r_f + \beta_{Bid-Ask}(r_M - r_f) + \beta_S * S_M \quad (4.8)$$

La prima componente è il tasso *risk-free*; la seconda è la rischiosità sistematica dell'impresa, considerata al netto del rischio di illiquidità; la terza, infine, è rappresentata dalla componente di rischiosità che scaturisce, appunto, dall'illiquidità dei titoli.

I possibili scenari

Il primo scenario

A questo punto è possibile costruire i due scenari per mostrare come varia il costo del capitale proprio, e conseguentemente il *wacc*, al variare del rischio per l'illiquidità calcolato con il metodo descritto in precedenza.

Figura 4.10

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
$\beta_{\text{Media Bid-Ask}}$	0,990	0,990	0,990	0,990	0,990	0,990	0,990	0,990
<i>tasso privo di rischio</i>	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
<i>premio di mercato</i>	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
β_S	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
$\beta_S * S_M$	0,0753	0,0753	0,0753	0,0753	0,0753	0,0753	0,0753	0,0753
k_E	14,02%	14,02%	14,02%	14,02%	14,02%	14,02%	14,02%	14,02%
k_D	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
<i>t</i>	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
$k_D * (1-t)$	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%
<i>D/EV</i>	55,85%	55,85%	55,85%	55,85%	55,85%	55,85%	55,85%	56%
<i>E/EV</i>	44,15%	44,15%	44,15%	44,15%	44,15%	44,15%	44,15%	44,15%
<i>Wacc</i>	8,54%	8,54%	8,54%	8,54%	8,54%	8,54%	8,54%	8,54%
<i>g</i>	-	-	-	-	-	-	-	1,02%
<i>Wacc-g</i>								7,52%

Nel calcolo del k_E sono stati utilizzati il $\beta_{\text{Bid-Ask}}$, considerato come media dei valori delle imprese del *panel*, il tasso privo di rischio del 6% e il premio di mercato del 6,5%. Inoltre si è ipotizzato che il costo del debito sia del 6% e l'aliquota di imposta del 30%. La struttura finanziaria utilizzata è quella media rispetto a tutte le imprese e il tasso di crescita *g* è pari all'1,02%. Come si può notare con un premio medio per l'illiquidità pari a 7,53% il costo del capitale proprio è pari a 14%; il wacc, a sua volta, risulta pari a 8,54%.

Figura 4.11

EUR MN	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2017E adj
<i>Reddito Operativo (R.O.)</i>	90	97	108	104	92	85	88	90	84
<i>Imposte (su R.O.)</i>	-29	-32	-35	-34	-30	-28	-29	-29	-28
<i>R.O. (dopo le tasse)</i>	61	65	73	70	62	57	59	61	56
<i>Ammort.&Accant.</i>	20	20	20	21	21	21	22	22	28
ΔCCN	-112	-58	-79	-45	0	0	0	0	0
<i>capex</i>	-25	-25	-26	-26	-26	-27	-27	-28	-28
<i>FCFO</i>	-56	2	-12	20	57	51	54	55	56
<i>DCF</i>	-52	2	-9	14	38	31	30	29	

In figura 4.11 è rappresentata la stima dei flussi in un orizzonte temporale di 8 anni. Tali valori sono strumentali solamente ad ottenere un valore al termine dell'analisi, ma la loro scelta non risulta fondamentale ai fini del lavoro. Infatti, trovandosi al numeratore della formula di valutazione del DCF, essi potrebbero essere modificati (in modo coerente in entrambi gli scenari) senza, tuttavia, apportare alcun cambiamento alle conclusioni del modello.

Figura 4.12

VALUTAZIONE (EUR MN)	
<i>Somma DCF</i>	83,16
<i>TV</i>	752,63
<i>DTV</i>	390,82
<i>Enterprise Value</i>	473,99
<i>PFN</i>	90,00
<i>Equity Value</i>	383,99
<i>Numero azioni</i>	100,00
<i>Target Price</i>	3,84

L'ultima tabella mostra la valutazione vera e propria, attraverso la quale si giunge a determinare il valore del capitale economico dell'impresa e dunque il *target price* delle azioni. Nel primo scenario il processo di valutazione, come mostrato in figura 4.12, conduce ad un *Equity value* pari a 384 milioni di euro e ad un *target price* di 3,84 euro.

Il secondo scenario

Il secondo scenario sarà costruito modificando il β_S , in funzione della relazione evidenziata in precedenza. Si ipotizza che, in questo secondo caso, la performance dell'IR sia stata migliore (IR_{PERF} pari a 30), provocando una diminuzione del coefficiente di rischiosità per l'illiquidità del 19%, da 1,30 a 1,06.

La figura 4.13 mostra come cambia il costo del capitale proprio e quindi del $wacc$ tenendo conto delle nuove condizioni; il K_E passa da 14% a 12,6% e il $wacc$ da 8,54% a 7,91%.

Figura 4.13

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
$\beta_{\text{Media Bid-Ask}}$	0,990	0,990	0,990	0,990	0,990	0,990	0,990	0,990
<i>tasso privo di rischio</i>	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
<i>premio di mercato</i>	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
β_S	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06
$\beta_S * S_M$	0,0611	0,0611	0,0611	0,0611	0,0611	0,0611	0,0611	0,0611
k_E	12,60%	12,60%	12,60%	12,60%	12,60%	12,60%	12,60%	12,60%
k_D	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
t	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
$k_D *(1-t)$	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%
D/EV	55,85%	55,85%	55,85%	55,85%	55,85%	55,85%	55,85%	55,85%
E/EV	44,15%	44,15%	44,15%	44,15%	44,15%	44,15%	44,15%	44,15%
$Wacc$	7,91%	7,91%	7,91%	7,91%	7,91%	7,91%	7,91%	7,91%
g	-	-	-	-	-	-	-	1,02%
$Wacc-g$								6,89%

Con una riduzione del β_S del 19%, il costo del capitale proprio si riduce del 10,1% e il $wacc$ del 7,4%.

Figura 4.14

EUR MN	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2017E adj
<i>Reddito Operativo (R.O.)</i>	90	97	108	104	92	85	88	90	84
<i>Imposte (su R.O.)</i>	-29	-32	-35	-34	-30	-28	-29	-29	-28
<i>R.O. (dopo le tasse)</i>	61	65	73	70	62	57	59	61	56
<i>Ammort.&Accant.</i>	20	20	20	21	21	21	22	22	28
ΔCCN	-112	-58	-79	-45	0	0	0	0	0
<i>capex</i>	-25	-25	-26	-26	-26	-27	-27	-28	-28
<i>FCFO</i>	-56	2	-12	20	57	51	54	55	56
<i>DCF</i>	-52	2	-10	15	39	32	32	30	

In figura 4.14 sono stati riportati gli stessi flussi operativi utilizzati in precedenza, con la differenza che la loro attualizzazione (riga DCF) è differente, perché calcolata utilizzando il *wacc* del secondo scenario.

Figura 4.15

VALUTAZIONE (EUR MN)	
<i>Somma DCF</i>	87,88
<i>TV</i>	821,02
<i>DTV</i>	446,52
<i>Enterprise Value</i>	534,41
<i>PFN</i>	90,00
<i>Equity Value</i>	444,41
<i>Numero azioni</i>	100,00
<i>Target Price</i>	4,44

Il processo di valutazione, in questo secondo caso, lasciando tutte le altre ipotesi costanti e invariate, conduce ad un *Equity value* pari a 444 milioni di euro e ad un *target price* di 4,44 euro per azione. La valutazione del titolo dell'impresa passa da 3,84 euro per azione a 4,44 euro per azione, con un aumento di circa il 16%.

In questa logica, l'attività dell'Investor Relations può essere in grado di contribuire ad un incremento del valore dell'impresa, non dal punto di vista operativo, ma, certamente, per quel che riguarda la percezione del mercato; una trasparente ed efficace strategia di comunicazione economico-finanziaria atta a diffondere e far comprendere agli investitori quale sia il reale valore potenziale dell'impresa può condurre ad una serie di ripercussioni positive, tra cui un miglioramento delle stime del *target price* da parte degli analisti, con conseguente incremento delle operazioni in acquisto del titolo da parte degli investitori.

Soprattutto per quanto riguarda le società quotate la costruzione e l'implementazione di un modello di business in grado di creare valore, pur rappresentando un traguardo di notevole importanza, nella maggior parte dei

casi non risulta sufficiente per conquistare o mantenere il vantaggio competitivo. E' necessario, infatti, che il mercato comprenda a fondo il funzionamento del business model e delle modalità attraverso cui esso riesce a generare nuovo valore, per riuscire ad apprezzare le potenzialità. In questo senso l'attività dell'Investor Relations, attraverso politiche di diffusione del valore, riduce il costo dell'informazione e tenta di abbattere le barriere esistenti tra l'impresa e la comunità finanziaria, rappresentando una componente fondamentale del valore stesso.

Capitolo Quinto*

“Il genio italiano non conosce limiti”

Maire Tecnimont

Maire Tecnimont S.p.A.

Maire Tecnimont S.p.A. è a capo di un Gruppo impiantistico attivo su scala internazionale nei campi dell’Oil&Gas, Petrolchimico, Energia e Infrastrutture. Grazie alla grande competenza accumulata nell’*Engineering, Procurement, Construction* (di seguito EPC) e *Project Management* Maire Tecnimont è in grado di fornire una vasta gamma di servizi di ingegneria che vanno dagli studi di fattibilità alla progettazione e realizzazione di grandi impianti e progetti.

Storia

Maire Tecnimont fonde il dinamismo di un gruppo imprenditoriale con due importantissime realtà italiane: Fiat Engineering e Tecnimont. Il Gruppo Maire Tecnimont nasce a Roma oltre 25 anni fa ed opera nel settore di ingegneria civile con tre impiegati. Dopo diversi anni di crescita interna e alcune acquisizioni modeste, il Gruppo Maire fa un salto dimensionale prima con

* Si ringrazia il Dott. Lawrence Y. Kay, Head of Investor Relations di Maire Tecnimont S.p.A., per il suo fondamentale contributo alla stesura del presente capitolo.

l'acquisto di Fiat Engineering e poi, un anno e mezzo dopo, di Tecnimont. L'acquisizione di queste due società ha permesso alla Maire di aumentare notevolmente il proprio portafoglio di competenze e divenire,, in un primo momento, un general contractor nazionale ed, in seguito, un general contractor di livello internazionale.

Più in particolare, nel febbraio del 2004 la Maire Investimenti, per conto della Maire Holding, acquisisce dal gruppo Fiat, all'epoca in profonda crisi, la divisione Fiat Engineering, che con la propria attività iniziata negli anni '30 era riuscita a raggiungere un'elevata specializzazione nell'ingegneria e nell'impiantistica nei settori dell'energia, delle infrastrutture e dei servizi¹⁸². Dopo l'acquisizione Fiat Engineering diventa Maire Engineering e la sua attività operativa si concentra nella realizzazione di siti energetici, infrastrutture, costruzioni civili, ferrovie e autostrade.

L'altra operazione fondamentale per la costituzione del Gruppo scaturisce dall'acquisizione di Tecnimont, avvenuta nel luglio del 2005; si tratta della divisione del gruppo Montedison¹⁸³ che fin dagli anni '70 ha operato con

¹⁸² Fiat Engineering S.p.A., costituita ufficialmente nel 1972, è la società a cui sono state trasferite le attività della divisione costruzione e impianti del gruppo Fiat, che fin dagli anni Trenta si è occupata della progettazione e realizzazione degli stabilimenti industriali del gruppo torinese. Durante il secolo scorso ha accompagnato le tappe principali del potenziamento produttivo e geografico della Fiat, costruendo i principali impianti in Italia e all'estero, come Mirafiori, Cassino, Termini Imerese, Cordoba, Belo Horizonte. All'inizio del nuovo millennio il settore delle automobili entra in una forte crisi e il gruppo Fiat inizia una fase di ristrutturazione cedendo alcuni rami, che non rappresentavano il core del proprio business; tra questi viene ceduta Fiat Engineering a Maire Investimenti, società controllata al 100% da Maire Holding. Dopo l'acquisizione Fiat Engineering diventa Maire Engineering.

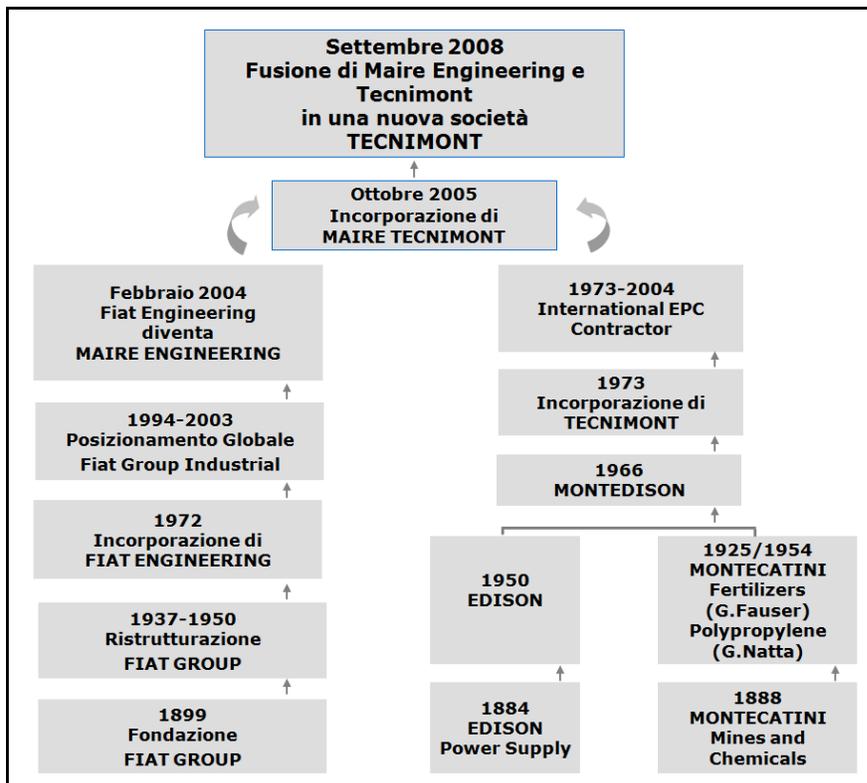
¹⁸³ Il nome Tecnimont deriva dall'abbreviazione di Montedison Tecnologie; la società nasce come divisione di ingegneria e sviluppo del gruppo Montedison, a sua volta frutto della fusione tra Montecatini e Edison, avvenuta nel 1966. Montecatini ha rappresentato, nella prima metà del secolo scorso, una delle realtà più importanti nel settore chimico a livello globale, anche grazie a due importanti collaborazioni, quella con Fauser per il settore dei fertilizzanti e con Natta, inventore della molecola del polipropilene isotattico, per la chimica; la seconda in particolare apporta un elevato livello di competenze distintive, in grado di permettere alla società di divenire leader nella produzione di oggetti in plastica di varia natura. All'inizio degli anni '60 il fallimento del piano per la costruzione di uno stabilimento a Brindisi, segna l'inizio del dissesto della Montecatini, che si vede costretta, pochi anni dopo, a fondere le proprie attività con quella della Edison. Il gruppo nascente Montedison fin dagli anni '70 vede un andamento economico non sempre positivo; tale situazione probabilmente è in parte frutto dal rapporto non chiaro con l'Eni ed in generale dei continui intrecci

successo nel settore chimico e petrolchimico e nella cosiddetta “filiera del gas”.

L'integrazione delle società acquisite è stata completata nel 2008 con l'incorporazione di Maire Engineering e Tecnimont in quella che è diventata la principale società operativa del Gruppo: Tecnimont.

In Figura 5.1 è rappresentata una schematizzazione dei passi fondamentali che hanno caratterizzato l'evoluzione dei due “arti” sui quali è stata costituita Maire Tecnimont:

Figura 5.1



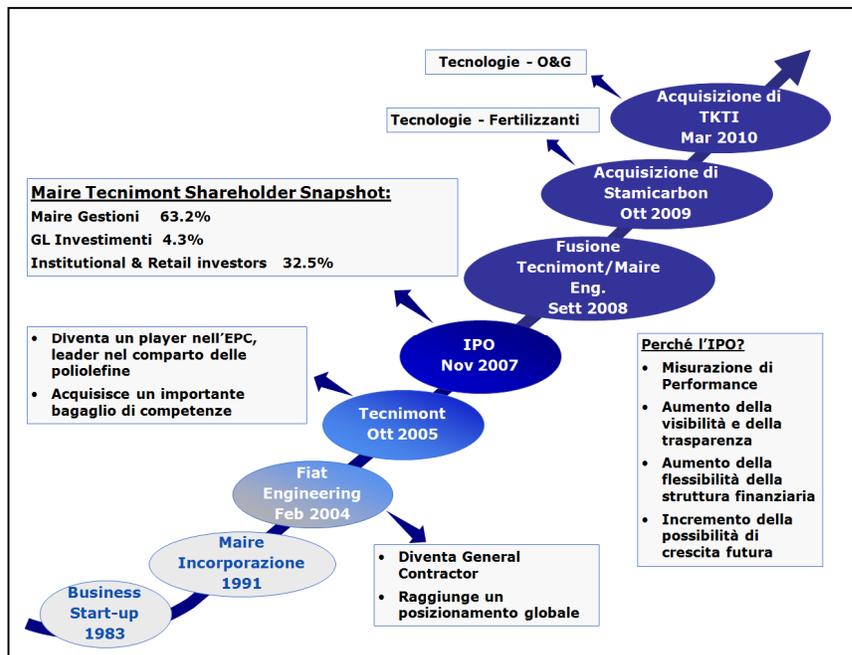
Fonte: Maire Tecnimont

con la politica. Nel 1988 Eni e Montedison costituiscono una joint venture, il cui nome è Enimont, alla quale entrambe conferiscono le proprie attività in campo chimico; solo tre anni dopo il gruppo Ferruzzi, detentore del controllo di Montedison, data la forte crisi in cui versa, cede l'intera partecipazione in Enimont ad Eni. A partire da questo avvenimento inizia il lento scorporo dei diversi rami del gruppo Montedison, uno dei quali è Tecnimont, che, prima è oggetto di una trattativa privata con il Gruppo Falck, poi, nel 2005, viene acquisito dalla Maire Holding S.p.A., che riesce ad avere la meglio nelle negoziazioni sul Gruppo giapponese JGC Corporation.

Processo evolutivo del Gruppo

In figura 5.2 è possibile osservare le tappe fondamentali del processo evolutivo di Maire Tecnimont; come già ricordato in precedenza, le acquisizioni di Fiat Engineering e successivamente di Tecnimont hanno permesso al Gruppo di divenire, rispettivamente, un General Contractor operante su scala nazionale ed internazionale e un leader globale nel settore delle poliolefine. La crescita dimensionale e la volontà di garantire una maggiore e migliore visibilità nei mercati ha spinto il management a considerare la possibilità di quotare la società in borsa. L'idea si è concretizzata il 26 novembre del 2007, giorno in cui Maire Tecnimont è stata ammessa nel mercato di borsa italiano. La quotazione rappresenta una scelta molto lungimirante da parte del management, dal momento che garantisce, oltre ad un valido strumento di misurazione delle performance aziendali, la possibilità di utilizzare le azioni come mezzo di pagamento alternativo per future acquisizioni ed opportunità di crescita.

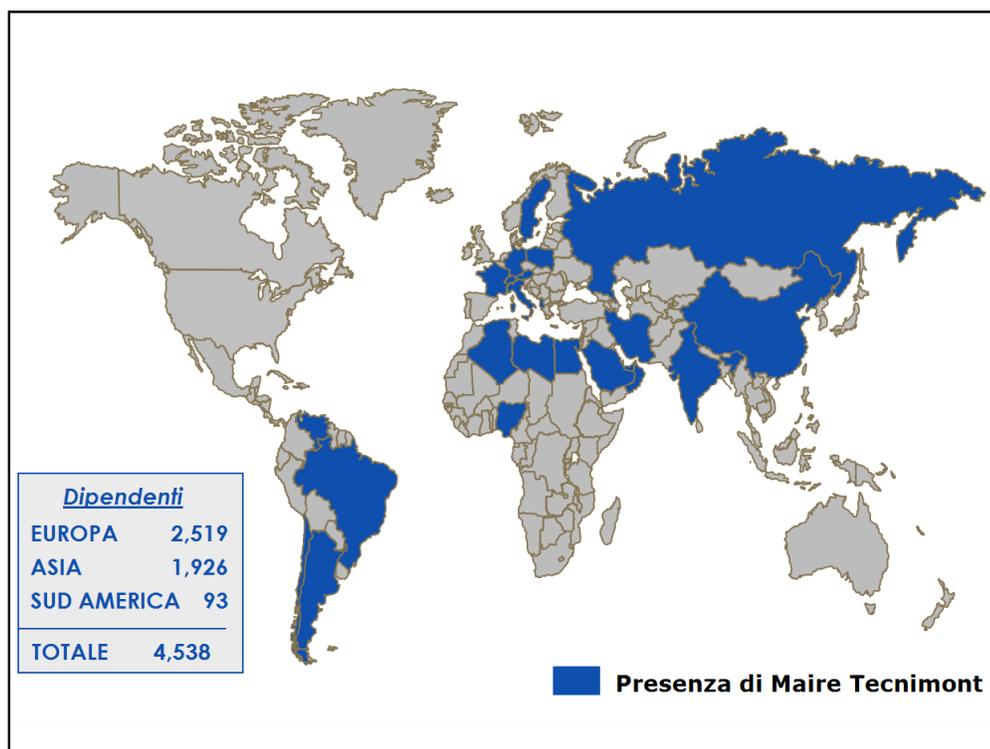
Figura 5.2



Fonte: Maire Tecnimont

Lo spiccato dinamismo del management di Maire Tecnimont, unito alla fortissima concorrenza nel settore dell'EPC, ha condotto il Gruppo ad effettuare due ulteriori acquisizioni fondamentali dal punto di vista strategico. Ad ottobre 2009 e a marzo 2010 è stato, infatti, assunto il controllo, rispettivamente, di Stamicarbon e di Technip KTI, la prima attiva nel settore dei fertilizzanti e la seconda proprietaria di numerose licenze nell'ambito dell'Oil&Gas¹⁸⁴. Il processo brevemente descritto mette in evidenza come Maire Tecnimont sia riuscita, nel giro di pochissimi anni, a diventare una realtà imprenditoriale molto rilevante nel panorama italiano e in quello internazionale; il Gruppo, infatti, è presente in 30 paesi nel mondo e, oltre a controllare più di 40 società operative, può attualmente contare su un organico di circa 4600 dipendenti.

Figura 5.3



Fonte: Maire Tecnimont

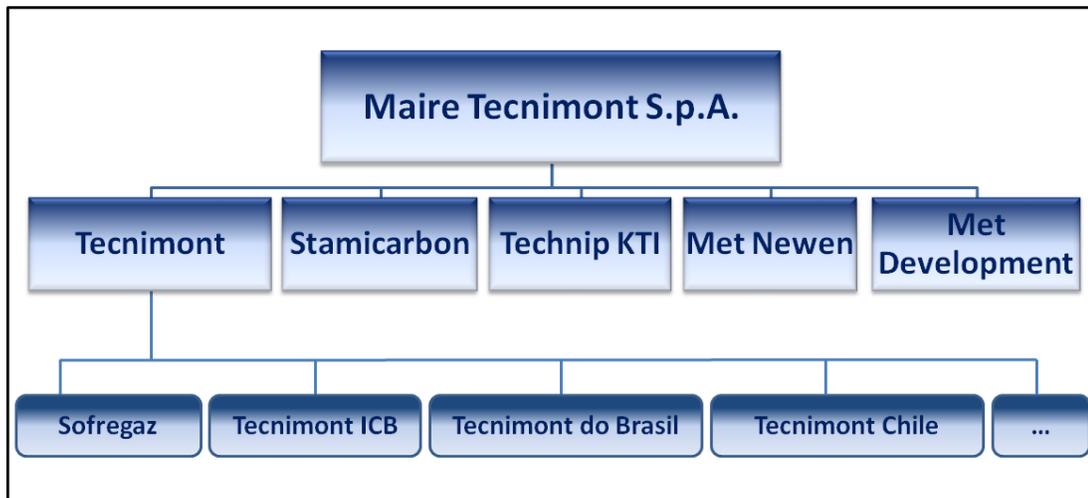
¹⁸⁴ Nel seguito del capitolo verranno approfondite le dinamiche delle due recenti acquisizioni citate, data la loro grande rilevanza strategica.

La rapida evoluzione di certo non arresterà il forte orientamento alla crescita dimensionale e soprattutto strategica che caratterizza il management di Maire Tecnimont; è possibile immaginare, dunque, che probabilmente la vivace attività di M&A del Gruppo condurrà in futuro a portare a termine operazioni che permettano di incrementare il bagaglio di competenze distintive e di tecnologie proprietarie al fine di raggiungere un posizionamento competitivo comparabile con quello dei principali *competitor* a livello mondiale, caratterizzati da dimensione e capitalizzazione notevolmente maggiori rispetto a quelle del Gruppo.

Maire Tecnimont “at a glance”

Maire Tecnimont, come già osservato in precedenza, controlla più di 40 società; la composizione del Gruppo può essere così schematizzata: la Maire Tecnimont S.p.A. è una holding che controlla le società operative del Gruppo.

Figura 5.4



Fonte: Maire Tecnimont

La principale società operativa è Tecnimont, a cui si aggiungono, tra le altre, Stamicarbon e Technip KTI (la seconda farà parte della BU Oil&Gas); Met

Development fornisce servizi tecnici alle altre società del Gruppo e Met Newen, attiva nel campo delle energie rinnovabili.

Tecnimont, a sua volta, controlla un numero molto elevato di società, tra cui possono essere menzionate Sofregaz, società per azioni francese, Tecnimont Do Brasil e Tecnimont Chile. Inoltre nel 2007 è stato acquisito il controllo di TICB, società *leader* nella fornitura di servizi di ingegneria in India. Tecnimont opera come *main contractor* ed è suddivisa in tre *business unit*¹⁸⁵ (di seguito BU):

1. Oil, Gas e Petrolchimico
2. Energia
3. Infrastrutture e Ingegneria Civile.

La prima, la più rilevante, è quella che nasce dalla fusione delle attività nel settore chimico e petrolchimico con quelle nell'Oil&Gas; la BU si occupa della:

- progettazione e realizzazione di impianti complessi volti all'industria chimica e petrolchimica, in particolare alla produzione di alcune materie plastiche (poliolefine, tra cui polietilene e polipropilene¹⁸⁶). Le competenze raggiunte permettono al Gruppo di ricoprire una posizione di assoluta *leadership* mondiale in questo settore;
- progettazione e realizzazione di strutture destinate alla produzione, trattamento, liquefazione, trasporto e stoccaggio di gas naturale; la quota di mercato della società è elevata e probabilmente in aumento visti i progetti assegnati e le prospettive di crescita del Gruppo.

La BU Energia si occupa della costruzione di impianti per la produzione di energia da fonti rinnovabili e non, e di strutture per la termovalorizzazione e il teleriscaldamento. Le attività sono concentrate in Europa e in Sud America.

¹⁸⁵ Le informazioni che seguono sono state estrapolate dal capitolo sei della prima sezione del Prospetto Informativo di Maire Tecnimont relativo all'IPO.

¹⁸⁶ Si tratta di prodotti che non raggiungono i clienti finali, ma sono impiegati in processi intermedi

La terza divisione progetta e realizza opere infrastrutturali come ferrovie, autostrade, linee metropolitane e immobili destinati ad utilizzi pubblici ed è molto attiva nel mercato italiano.

Figura 5.5

	Oil, Gas & Petrochemicals	Energia	Infrastrutture & Ingegneria Civile
			
Ricavi 31/12/2009 €2,2mld	€1,171mn 54%	€731mn 34%	€263mn 12%
Backlog 31/3/10 €5,1mld	€3,435mn 67%	€939mn 18%	€758mn 15%

Fonte: Maire Tecnimont

Nel 2009 l'attività delle tre BU descritte hanno permesso alla società di raggiungere risultati economici soddisfacenti: i ricavi hanno abbondantemente superato i 2 miliardi di euro, con un utile netto pari a 77 milioni escluse le *minorities*, e il portafoglio ordini 5 miliardi di euro¹⁸⁷ di portafoglio ordini¹⁸⁸. Come si può notare in figura 5.5 la BU OG&P rappresenta la divisione in grado di garantire il maggiore flusso di ricavi al Gruppo, seguita dall'Energia e infine dalla BU Infrastrutture e Ingegneria Civile.

¹⁸⁷ Il dato è riferito al 31 marzo 2010

¹⁸⁸ Il portafoglio ordini, noto anche con il termine inglese backlog, indica l'entità, tradotta in valore monetario, dei lavori che la società ha già negoziato con i propri clienti, ma non ha ancora portato a termine. E' un driver di valore molto rilevante nel settore dell'Engineering and Construction dal momento che la dimensione delle commesse non permette, nella maggior parte dei casi, che vengano terminate all'interno di uno stesso anno. Il calcolo del backlog può essere effettuato mediante la seguente formula:

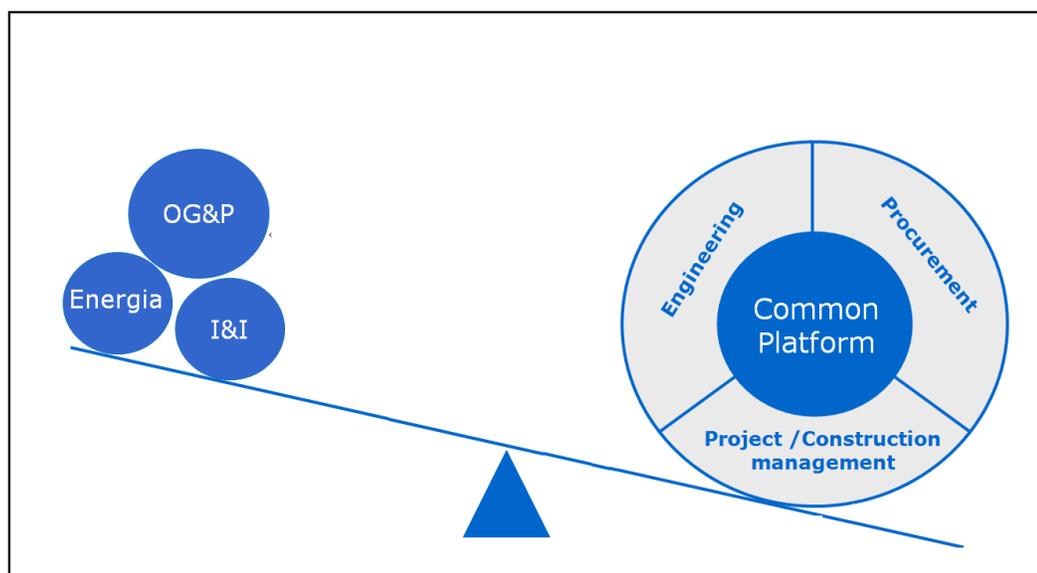
$$Backlog_t = Backlog_{t-1} + Nuovi Ordini_t - Ricavi_t \pm aggiustamenti per cambi$$

Business Model

L'attività principale di Maire Tecnimont consiste nella fornitura di servizi altamente specializzati di ingegneria per la costruzione di grandi impianti nei settori dell'o&g, petrolchimico, energia e infrastrutture. Nella maggior parte dei casi si tratta di strutture di dimensioni enormi e dalle caratteristiche molto complesse; in aggiunta non esiste un impianto uguale ad un altro: oltre alle specifiche tecniche e all'*output* che deve essere prodotto tramite la struttura, è probabile che le condizioni dell'area geografica in cui si opera, rendano necessari degli aggiustamenti e delle soluzioni ingegneristiche ogni volta differenti. Per competere in un mercato così difficile dal punto di vista operativo, Maire Tecnimont sfrutta un *business model* basato su una piattaforma comune di *engineering, procurement and construction*. La complessità e la grandezza dei progetti, spesso conduce i committenti a dividere le commesse in pacchetti, che possono essere aggiudicati anche da imprese diverse; non è possibile eseguire la fase del *procurement* senza conoscere attentamente anche gli altri aspetti e per questo motivo gli ingegneri del Gruppo devono avere un'esperienza tale da permettere loro di conoscere interamente i processi sui quali lavorano, anche se la commessa consiste solamente nello svolgimento di una parte di essi. Inoltre, ed è questo uno dei punti di maggiore forza, a differenza di molti concorrenti la specializzazione degli ingegneri di Maire Tecnimont non è suddivisa in funzione delle *business unit* in cui operano: gli stessi ingegneri che sono in grado di eseguire la progettazione di un impianto di trattamento gas, sono ugualmente in grado di effettuarla per un impianto per la produzione di poliolefine; la minore specializzazione delle risorse umane permette a Maire Tecnimont, sfruttando le sinergie operative esistenti tra le *business unit* in cui opera, di portare a termine la realizzazione di grandissimi progetti, facendo leva su una struttura organizzativa e un numero di ingegneri decisamente più contenuti rispetto ai concorrenti. La figura 5.6 rende esattamente l'idea della

leva che viene sfruttata. I risultati raggiunti dal Gruppo nel corso degli anni hanno confermato l'efficacia del *business model* implementato: la specializzazione non focalizzata degli ingegneri non comporta assolutamente una riduzione della qualità, che resta eccellente e paragonabile a quella raggiunta dai concorrenti, ma permette di raggiungere un elevato livello di efficienza operativa.

Figura 5.6



Fonte: Maire Tecnimont

E' importante ribadire che nel settore EPC un ruolo di primo piano è rivestito dalle tecnologie che vengono utilizzate per la realizzazione degli impianti. In particolare nell'o&g e petrolchimico a seconda delle richieste del cliente e della tipologia di materiale da trattare e di *output* da ottenere, esiste un numero molto elevato di tecnologie da utilizzare, la cui licenza deve essere acquistata dalle società che ne possiedono la proprietà intellettuale. Tale puntualizzazione risulta necessaria per comprendere una delle acquisizioni, di cui si parlerà nel seguito del capitolo.

Ambiente competitivo

Il Gruppo Maire Tecnimont opera in un settore contraddistinto da una concorrenza che sta diventando sempre più forte sul piano dell'efficienza operativa e della capacità di ridurre i costi. I committenti, infatti, soprattutto negli ultimi due anni, a causa della congiuntura economica mondiale, hanno iniziato a considerare, come aspetto principale nell'aggiudicazione delle gare, la riduzione del costo di realizzazione dei progetti, fattore che prima, spesso, ponevano in secondo piano rispetto alla fidelizzazione costruita con i *contractor*. Come accaduto anche in altri settori la ricerca di costi inferiori ha fatto emergere le imprese asiatiche, in particolare quelle sudcoreane, che hanno "alzato l'asticella" in modo rilevante sul fronte della riduzione del prezzo, costringendo le altre a far diminuire notevolmente i margini per cercare di restare competitive.

Figura 5.7

Paese	Nome società	Market Cap		Flottante	
		€ mn	€ mn	% del MktCap	
ITALIA	SAIPEM	12,395	7,074	57.1%	
	MAIRE TECNIMONT SPA	999	346	34.7%	
EUROPA	TECHNIP SA	6,707	5,978	89.1%	
	PETROFAC LTD	4,546	2,783	61.2%	
	TECNICAS REUNIDAS SA	2,554	1,603	62.8%	
USA	FLUOR CORP	7,185	7,128	99.2%	
	MCDERMOTT INTL INC	4,797	4,747	99.0%	
	JACOBS ENGINEERING GROUP INC	4,586	4,459	97.2%	
	FOSTER WHEELER AG	2,913	2,898	99.5%	
	KBR INC	2,650	2,635	99.4%	
	CHICAGO BRIDGE & IRON-NY SHR	1,802	1,771	98.3%	
GIAPPONE	JGC CORP	3,400	2,952	86.8%	
	CHIYODA CORP	1,826	1,174	64.3%	
KOREA	HYUNDAI ENGINEERING & CONST	3,970	n.d.	n.d.	
	SAMSUNG ENGINEERING CO LTD	2,958	n.d.	n.d.	
	DAELIM INDUSTRIAL CO LTD	1,483	n.d.	n.d.	
AUSTRALIA	WORLEYPARSONS LTD	4,479	3,538	79.0%	

Fonte: Bloomberg

La figura 5.7 fornisce una panoramica dei principali concorrenti con i quali Maire Tecnimont si confronta quotidianamente; è facile notare come il Gruppo sia il più piccolo in termini di capitalizzazione di mercato e di flottante; le altre

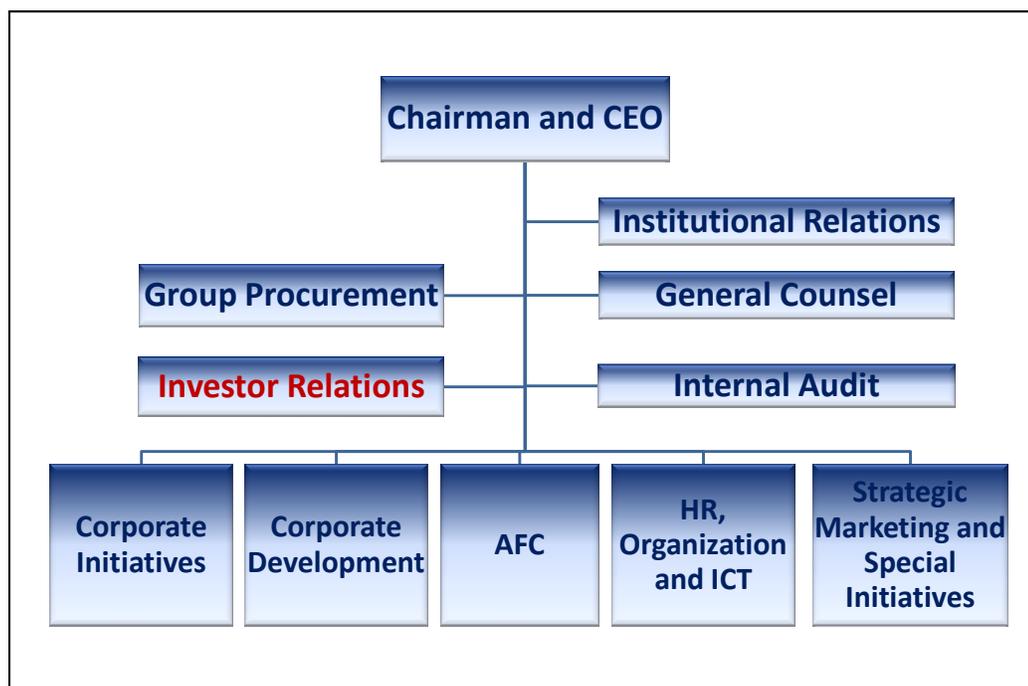
imprese hanno una capitalizzazione media di 4 miliardi di euro, tranne l'italiana Saipem che sfiora i 12 miliardi e mezzo, e un flottante molto più elevato. Nonostante possieda dimensioni sensibilmente ridotte, Maire Tecnimont ha sviluppato un portafoglio di competenze distintive, specialmente nell'o&g e nel petrolchimico, tale da riuscire a competere in modo assolutamente paritario con tutti i *peers*; una forte testimonianza di ciò è stata fornita dall'aggiudicazione, nel mese di luglio 2009, del più grande contratto aggiudicato in Medio Oriente ad una società di ingegneria europea nel 2009, nell'ambito dell'o&g. Inoltre nel momento in cui si scrive il Gruppo è presente in diverse gare per l'aggiudicazione di progetti importanti e di forte rilevanza internazionale.

Investor Relations

In Maire Tecnimont il team di Investor Relations è stato costituito in concomitanza con la quotazione in borsa. Si tratta di un'area indipendente all'interno dell'organigramma della società che riporta gerarchicamente direttamente al Presidente e Amministratore Delegato della Capogruppo.

Come si è avuto modo di osservare nei precedenti capitoli la posizione gerarchica dell'Investor Relations è un fattore critico per lo svolgimento della propria funzione; è necessario, infatti, avere un accesso alle informazioni a tutti i livelli all'interno dell'organizzazione e soprattutto un rapporto relativamente stretto, fatto di comunicazioni molto frequenti, con il top management che guida la società dal punto di vista strategico e operativo.

Figura 5.8



Fonte: Maire Tecnimont

Ciò ha due finalità: la prima è sicuramente quella di poter avere a disposizione la più autorevole fonte informativa per attingere dati e aggiornamenti; in secondo luogo il riporto diretto permette di comunicare immediatamente e senza intermediari al vertice aziendale quali sono le aspettative, le preoccupazioni e i “pensieri” del mercato; in particolare quest’ultimo feedback dal mercato è potenzialmente molto importante.

Investor Relations e valore d’impresa

Le vicende che vedono protagonista una società quotata, nella maggior parte dei casi, sono di forte interesse per il mercato. Ad ogni evento rilevante, che viene annunciato, investitori e analisti sono portati a reagire, condizionando l’andamento del corso azionario. Per questo la comunicazione all’esterno deve essere il più possibile approfondita e chiara, al fine di rendere la

reazione del mercato coerente con la portata dell'evento che viene comunicato. Ciò significa che, nel momento in cui le scelte strategiche di una società vengono ripagate da riscontri positivi sulla gestione operativa (ad esempio con l'ottenimento di importanti commesse), la capacità dell'Investor Relations di "parlare" al mercato e spiegare tutte le dinamiche che hanno condotto a determinanti eventi, con una buona probabilità, permette di incrementare l'interesse degli investitori a prendere posizioni azionarie anche cospicue, con riflessi positivi sul valore di borsa¹⁸⁹.

Lo scopo del presente capitolo è quello di analizzare alcuni casi che hanno coinvolto il team di Investor Relations di Maire Tecnimont e che sono in grado di mettere in luce perfettamente come la comunicazione finanziaria e strategica nei confronti degli investitori sia in grado di condizionare positivamente il valore¹⁹⁰ dell'impresa. In particolare verrà studiato un primo caso in cui la comunicazione finanziaria si è trovata a fronteggiare una situazione non positiva, un *profit warning*, e un secondo in cui viene illustrata un'esperienza di straordinario successo di breve periodo. E' bene osservare, però, che una strategia comunicativa completa ed efficace nei confronti degli investitori non può che riguardare un orizzonte di lungo termine; l'insieme delle attività coordinate che viene implementata dall'Investor Relations ha lo scopo di diffondere il valore nella comunità finanziaria, perseguendo gli obiettivi che sono stati evidenziati nel corso dei capitoli precedenti. Il fatto che vengano descritte esperienze, specialmente la seconda, in cui la valutazione

¹⁸⁹ L'investor Relations ha il compito di fungere da raccordo tra l'impresa e gli investitori anche per quanto riguarda alcune divergenze importanti che vengono manifestate; ad esempio per quanto riguarda l'orizzonte temporale una società, in Italia, considera un orizzonte di 3 anni, mentre gli investitori hanno diversi orizzonti: gli Hedge Fund spesso sono interessati ad investire nel breve termine, 1-3 mesi, mentre gli investitori *deep-value* sono interessati al lungo periodo, 3-5 anni. Un'altra differenza importante riguarda il fatto che la società dovrebbe sempre guardare alle scelte strategiche dal punto di vista industriale, mentre un investitore le analizza dal punto di vista finanziario.

¹⁹⁰ E' opportuno ribadire che con il termine valore si intende il valore di borsa. Anche se in grado di influenzare, in una certa misura, il prezzo del titolo, l'attività dell'Investor Relations non può creare valore in presenza di una realtà imprenditoriale che operativamente non ha le potenzialità per creare valore.

dell'attività dell'Investor Relations è eseguita sulla base di un periodo non lungo, mostra comunque gli effetti sul valore e non fa diminuire la significatività del caso.

Profit warning

Prima di entrare nel merito dei casi da analizzare è opportuno definire cosa si intende con l'espressione *profit warning*. Si tratta di un fenomeno strettamente legato al rilascio della *guidance*, ossia la comunicazione al mercato da parte del management di un dato qualitativo e/o quantitativo in grado di esprimere il risultato economico che l'impresa, con un'alta probabilità, riuscirà a raggiungere alla fine dell'anno in corso. Come già ricordato in precedenza la *guidance* è ritenuta molto importante da analisti e investitori, in virtù della sua capacità di dare visibilità alle aspettative dei manager in merito ai risultati e, dunque, di orientare il mercato nelle proprie scelte di investimento/disinvestimento.

Il *profit warning* consiste in una correzione a ribasso della *guidance* che era stata fornita precedentemente; specialmente nei periodi in cui la congiuntura non è positiva, può accadere che il management si renda conto che l'impresa non riuscirà a raggiungere un volume di ricavi o di margini tale da essere in linea con ciò che era stato comunicato precedentemente e sia costretto a rivedere le proprie stime sui risultati della società. Ciò può accadere anche per ragioni che non sono sotto il controllo della società stessa. E' ovvio che un'informazione del genere provoca normalmente una reazione negativa da parte del mercato. Si incrina, in particolare, la credibilità del management che, secondo il modello capitalistico, viene remunerato per prevedere i problemi e risolverli. Conseguentemente, nella maggior parte dei casi, un profit warning causa una perdita di fiducia nei confronti dell'impresa per cui gli investitori vendono il titolo, provocando una riduzione di valore nel breve termine.

Alcuni esempi di profit warning

Maire Tecnimont si è resa protagonista di un *profit warning* durante la presentazione dei risultati relativi al terzo trimestre 2009, più esattamente l'11 novembre 2009. All'interno del settore in cui opera, ma anche al di fuori di esso, la correzione delle previsioni da parte del management del Gruppo romano non rappresenta di certo l'unico caso che si è verificato nel corso degli anni; ce ne sono stati diversi, a testimonianza del fatto che, pur essendo un fenomeno assolutamente da evitare, rientra nell'ambito delle esperienze fisiologiche nella vita di un'impresa. Del resto l'attività d'impresa, come è noto, è fortemente incentrata su di un continuo *learning by doing*. Per contestualizzare al meglio il fenomeno, nel seguito del paragrafo verranno ricordati molto brevemente alcuni dei molti esempi di imprese che nel corso degli ultimi anni hanno effettuato un *profit warning*. Il primo che viene riportato è relativamente importante dal momento che riguarda una società appartenente al gruppo di imprese concorrenti di Maire Tecnimont; il 30 gennaio 2008 Technip SA, società quotata francese, attiva nel settore Oil&Gas e nell'ingegneria infrastrutturale civile, ha rilasciato un comunicato stampa con il quale informa il mercato che i propri ricavi per il 2007¹⁹¹ si sarebbero attestati intorno agli 8 miliardi di euro, in linea con la guidance fornita agli investitori, ma il reddito operativo sarebbe stato di circa 240 milioni di euro; nell'anno 2006 era stato raggiunto un reddito operativo di 360 milioni di euro e la previsione, che era stata rilasciata, per il 2007 lo vedeva in crescita. A causa di importanti problemi nell'esecuzione di un grande progetto in Qatar il management di Technip si è visto costretto ad annunciare al mercato che il reddito operativo della società, previsto inizialmente in crescita, avrebbe subito una diminuzione di 120 milioni di euro circa, pari a -33%; la

¹⁹¹ Per le società in cui la scelta contabile è quella di far coincidere l'anno fiscale con quello solare, a gennaio è probabile che i conti per l'anno precedente non siano ancora chiusi. Ecco perché Technip a gennaio 2008 ha rivisto la guidance che aveva fornito sui risultati del 2007, che sarebbero poi stati presentati nel mese di marzo 2008.

notizia ha sconvolto profondamente il mercato e ha provocato una perdita nel giorno stesso dell'annuncio pari a circa l'11% nel valore del titolo.

Per quel che riguarda le società quotate nel mercato italiano Pirelli RE S.p.A. il 5 novembre 2008 ha dichiarato al mercato l'impossibilità, a causa della crisi finanziaria in atto, di confermare il dato di reddito operativo che aveva previsto precedentemente; il titolo il giorno successivo perde il 12% in borsa.

Nel 2010 possono essere ricordati due esempi di imprese italiane che hanno effettuato un *profit warning*. Finmeccanica S.p.A. il 28 gennaio 2010, ha modificato i dati sulla *guidance* rilasciata per il 2009 e per il 2010, mostrando un aumento nei ricavi e nel cash flow per entrambi gli anni, ma una diminuzione abbastanza rilevante del range in cui sarebbe stato compreso l'Ebitda. Il taglio per il 2010 è stato ancora più netto. Il mercato ha accolto la notizia facendo crollare il titolo del 20%, e di un ulteriore 5% dopo che alcuni broker internazionali hanno rivisto i propri giudizi e *target price* a ribasso.

Il 14 maggio 2010 Geox S.p.A. ha presentato i risultati inerenti al primo trimestre 2010 e, contestualmente, ha tagliato le stime per l'anno in corso sia per quanto riguarda i ricavi che per l'Ebitda, rispettivamente, previste inferiori del 4%-5% e del 5%-9% rispetto ai dati comunicati precedentemente agli investitori.

Il *profit warning* di Maire Tecnimont

Maire Tecnimont è stata quotata a novembre del 2007, dunque il suo *track record* è relativamente breve. Come la maggior parte delle società quotate, normalmente, rilascia i risultati annuali a febbraio o marzo dell'anno successivo e, contestualmente, fornisce la *guidance* per l'anno appena cominciato.

A febbraio 2009 Maire Tecnimont si trovava in un momento particolare: mentre il 2008, il primo anno dopo la quotazione, si chiudeva con un quarto

trimestre molto positivo, dall'altra parte la crisi finanziaria mondiale raggiungeva il proprio apice nell'ottobre 2008. Il quadro già disastroso non lasciava, però, presagire che l'impatto sull'economia reale e sulla congiuntura mondiale sarebbe stato ancora più devastante, con la conseguenza di ridurre in modo rilevante, e in alcuni casi azzerare, gli investimenti in grandi nel business in cui opera Maire Tecnimont.

I risultati ottenuti per l'anno 2008 erano molto positivi, sensibilmente al di sopra delle attese. Sulla base delle informazioni disponibili all'epoca, il 2009 si presentava, nel momento del rilascio dei risultati, come un anno in grado di replicare i risultati di quello precedente. Per questo motivo la *guidance* che il management ha fornito è stata in linea con i risultati del 2008. Nonostante ciò la maggior parte degli analisti finanziari impegnati nella "copertura" del titolo era rimasta delusa da tale annuncio, dal momento che sperava in una ulteriore crescita dei risultati rispetto a quelli del 2008¹⁹². Il management, però, ha deciso di non alimentare tali speranze e ha previsto un anno "flat", rispetto al precedente.

Sfortunatamente la crisi finanziaria che ha travolto i mercati nel 2008, come si osservava in precedenza, ha giocato un ruolo fondamentale nel caso che si sta analizzando; infatti l'evento negativo, determinante per il Gruppo, è stata la cancellazione di un importante progetto in Russia, avvenuta all'inizio di aprile 2009 e causata dalla sopraggiunta impossibilità del committente di trovare i finanziamenti necessari al completamento del progetto. Il mercato, informato dell'accaduto, ha giudicato molto severamente l'accaduto, facendo perdere al titolo il 12% il giorno dell'annuncio.

Un mese più tardi Maire Tecnimont ha riportato i risultati del primo trimestre e, in quell'occasione, avrebbe potuto modificare la *guidance* per l'anno, ma ha preferito, nonostante l'entità non indifferente del progetto cancellato,

¹⁹² E' opportuno precisare che nel caso delle società come Maire Tecnimont, il cui business è molto influenzato dalle condizioni macroeconomiche e dalla disponibilità di investimento dei clienti, la pretesa del mercato secondo la quale i risultati dovrebbero sempre migliorare anno su anno, mette una forte pressione al management che non sempre risulta positiva.

confermare i target per la fine dell'anno, ritenendo che altri progetti, con alti margini reddituali, avrebbero garantito il raggiungimento dei target annunciati. Di conseguenza è stato comunicato al mercato che il target per i ricavi sarebbe stato abbassato a €2.400 mn, mentre quello per l'Ebitda sarebbe stato ridotto di poco a €170 mn.

Ad agosto 2009, durante la presentazione dei risultati relativi alla prima metà dell'anno, Maire Tecnimont ha apportato un'altra piccola correzione a ribasso alla *guidance* sui ricavi e ha portato la previsione per l'Ebitda a circa €170 mn (che equivale nel gergo dei mercati a €167-168 mn). L'evoluzione dei nuovi ordini (il *driver* principale per la valutazione del business) di Maire Tecnimont, nel primo semestre 2009, era stato particolare: nei primi 6 mesi la raccolta ordini era stata molto ridotta, per via della pessima congiuntura mondiale, in seguito, a luglio, il Gruppo ha vinto la gara per il più grosso contratto *EPC*¹⁹³, insieme ad un partner giapponese, pari a \$4,7 mld, con una quota per Maire Tecnimont pari a €1,7 mld.

A novembre, tuttavia, avendo preso nota dell'andamento del business, della raccolta ordini, della svalutazione del dollaro, dell'andamento negativo della gestione finanziaria, nonché del cambiamento della composizione dei ricavi in relazione alle diverse Business Unit, il Consiglio di Amministrazione ha deciso, insieme al Presidente e Amministratore delegato, di informare il mercato, tramite il comunicato stampa dei risultati del 3° trimestre, che i target per l'anno 2009 sarebbero stati ridotti; in particolare la revisione avrebbe condotto ai seguenti risultati:

- Ricavi: € 2.100 mn (da circa € 2.400 mn)
- EBITDA: € 130 mn (da circa € 170 mn)
- Utile netto (al netto degli interessi di terzi): € 80 mn (da circa € 100 mn)

¹⁹³ Engineering, Procurement and Construction.

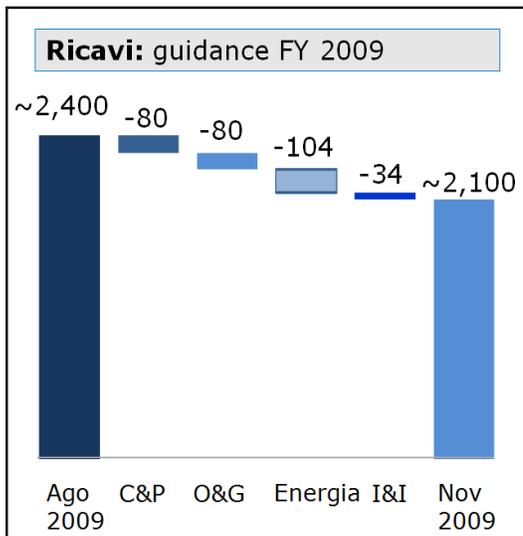
L'annuncio ha suscitato grande sorpresa nel mercato provocando, come si avrà modo di osservare in modo approfondito nel seguito, una riduzione del valore del titolo pari al 19% solamente in quel giorno.

L'analisi ex-post della vicenda permette di affermare che la società ha commesso un triplo errore:

- 1) il primo è stato quello di aver comunicato dei target di risultati, derivanti dal processo di pianificazione interna, senza il giusto margine di prudenza. A riguardo il contesto economico-finanziario ha giocato un ruolo determinante, data la rilevanza della crisi mondiale, i cui effetti non erano stati previsti e anticipati;
- 2) il secondo, forse l'errore più grande compiuto dal management, è stata la mancata tempestività nel comunicare al mercato la situazione negativa che stava colpendo l'operatività del Gruppo; il mercato, infatti, ammette che un progetto possa essere cancellato o che alcuni costi possano lievitare o che un contenzioso possa essere perso, ma quello che non può essere accettato è che la società tenti in qualche modo di nascondere o di ritardare la comunicazione agli investitori. Se la società avesse dichiarato nello stesso comunicato stampa, in cui ha annunciato la cancellazione del progetto, una revisione della *guidance*, ma anche se lo avesse fatto ad agosto, probabilmente il mercato non avrebbe reagito in modo così pesantemente negativo;
- 3) infine, non considerando il fatto che il mercato desidera una ragionevole e chiara spiegazione del *profit warning*, il management non ha fornito, contestualmente all'annuncio della revisione, alcun *break-down* esplicito dei numeri. Durante la *conference call*, la sera dopo il CdA, le spiegazioni fornite sono state ritenute vaghe e insufficienti dagli analisti che coprono il titolo. Solo in un momento successivo sono state fornite al mercato spiegazioni ulteriori, la cui illustrazione grafica è riportata nelle due figure seguenti. Una volta

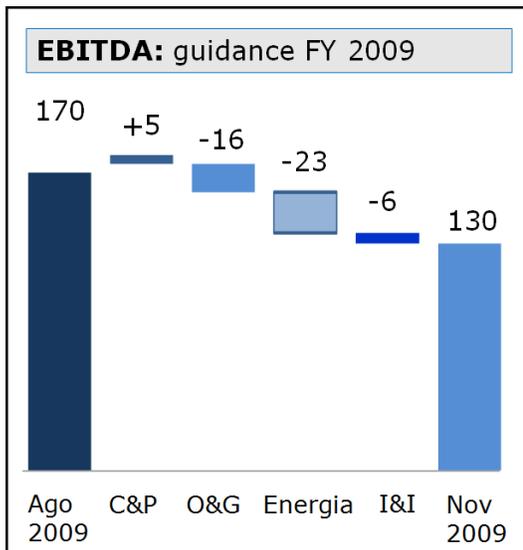
chiarito come era stato possibile perdere € 40 mn di EBITDA, il mercato ha potuto fare le proprie valutazioni.

I punti 2 e 3 sono assolutamente coerenti con ciò che è stato già scritto nel resto del lavoro: il mercato desidera di poter avere fiducia e la fiducia si costruisce solamente sulla trasparenza.



Come già scritto, durante il *roadshow* che ha seguito l'annuncio del ribasso della *guidance*, il management ha mostrato le slide riportate a lato.

Dal primo dei due riquadri si nota quale sia stato il contributo delle diverse *business unit* alla correzione della *guidance*. L'area operante nel chimico e petrolchimico, in misura pari all'oil&gas, ha comportato una diminuzione nei ricavi pari ad 80 milioni di euro; il taglio sul *power* è stato più pesante, 104 milioni di euro, mentre meno grave è risultato il contributo delle infrastrutture e le ingegneria civile. La logica sottostante alla seconda figura a sinistra è la medesima della prima; la BU c&p comportò un miglioramento della marginalità, mentre o&g e power apportarono una riduzione del 16 e 23 milioni di euro rispettivamente.



La ragione principale che ha provocato la revisione dei ricavi e del relativo margine è stata la generalizzata tendenza a rimandare l'assegnazione o l'avvio dei nuovi progetti da parte dei clienti. Tale politica rifletteva l'impatto del rallentamento economico e l'atteggiamento più prudente dei clienti nell'eseguire o intraprendere nuovi progetti di investimento in grandi opere.

Reazione del titolo

Per analizzare la reazione del titolo si è deciso di prendere in esame due momenti temporali, uno precedente al *profit warning*, esattamente il 22 ottobre 2009, e uno successivo, il 26 novembre 2009. In Figura 5.9 è mostrato l'*earning per share*, considerato come media delle stime degli analisti, il *price to earnings*, e il prezzo di mercato alla chiusura della giornata preso in considerazione. Inoltre è indicata la media dei P/E relativi ai *peers* europei di Maire Tecnimont.

Figura 5.9

	Maire Tecnimont			
	EPS	P/E 2009	Media Settore P/E 2009	Prezzo
Pre Profit Warning	0.30	10.1	14.5	3.08
Post Profit Warning	0.24	8.7	13.6	2.08
Differenza	-21.02%	-14.19%	-6.21%	-32.47%

Fonte: Reuters

Come si vede, prima della correzione delle previsioni, l'EPS era pari a 0,30, il prezzo di mercato era 3,08 e il multiplo era 10,1x. Il *profit warning* ha comportato una riduzione delle stime sull'EPS del 21%, mentre il prezzo è sceso del 32,5%. La reazione, come è possibile osservare, è stata molto importante e soprattutto più ampia rispetto alla revisione delle stime.

La maggior parte degli analisti, nei report che hanno seguito la comunicazione al mercato, ha sostenuto che Maire Tecnimont avesse perso

buona parte della fiducia che aveva nel tempo conquistato negli investitori e che quindi avrebbe dovuto pensare solamente a guadagnarla di nuovo. Ma cosa vuol dire perdita di fiducia? Una possibile risposta è che l'investitore improvvisamente ha visto modificare la percezione che aveva della società e della sua capacità di comunicare con il mercato in modo trasparente e tempestivo.

L'analisi che segue permette di analizzare quale possa essere stato l'effetto aggiuntivo della perdita di fiducia degli investitori.

Figura 5.10

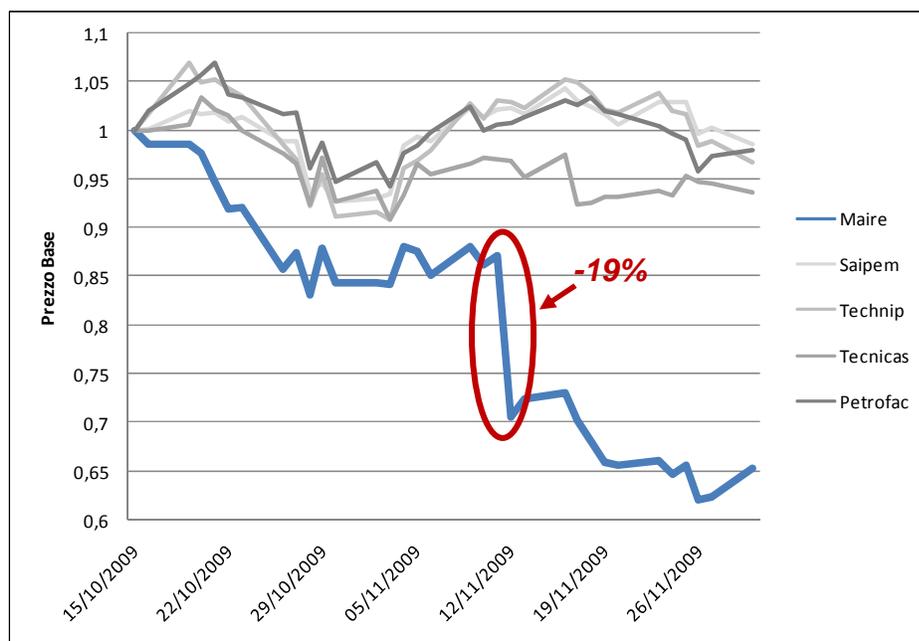
	Maire Tecnimont				Key
	EPS	P/E 2010	Prezzo		
Pre Profit Warning	0.304	10.1	3.08		
(scenario)	0.246	10.1	2.49		<i>Diminuzione del prezzo provocata dal cambiamento delle stime per il 2010</i>
	-19%	0%	-19%		
(scenario)	0.246	9.5	2.35		<i>Diminuzione del prezzo provocata dal peggioramento del settore</i>
	-19%	-6%	-24%	-5%	
Post Profit Warning	0.246	8.4	2.08		
Differenza	-19%	-17%	-32%	-9%	<i>Ulteriore diminuzione del prezzo</i>

Fonte: Reuters

Per farlo si consideri la figura 5.10 in cui, oltre ai momenti temporali pre e post *profit warning*, sono stati ipotizzati due ulteriori scenari. Il primo è quello che permette di osservare quale sarebbe dovuto essere il prezzo se fossero cambiate solamente le stime sui risultati della società e quindi sull'EPS; lasciando il P/E invariato il prezzo scende del 19% a 2,49 euro per azione. Il secondo passaggio consiste nel far diminuire il P/E di una percentuale pari alla diminuzione mostrata dalla media dei multipli dei *peers* europei all'interno del periodo di osservazione. Si tratta di un peggioramento del 6% circa, che conduce il P/E di Maire Tecnimont a 9,5x e il prezzo a scendere ancora a quota 2,35 euro per azione. La restante diminuzione del 9% del prezzo, che il 26 novembre 2009 era a quota 2,08 euro per azione, può avere come causa la volontà degli investitori di attribuire uno sconto ulteriore al Gruppo per

tenere conto del fatto che un *profit warning* condiziona molto negativamente il rapporto tra un'impresa e gli investitori¹⁹⁴.

Figura 5.11



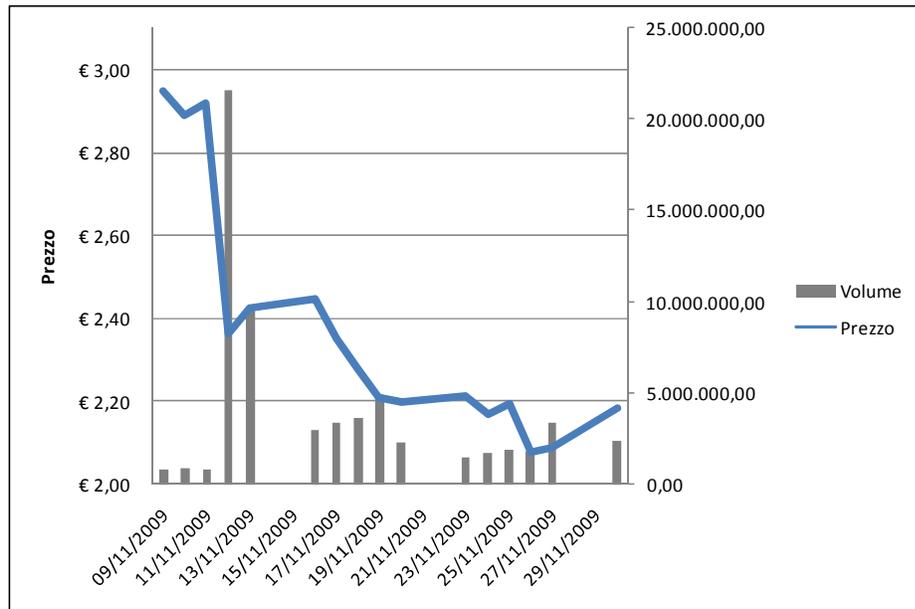
Fonte: Bloomberg

Il grafico illustra l'evoluzione del titolo Maire Tecnimont, nell'intervallo temporale considerato, in confronto con quello dei *peers* europei. Come si può notare già a partire dal 20 ottobre l'azione non riusciva a performare come i titoli dei concorrenti; il 12 novembre, il giorno dopo il *profit warning*, il grafico mostra una caduta molto rilevante del titolo, pari al 19% in un solo giorno. Nei giorni seguenti il titolo, dopo un piccolo rimbalzo positivo, è continuato a scendere fino alla fine di novembre.

¹⁹⁴ Guatri in merito sostiene che nei processi valutativi il tasso di rischiosità debba incorporare una componente maggiorativa che rappresenti il rischio di informazione; si tratta, sempre secondo l'autore, di una componente che raramente trova spazio nei modelli perché difficilissima da stimare viste l'enorme numero di variabili in gioco. In situazioni negative, spesso, a causa di tale impossibilità di stima il mercato tende a reagire attribuendo lo sconto massimo alla valutazione e di conseguenza al valore dell'azione.

Nel grafico successivo è illustrato un focus sull'evoluzione del solo titolo Maire Tecnimont nel periodo dal 9 novembre in poi. Anche i volumi, evidenziati dalle barre grigie, mostrano come il mercato abbia scambiato tantissimo il titolo nella giornata del 12 novembre, negoziazioni che, purtroppo, hanno avuto luogo per la maggior parte dei casi per vendere le azioni detenute.

Figura 5.12



Fonte: Bloomberg

Il *profit warning* ha turbato il mercato e lo sconto che ne è scaturito è la dimostrazione che la trasparenza e la tempestività nella comunicazione finanziaria rappresentano degli aspetti ritenuti irrinunciabili per il mercato; anche il solo sospetto che possa venir meno uno dei due induce gli investitori a pensare che possano esistere dei problemi a livello aziendale o, ancora peggio, una scarsa attenzione nei confronti dell'esigenza informativa della comunità finanziaria. *Profit warning* vuol dire ricostruire la fiducia e rappresenta un fenomeno le cui conseguenze non possono essere smaltite in

poco tempo; per rendere meglio l'idea è possibile riportare un'espressione utilizzata da un'importante analista finanziario italiano in merito alla fiducia tra un'impresa e il mercato: *"10 years to build, 10 minutes to destroy"*.

Roadshow

Nei capitoli precedenti è stata messa in evidenza l'importanza del *roadshow* per la diffusione del valore dell'impresa. In genere, dopo il rilascio dei risultati, l'Amministratore Delegato (CEO) o il Direttore Generale (Chief Operating Officer, COO) o il Chief Financial Officer ("CFO") insieme all'IR visitano le principali piazze finanziarie per presentare la società e la sua performance agli investitori istituzionali, sia a quelli che già hanno titoli in portafoglio sia a coloro che ancora non hanno delle posizioni aperte; infatti per entrambe le categorie è fondamentale avere la possibilità di incontrare periodicamente il management e poter avere un contatto personale con il soggetto che rappresenta l'impresa nella comunità finanziaria. Il *roadshow* è un momento di grande importanza per l'instaurazione di un rapporto di fiducia con il mercato. Durante gli incontri gli investitori hanno la possibilità di porre tutte le domande che desiderano e riescono a ricevere spiegazioni molto approfondite sulle scelte operative e le dinamiche di valore che hanno condotto l'impresa ad ottenere determinati risultati; inoltre è l'occasione per ricevere un quadro, più dettagliato rispetto alla presentazione della *conference call*, del posizionamento competitivo dell'impresa e dell'*outlook* per il futuro del business.

Roadshow Maire Tecnimont marzo-aprile 2010

Il *roadshow*, iniziato il 10 marzo 2010 a seguito del rilascio dei risultati dell'anno 2009, ha visto la partecipazione dell'Amministratore Delegato del Gruppo e del team di Investor Relations di Maire Tecnimont¹⁹⁵. Gli incontri, circa quaranta, sono iniziati a Milano, per poi proseguire negli Stati Uniti e terminare nel Regno Unito il 26 marzo. Il caso specifico è molto interessante da esaminare perché permette di osservare come una comunicazione finanziaria attenta e mirata riesca a far comprendere molto meglio agli investitori le leve di creazione di valore dell'impresa e permetta al titolo di far registrare performance molto positive.

Illustrare il cambiamento strategico

Come già osservato in precedenza Maire Tecnimont si è resa protagonista di due importantissime acquisizioni, la prima di Stamicarbon ad ottobre 2009 e la seconda di Sofipart S.r.l., che controlla Technip KTI, a marzo 2010. Le due operazioni straordinarie hanno segnato l'inizio di un fondamentale cambiamento strategico del Gruppo ed era fondamentale che gli investitori e il mercato capissero attentamente quali fossero le dinamiche e le implicazioni del nuovo assetto, per comprendere le nuove potenzialità di crescita del Gruppo.

Fino al completamento delle due acquisizioni l'attività del Gruppo era focalizzata moltissimo sul settore poliolefine, di cui era ed è *leader* a livello globale, mentre nell'o&g il livello di attività era inferiore e le altre due *business unit* presentavano un'importanza minore in termini di ricavi e di margini. Il mercato attribuiva un peso molto negativo a tale focalizzazione che, in

¹⁹⁵ Parlare di ultimo *roadshow* non è corretto, dal momento che l'IR della società ha incontrato alcuni investitori nelle piazze di Milano e Londra anche dopo la presentazione dei risultati del primo trimestre 2010.

aggiunta, riguardava un business molto ciclico, e ciò rappresentava uno dei motivi alla base dello sconto del titolo in borsa. Le due acquisizioni hanno significativamente rivoluzionato tale modello:

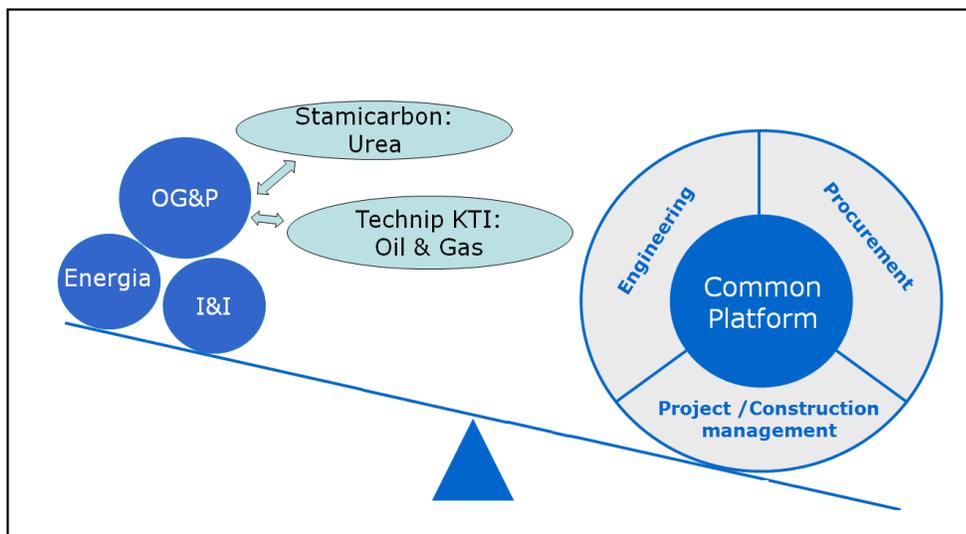
- Stamicarbon è uno dei *leader* mondiali nello sviluppo e concessione delle licenze e delle tecnologie per la produzione di urea, un fertilizzante molto diffuso; il suo controllo permetterà a Maire Tecnimont di ritornare nel mercato dei fertilizzanti, dove una volta il Gruppo Montedison era leader mondiale. Inoltre, il settore fertilizzante è in grande espansione soprattutto nel continente asiatico e, in più, meno ciclico rispetto a quello dei poliolefina. Stamicarbon verrà consolidata integralmente da Maire Tecnimont a livello di reportistica, ma resterà una società operativa a tutti gli effetti distinta: in questo modo avrà la possibilità di mantenere il suo business model aperto e i rapporti commerciali con altri *contractor* (concorrenti di Maire Tecnimont) che vogliono costruire impianti utilizzando le licenze di proprietà di Stamicarbon¹⁹⁶. Nello stesso tempo Stamicarbon collaborerà con Tecnimont fornendogli preziose informazioni sui progetti in pianificazione, facendo *joint marketing* per offrire un pacchetto di servizi completi e coordinando lo sviluppo delle tecnologie del Gruppo;
- Technip KTI è una società di ingegneria di processo attiva nella progettazione e realizzazione di impianti di medie dimensioni nel settore petrolchimico e oil&gas, soprattutto per strutture di recupero dello zolfo e trattamento del gas, dove la società dispone anche di tecnologie proprietarie. Technip KTI fornirà un rilevante portafoglio di competenze nell'ambito dell'o&g, tale da garantire un notevole consolidamento del Gruppo in questo campo. Inoltre l'acquisizione

¹⁹⁶ E' particolare notare che, nonostante il fatto che Tecnimont fosse nominato uno dei 7 contractor approvati, da 2002 Tecnimont non ha mai realizzato un impianto fertilizzante utilizzando tecnologia della Stamicarbon.

darà la possibilità a Maire Tecnimont di costituire un importante polo o&g a Roma, che offre un altro bacino di talento ingegneristico nel campo o&g.

La figura 5.13 riporta la stessa figura precedente del *business model*, ma mette in evidenza come le due acquisizioni abbiano decisamente rinforzato le competenze ed il posizionamento nel business del Gruppo. Infatti, a valle di queste acquisizioni, Maire Tecnimont ha deciso fondere i 2 *business unit* Oil&Gas e Chimico & Petrolchimico in una BU unica. Quest'ultima è il settore in cui storicamente Maire Tecnimont è stata in grado di raggiungere i risultati migliori in termini non solo di fatturato, ma di margini, che rappresentano un punto di grande interesse per gli investitori. Grazie alla maggiore diversificazione nel settore petrolchimico garantita dal business di Stamicarbon e l'aumento della specializzazione grazie a Technip KTI nel settore O&G, il Gruppo ha avviato un processo per divenire uno degli attori principali di EPC a livello globale nel settore idrocarburi.

Figura 5.13



Reazione del titolo

Durante il Roadshow il management ha evidenziato la significativa potenzialità, già parzialmente realizzata, che il Gruppo dispone grazie alla sua nuova configurazione. Nonostante il fatto che le due acquisizioni fossero state annunciate al mercato per mezzo di comunicati stampa, è stato necessario sottolineare durante gli incontri one-on-one svolti nel Roadshow l'importanza di questo cambiamento radicale. Per diversi analisti e investitori, infatti, il Gruppo Maire Tecnimont era rimasto un specialista nel settore poliolefine, senza diversificazione.

E' possibile comprendere l'effetto dell'ottimo lavoro di comunicazione che è stato svolto durante gli incontri mediante due differenti analisi. La prima consiste nella stessa metodologia quantitativa che è stata illustrata per il *profit warning*.

Figura 5.14

	Maire Tecnimont			
	EPS	P/E 2010	Media Settore P/E 2010	Prezzo
Pre Roadshow	0.257	8.9	13.3	2.28
Post	0.263	12.4	14.1	3.27
Post Roadshow	2.42%	40.04%	6.02%	43.42%

Fonte: Reuters

In figura 5.14 si nota che il prezzo del titolo è passato da un valore di 2,28 a 3,27 euro per azione. Si tratta di un aumento pari al 43% in poco più di un mese. Oltre all'aumento del prezzo, si deve anche notare che, successivamente al *roadshow*, almeno 2 investitori istituzionali hanno "preso una posizione" rilevante, ossia, sopra il 2%, rendendo necessaria la comunicazione di ciò a Borsa Italiana e a Consob.

A prescindere dalla porzione di aumento attribuibile al *roadshow*, si tratta comunque di un risultato straordinario la cui base informativa va analizzata in

dettaglio, tenendo, però, presenti due importanti precisazioni. La prima riguarda il fatto che i piani e le politiche comunicative dell'Investor Relations sono, in genere, costruiti per provocare un incremento del valore dei titoli in un orizzonte temporale di medio/lungo periodo. La seconda precisazione, strettamente collegata alla prima, ha per oggetto il forte sconto che il mercato attribuiva a Maire Tecnimont prima dell'inizio del *roadshow*. In sostanza, come si può vedere in figura 5.15, lo sconto sul multiplo EV/Ebitda era pari al 53% (per il 2009) e quello sul P/E si attestava al 33% per il 2009 e a quasi il 40% per il 2010. Ciò significa che le azioni di Maire Tecnimont erano scambiate ad un prezzo sensibilmente inferiore rispetto ai peers.

Figura 5.15

Gruppi E&C Europei	EV/EBITDA		P/E	
	2009E	2010E	2009E	2010E
Maire Tecnimont	3.3	2.9	9.5	8.1
Saipem	8.3	8.1	15.9	15.2
Tecnicas Reunidas	9.8	8.7	15.8	13.8
Technip	4.7	5.5	13.3	16.0
Petrofac	9.5	6.2	16.5	12.1
Media European E&C *	7.1	6.3	14.2	13.0
Sconto Maire Tecnimont vs la media	-53%	-54%	-33%	-38%

Fonte: Bloomberg

Tra le motivazioni alla base di tale forte sconto, certamente, c'è il fatto che Maire Tecnimont è l'impresa di più recente quotazione tra quelle del *panel*. Per questo motivo gli investitori sono disposti a pagare di meno le azioni di una società "giovane" in confronto a quanto pagherebbero quelle di una società più esperta, perché reputano la prima, a parità di business, più rischiosa. Inoltre una società operante da poco in determinati settori ha un *track record* sicuramente meno rilevante di quello dei concorrenti in termini di profittabilità e capacità di esecuzione; ciò garantisce una visibilità inferiore sulle potenzialità di creazione di valore e di generazione di profitti. Un altro motivo è rappresentato dalla dimensione della capitalizzazione e soprattutto

del flottante: Maire Tecnimont ha un flottante pari a circa 34%. Lo scambio giornaliero è, quindi, ben al di sotto dei 10 milioni di euro che diversi fondi esigono prima di investire¹⁹⁷. Una parte rilevante dello sconto è, tuttavia, da attribuire alla perdita di fiducia del mercato nei confronti dell'impresa e del management, probabilmente a causa del *profit warning* sopra descritto.

Il fatto che il titolo fosse così scontato è in grado di fornire una spiegazione, seppure parziale, ad una performance così ragguardevole in un periodo temporale ristretto come quello in considerazione; uno dei motivi, dunque, alla base dell'enorme successo del *roadshow* è stato, probabilmente, la capacità del management di riaccendere l'interesse in un titolo che era stato un po' accantonato, quando al contrario rappresentava una scelta razionale e conveniente per investitori con mire di lungo termine.

Lo schema rappresentato in figura 5.16, come è stato già effettuato per l'esempio precedente, può essere scomposto in due passaggi che permettano di evidenziare quale sia stato l'effettivo contributo della comunicazione finanziaria all'incremento di valore del titolo, o meglio al miglioramento della percezione degli investitori e al ritorno dell'interesse nei confronti della società.

Figura 5.16

	Maire Tecnimont				
	EPS	P/E 2010	Prezzo		Key
Pre Roadshow	0.257	8.9	2.28		
(scenario)	0.263 2%	8.9 0%	2.34 2%	2%	<i>Incremento del prezzo provocato dal cambiamento delle stime per il 2010</i>
(scenario)	0.263 2%	9.4 6%	2.48 9%	6%	<i>Incremento del prezzo provocato dal miglioramento del settore</i>
Post Roadshow	0.263	12.4	3.27		
Differenza	2%	40%	43%	35%	<i>Ulteriore incremento del prezzo</i>

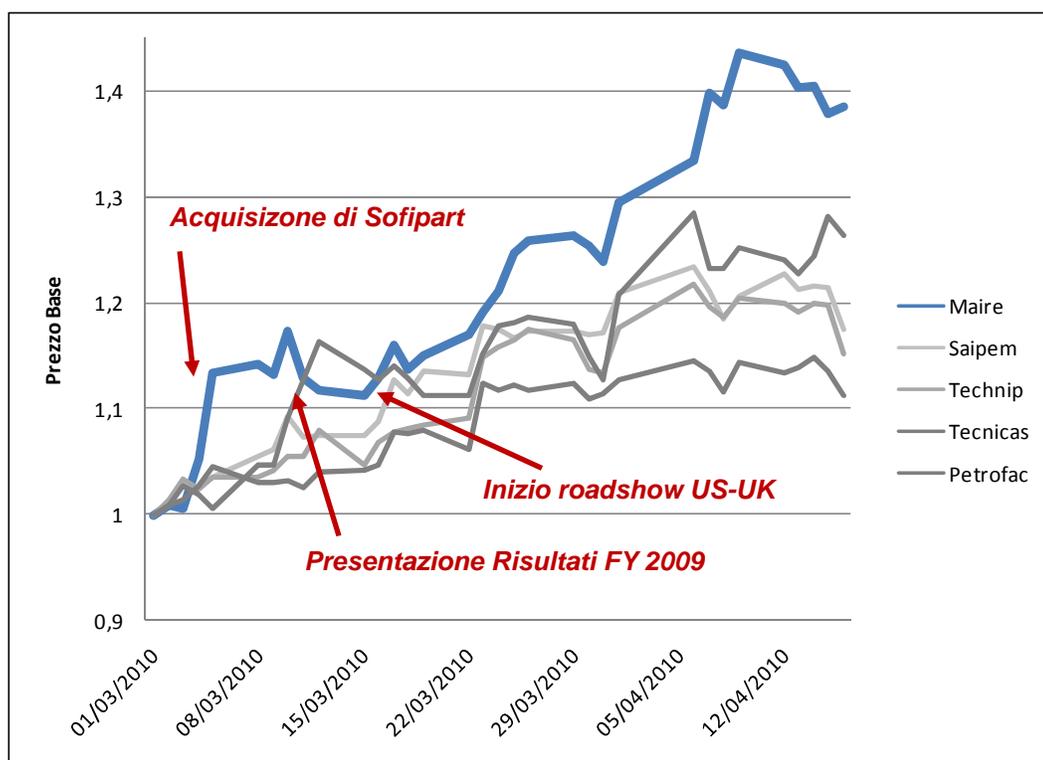
Fonte: Bloomberg

Come si può notare il primo passaggio dell'analisi è rappresentato dalla considerazione del miglioramento delle stime degli analisti sull'EPS per l'anno

¹⁹⁷ Questo per garantire un minimo di flessibilità nella creazione di una posizione d'investimento.

in corso, che fa aumentare il titolo del 2%. Il secondo *step* consiste nell'aumentare il multiplo P/E del Gruppo nella stessa misura dell'aumento che ha caratterizzato la media dei multipli P/E del settore nello stesso periodo; si tratta di un aumento del 6% (come mostra la figura 5.15). In questo modo il P/E passa da 8,9x a 9,4x e, di conseguenza, il "prezzo di scenario" arriva a 2,48 euro per azione. Il restante incremento del prezzo, tale da raggiungere il valore di 3,27 euro per azione, è stato del 35%: ciò significa che l'efficacia della comunicazione finanziaria durante il *roadshow* si è tradotta in un miglioramento "netto" pari al 35% del valore del titolo.

Figura 5.17



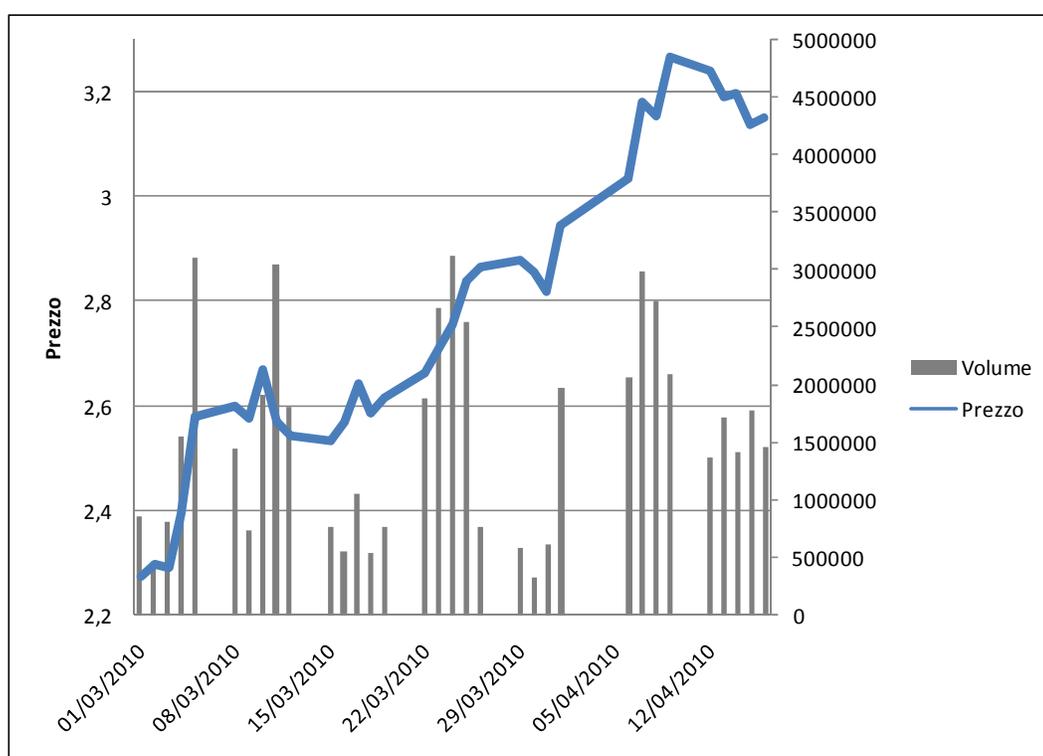
Fonte: Bloomberg

Il grafico mostrato in figura 5.17 illustra l'andamento del titolo Maire Tecnimont in confronto con i principali concorrenti europei. Tutti i titoli in oggetto hanno performato in modo positivo, ma, grazie all'annuncio

dell'acquisizione di Sofipart S.r.l. e al *roadshow*, hanno permesso a Maire di avere un'evoluzione molto migliore rispetto a quella dei *peers*.

Nella figura successiva, in modo analogo a quanto fatto precedentemente, è illustrato il solo andamento dell'azione del Gruppo con i relativi volumi di scambio. I volumi di scambio giornalieri in questo caso sono un'informazione molto rilevante perché permettono di avere un'idea di come sia effettivamente aumentato l'interesse nel titolo durante il *roadshow*.

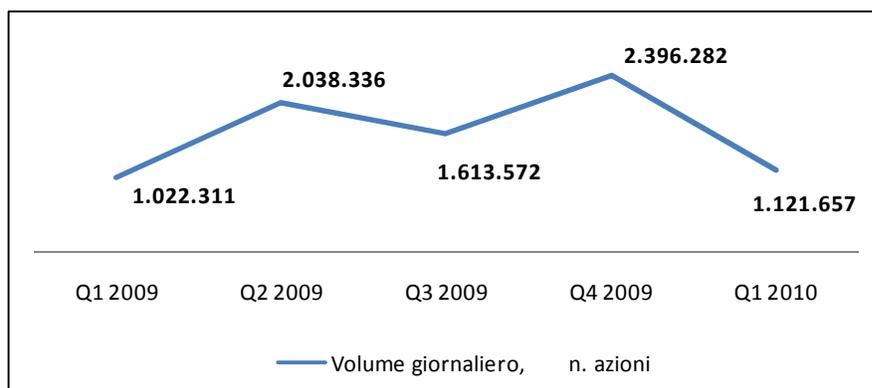
Figura 5.18



Fonte: Bloomberg

Come si vede gli scambi hanno raggiunto dei picchi anche superiori ai 3 milioni di azioni scambiate in un solo giorno. Il confronto con la figura 5.19 mostra come i volumi raggiunti nel periodo considerato, siano stati molto maggiori rispetto alla media dei volumi giornalieri di scambio relativa ai quattro trimestri del 2009 e al primo del 2010.

Figura 5.19



Fonte: Bloomberg

Figura 5.20

Gruppi E&C Europei	EV/EBITDA		P/E	
	2010E	2011E	2010E	2011E
Maire Tecnimont	5.3	4.3	12.5	10.0
Saipem	9.4	8.3	18.6	16.7
Tecnicas Reunidas	10.4	9.2	16.0	14.0
Technip	6.9	6.2	19.3	16.8
Petrofac	8.3	7.3	15.6	14.0
Media European E&C *	8.1	7.1	16.4	14.3
Sconto Maire Tecnimont vs la media	-35%	-39%	-24%	-30%

Fonte: Bloomberg

Il confronto tra le figure 5.15 e 5.20 mette in luce che, al termine del *roadshow*, i multipli di Maire Tecnimont erano molto diversi da prima. Ciò si è tradotto in una sensibile riduzione dello sconto che il mercato attribuiva alla società: lo sconto sul multiplo P/E per il 2010 è passato dal 33% al 24%, mentre quello per il 2011 dal 38% al 30%; la riduzione è stata molto forte anche per lo sconto sull'EV/Ebitda che è passato dal 53% al 35% per il 2010 e dal 54% al 39% per il 2011.

La performance del titolo rispetto ai *peers* fornisce un'indicazione fondamentale all'Investor Relator, riguardo alla percezione del mercato per quanto riguarda l'impresa e le sue prospettive di creazione di valore.

Conclusione

Il mercato finanziario rappresenta un incredibile strumento per lo sviluppo dell'intero sistema economico globale; inoltre è un mezzo molto valido e immediato con il quale le imprese riescono a comprendere come sono valutate dagli investitori e ad ottenere ingenti somme di capitali. Come per la maggior parte degli strumenti caratterizzati da un forte potenziale a livello positivo, esiste il rovescio della medaglia; infatti, come dimostrano gli eventi degli ultimi tre anni, il mercato finanziario, grazie ad un insieme di scelte errate degli operatori, è stato in grado di provocare una crisi che si è riflessa sull'economia reale, condizionando produzione e occupazione. La prima motivazione di ciò risiede sicuramente nel fatto che la stessa economia reale ha lasciato che operazioni finanziarie troppo rischiose guadagnassero troppo spazio all'intero dei modelli di business delle imprese; è stato come un ribaltamento dei ruoli: la finanza ha smesso di essere strumentale all'attività reale e ha iniziato ad esserne protagonista. Ciò è assolutamente sbagliato ed è necessario che tutti coloro che detengono il potere decisionale a livello politico e a livello imprenditoriale se ne rendano conto al più presto. Il ruolo errato assunto dal mercato finanziario sembrerebbe essere la principale motivazione alla base della crisi che l'intero sistema economico globale sta attraversando. In via secondaria possono essere rintracciate una miriade di altri fattori in grado di giocare ruoli più o meno importanti all'interno del mercato finanziario; tra questi sicuramente molto importante risulta la circolazione delle informazioni e la trasparenza che contraddistingue il mercato finanziario. A livello teorico sembrerebbe ormai assodato che tutti gli operatori hanno l'obbligo di agire al fine di incrementare la trasparenza e la fiducia. Nel momento in cui si scrive si è appena chiuso un *meeting* dei 34 Ministri e Rappresentati dei Paesi membri dell'OECD, durante il quale è stato

redatto un documento con 10 regole, di cui una esprime ancora una volta l'importanza della diffusione di tutte le informazioni rilevanti che riguardano le imprese, la loro attività operativa, le performance finanziarie e non, la situazione patrimoniale, le previsioni e i rischi; l'inserimento di tale regola fa presupporre che, al contrario di quanto affermato in precedenza, non si tratti di un aspetto così scontato. Forse sono ancora necessari degli sforzi per diffondere tra gli agenti finanziari la consapevolezza che la trasparenza dei mercati sia un requisito indispensabile, anche per evitare crisi come quella attuale. L'importanza di queste considerazioni ha portato alla scelta del tema centrale del lavoro: la circolazione e diffusione delle informazioni. In particolare ci si è concentrati sull'attività di comunicazione economico-finanziaria che le imprese quotate devono svolgere nei confronti del mercato finanziario.

Come è noto lo scopo primario delle imprese è la creazione di valore, ma se tale valore non viene percepito dal mercato, una parte degli sforzi viene vanificata; il lavoro si è, dunque, focalizzato sulla funzione dell'Investor Relations, principale veicolo sul quale viaggiano le informazioni finanziarie di un'impresa, per dimostrare che il suo operato è in grado di incrementare notevolmente il valore del titolo. La relazione che c'è tra la diffusione e la creazione di valore è particolare: è certo che la creazione di valore passi attraverso le capacità operative e strategiche dell'impresa, ma è altrettanto sicuro che l'attività di diffusione delle potenzialità presenti e future dell'impresa, sia in grado di incrementare il valore.

Nel corso del primo capitolo si è cercato di contestualizzare l'argomento all'interno della teoria dell'impresa, riportando alcune delle importanti conclusioni a cui questa è giunta durante il secolo scorso. Considerando il problema delle asimmetrie informative come uno degli ostacoli più rilevanti al raggiungimento dell'efficienza nei mercati, è stato tracciato un sentiero ideale tra alcuni dei più famosi contributi letterari in materia, che, partendo da Coase e dai costi di transazione, ha toccato la teoria dei *lemons* di Akerlof e quella

del *managerial behaviour* di Jenkins e Meckling, per poi approdare allo studio sull'efficienza informativa dei mercati finanziari di Fama e all'analisi delle dinamiche di evoluzione dei corsi azionari, passando per la *dividend theory* di Modigliani e Miller.

Il secondo capitolo ha fornito una descrizione dettagliata della comunicazione economico-finanziaria e di quali siano le diverse classificazioni esistenti e i destinatari. Una particolare attenzione è stata riservata alla distinzione tra la comunicazione finanziaria obbligatoria e quella volontaria, la cui comprensione è necessaria non solo per inquadrare al meglio l'argomento trattato, ma anche perché delineare la linea di confine tra le due permette di valutare gli sforzi delle imprese verso l'aumento della trasparenza.

Nel terzo capitolo l'introduzione della figura dell'Investor Relator, dei suoi obiettivi e strumenti ha permesso di entrare nel cuore del lavoro, ossia la relazione tra la diffusione delle informazioni e il valore dell'impresa. È stato descritto il frutto di un'attività di ricerca tra diversi contributi teorici sul tema: la costruzione di una catena che legasse, in via indiretta, l'attività dell'IR con il costo del capitale proprio dell'impresa e quindi il valore.

Nel quarto capitolo è stato sviluppato il tema attraverso un'analisi empirica svolta nel mercato italiano sulle imprese appartenenti all'indice Ftse Mid Cap, che ha dimostrato quella che è stata rinominata la "Catena del Valore" dell'Investor Relations, ossia la successione di correlazioni tra grandezze osservabili dai dati di ciascuna impresa, in grado di evidenziare la relazione positiva, ma sempre indiretta esistente tra il lavoro dell'Investor Relations e il valore dell'impresa.

Il quinto ed ultimo capitolo è stato redatto grazie alle esperienze analizzate e vissute durante uno stage nel team di Investor Relations di Maire Tecnimont S.p.A.. Si tratta di due casi rilevanti, attraverso i quali è possibile analizzare a livello pratico quanto sia importante per gli investitori l'attività di comunicazione. In particolare il primo caso ha descritto la reazione del titolo ad un *profit warning*, mentre il secondo ha raccontato un'incredibile storia di

successo che ha visto protagonista il team di Investor Relations di Maire Tecnimont S.p.A. e la sua eccellente attività comunicativa.

Bibliografia

Ackoff R.L., "Redesigning the future", John Wiley and Sons (1974).

Akerlof G.A., "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3. (1970), pp. 488-500.

Alchian A., Demsetz H., "Production, information costs, and economic organization", American Economic Review 62 (1972), pp 777-795.

Amihud Y., "Illiquidity and stock returns: Cross-section and time series effects", Journal of Financial Markets, n.5 (2000), pp 31-56

Amihud Y., Mendelson H., "Asset pricing and the bid-ask spread", Journal of Financial Economics, n.17 (1986), pp 223-249

Anand M.S., "Investor Relations", Icfaj University Press (2007).

Anolli M., Petrella G., "Qualità della negoziazione e tutela dell'investitore", Rivista di Politica Economica, Vol. 98, n.1 (2008), pp 295-353

Ansoff H., "Strategia aziendale", Etas Kompass (1968).

Bachelier L., "Théorie de la spéculation", Annales Scientifiques de l'École Normale Supérieure, Vol. 3, n.17 (1900), pp. 21-86

Balducci D., "La valutazione dell'azienda", Nona edizione, Edizioni Fag (2006)

Barone E., Cuoco D., "Il mercato mobiliare" Banca d'Italia (1989)

Berle A., Means G., "The Modern Corporation and Private Property", World Inc (1932)

Bhole L.M., Mahakud J., "Financial Institutions and Markets", Tata McGraw-Hill (2009)

Bhushan R., "Firm characteristics and analyst following", Journal of accounting & Economics, n.11 (1989), pp 225-274

Bissessur S.W., "Earnings quality and earnings management: the role of accounting accruals", Rozemberg Publishers (2008)

Borsa Italiana, "Guida alla Valutazione" (2010).

Branciarri S., "La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari", Franco Angeli (2003)

Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., "Corporate Finance", Ottava edizione – McGrawHill (2006).

Brennan M.J., Subrahmanyam A., "Investment analysis and price formation in securities markets", Journal of Financial Economics, n.38 (1995), pp 361-381

Brennan M.J., Subrahmanyam A., "Market Microstructure and Asset Pricing: on the compensation for Illiquidity in stock returns", Journal of Financial Economics, n.41 (1996), pp 441-464

Brennan M.J., Tamarowski C., "Investor Relations, Liquidity, and Stock Prices", Journal of Applied Corporate Finance, Vol 12, n.4 (2005), pp 26-37

Bruni F., Campisi D., Rossi F., “Capital Asset Pricing Model e Three-Factor Model. Un’analisi empirica sul mercato azionario italiano”

Bruni G., “Contabilità del valore per aree strategiche d'affari”, Giappichelli (1999)

Buonocore V. (a cura di) “Manuale di Diritto Commerciale” Settima edizione, G. Giappichelli Editore (2006)

Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., “Indici di bilancio” Seconda edizione – Giuffrè Editore (2003).

Chandra P., “Investment Analysis and Portfolio Management”, Tata McGraw-Hill (2008)

Chiappetta-Tofanelli, “Informazione societaria e mercato mobiliare”, Giuffrè (1993)

Coase R.H. “The Nature of the Firm” *Economica*, New Series, Vol. 4, n. 16 (1937), pp. 386-405

Coda V., “L’orientamento strategico di fondo”, Utet (1995).

Cootner, P.H. “The Random Character of Stock Market Prices”, MIT Press (1964)

Copeland T., Koller T., Murrin J., “Valuation, measuring and managing the value of companies”, John Wiley and Sons (2000).

Corvi E., “Comunicazione d’impresa e Investor Relation – La gestione della comunicazione economico-finanziaria” Egea (2000)

Corvi E., “Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d’impresa” Egea (1997)

Crouhy M.G., Jarrow R.A. and Turnbull S.M., "The Subprime Credit Crisis of 07", SSRN Library (2007)

Damodaran A., "Finanza Aziendale", Apogeo (2001)

Damodaran A., "Applied Corporate Finance: a user's manual", John Wiley and Sons (1999).

Damodaran A., "Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount" (2005)

Damodaran A., "Valutazione delle aziende", Apogeo (2002) traduzione italiana di Damodaran A., "The dark side of valuation: valuing the old tech, new tech, and the new economy companies", Prentice Hall, Inc (2001).

De Bondt W.F.M, Thaler R.H., "Further Evidence On Investor Overreaction and Stock Market Seasonality" Journal of Finance, n.62 (1987), pp 557-580

Demartini P. (a cura di), "Informazione, imprese e mercati finanziari efficienti: spunti di riflessione in una prospettiva multidisciplinare", Franco Angeli (2004).

Di Martino S. (a cura di), "Investor Relations, Corporate Governance e Valore d'Impresa", Atti del convegno IULM, Egea (2002)

Donna G., "La creazione di valore nella gestione dell'impresa", Carocci, (2007)

Eccles R. G., Guatri L., "Informazione e valore: il caso italiano", Egea, (1998)

Ehrardt H., Nowak E., "Private Benefits and Minority Shareholders Expropriation (or What Exactly are Private Benefits of Control?)", EFA Annual Conference Paper, n.809 (2003)

Fama E. F., "Markets efficiency, Long-terms returns, and Behavioral finance" Working Paper (1997)

Fama E. F., "Efficient Capital Market: a review of theory and empirical work" Journal of Finance (1970)

Fama E.F., Jensen M.C., "Separation of Ownership and Control" Journal of Law and Economics, Vol 26 (1983)

Fiore L., "Il mercato dei capitali. Profili istituzionali e strumenti operativi", Liguori (2007)

Fradeani A., "La globalizzazione della comunicazione economico-finanziaria", Giuffr  Editore (2005)

Freeman R.E., "A strategic management: a stakeholder apporach", Pitman (1984).

Freeman R.E., Evan W.M., "A stakeholder theory of the modern corporation: a Kantian Capitalism", in Beauchamp T., Bowie N., "Ethical theory and business", Prentice Hall (1993).

Freeman R.E., Harrison J.S., Wicks A.G., Palmer B.L., De Colle S., "Stakeholder theory. The state of the art", Cambridge University Press (2010).

Friedman A.L., Miles S., "Stakeholders. Teory and practice", Oxford University Press (2006).

Giusepponi K., "La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese: un'indagine empirica", Franco Angeli (2003)

Gordon M. J., "Dividend, earnings, and stock price", The review of Economics and Statistics, Vol 41, n. 2 (1959), pp. 99-105.

Guatri L., "La teoria di creazione del valore", Egea (1991)

Guatri L., "Trattato sulla valutazione delle aziende", Egea (1998).

Guatri L., "Valore e <<Intangibles>> nella misura della performance aziendale" Egea (1997)

Guatri L., Massari M., "La diffusione del valore", Egea (1992)

Guatri L., Vicari S., "Sistemi d'impresa e capitalismi a confronto : creazione di valore in diversi contesti", Egea (1994).

Hamada R., "The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stock", Journal of Finance, n.27 (1972)

Healy P.M., Wahlen J.M., "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting", Accounting horizons (1999) pp. 356-383.

Hull J. C., "Options, Futures, and Other Derivatives", 6a edizione, Pearson Education (2006)

Jensen M. C., Meckling W. H., "Theory of the Firm: Managerial Behaviour Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics (1976)

Jensen M.C., "Maximization, Stakeholder theory, and the Corporate objective function", Working Paper Harvard Business School (2001).

Kendall M., "The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices", Journal of the Royal Statistical Society (1953)

Keynes, J.M., "The General Theory of Employment, Interest and Money", Macmillan (1936 and reprinted in 2007)

Koller T., Goedhart M., Wessels D., "Measuring and managing the value of company", Quarta edizione, McKinsey and Company, John Wiley and Sons Inc. (2005)

Kyle A.S., "Continuous Auctions and Insider Trading", *Econometrica*, Vol. 53, n.6 (1985), pp 1315-1335

Lacchini M., "I principi di redazione del bilancio d'esercizio nel paradigma IAS/IFRS", Cedam (2007).

Lang M.H., Lins K.V., Miller D.P., "Concentrated control, analyst following and valuation: Do analysts matter most when Investors are protected least?" (2003)

Lang M.H., Lundholm R.J., "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior", *Accounting Review*, n.71 (1996), pp 467-492

Lo A.W., Mamayasky H., Wang J., "Asset pricing and trading volume under fixed transactions costs", Working paper, Yale International Center of Finance

Marcus B. W., Wallace S. L., "New dimensions in investor relations: competing for capital in the 21st century", John Wiley and Sons (1997).

Marcus B., "Competing for capital: investor relations in a dynamic world", John Wiley and Sons (2005).

Masullo S. M., "Investor Relations", Franco Angeli (2005)

Mazzola P., "Le investor relations", Egea (2006)

Milgrom P., Roberts J., "Economics, Organization and Management", Prentice Hall Inc., a Pearson Education Company (1992)

Miller M.H., Modigliani F., “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”, The Journal of Business, Vol. 34, n.4 (1961) pp 411-433

Mishkin F.S., Eakins S.G., Forestieri G., “Istituzioni e mercati finanziari”, Pearson Education (2006)

Monti E., “Manuale di Finanza per l’Impresa” De Agostini Scuola (2006)

Morelli M., “L’immagine dell’impresa. Le leve strategiche della comunicazione nell’epoca del cambiamento”, Franco Angeli (2002).

Muntermann J., “Even-Driven Mobile Financial Information Services”, Deutscher Universitats-Verlag (2007)

Nagel R., “Investor Relations – The communication to the target group. The emphasis of trust with the example of Sage plc”, Grin Verlag (2003).

Palan S., “The efficient market hypothesis and its validity in today’s markets”, Grin Verlag (2004)

Phillips R., “Stakeholder theory and organizational ethics”, Berrett-Koehler Publishers (2003).

Porter M., “Competitive Advantage: creating and sustaining superior Performance”, Free Press (1985)

Quagli A., “Comunicare il futuro. L’informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane” Franco Angeli (2005)

Quagli A., “Internet e la comunicazione finanziaria”, Franco Angeli (2001).

Rappaport A., “Creating shareholder value: the new standard for business performance”, New York, Free Press (1986) – Edizione italiana “La strategia

del valore: le nuove regole della performance aziendale”, Franco Angeli (1986).

Reboa M., “Proprietà e controllo di impresa” Giuffré Editore (2002)

Riahi-Belkaoui A., “Earnings measurement, determination, management, and usefulness: an empirical approach”, Library of Congress Cataloging (1999).

Rieves R.A., Lefebvre J., “Investor relations for the emerging company”, John Wiley and Sons (2002).

Ronen J., Yaari V., “Earnings management: emerging insights in theory, practice, and research”, Springer (2008)

Ross S. A., “The Economy Theory of Agency: The Principals Problem”, American Economy Review, n.2 (1973)

Ryan T. M., Jacobs C. A., “Using Investor relations to Maximize equity Valuation”, John Wiley & Sons (2004)

Schipper K., “Commentary: Earnings management”, Accounting Horizons (1989), pp. 91-102

Schutser L., “Shareholder value and stakeholder discussion: an International overview”, St. Martin's Press (2000).

Sharpe W.F., "Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk," Journal of Finance (1964), Vol 19, n. 3, pp. 425-442

Simon H. A., “A behavioral model of rational choice”, Quaterly jurnal of economics (1957)

Simon H. A., “Models of Man” New York, John Wiley & Sons (1957)

Smith A., "An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations" The Clarendon Press (1976), trad italiana "La ricchezza delle nazioni", Utet (1975)

Stewart R., Allen J., Cavender J., "The strategic plan", Research Report n.138, Stanford Research Institute, Long Range Planning Service, Industrial Economics Division (1963).

Subramanian A., Jarrow R.A., "The liquidity Discount", Mathematical Finance, vol.11, n.4 (2001), pp 447-474

Williamson O.E., "Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications" The Free Press (1975)

Womack K, ZhangY, "Understanding Risk and Return, the CAPM, and the Fama-French Three-Factor Model", Case and Teaching Paper Series SSRN Library (2003)

Zanda G., "Il bilancio delle società : lineamenti teorici e modelli di redazione", Giappichelli (2007).

Zanda G., Lacchini M., Onesti T., "La valutazione delle aziende", Giappichelli Editore (2005)

Zattoni A., "Assetti proprietari e Corporate Governance", Egea (2007)

Sitografia

www.aifi.it
www.basilea2.com
www.bloomberg.org
www.book.google.it
www.borsaitaliana.it
www.consob.it
www.corriere.it
www.ecb.int
www.ilsole24ore.com
www.investor-relations.it
www.irtop.com
www.jstore.org
www.luiss.it
www.mairetecnimont.it
www.niri.org
www.oecd.org
www.petrofac.com
www.repubblica.it
www.reuters.com
www.saipem.it
www.stern.nyu.edu/~adamodar/
www.technip.com
www.tecnicasreunidas.es
www.wikipedia.org
www.wiley.com