

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

Indice

Introduzione	
Capitolo Primo	
Teoria dell'Impresa e Informazione.....	
La teoria neoclassica.....	
La teoria dei costi di transazione	
L'impresa come risposta ad un <i>problema informativo</i>	
La teoria dell'agenzia	
Frammentazione della proprietà.....	
Il mercato finanziario.....	
Le decisioni di investimento.....	
L'efficienza informativa del mercato	
Evidenze empiriche sulla teoria dei mercati efficienti	
Capitolo Secondo.....	
La comunicazione economica-finanziaria d'impresa	
L'importanza della comunicazione per l'impresa	
L'evoluzione della comunicazione economico-finanziaria	
Le tipologie di comunicazione economico-finanziaria.....	
I destinatari della comunicazione economico-finanziaria.....	
Comunicazione finanziaria e informativa societaria	
Comunicazione finanziaria obbligatoria.....	
Comunicazione volontaria	
L'informativa <i>price sensitive: disclosure</i> volontaria o obbligatoria?.....	
Appendice.....	

Capitolo Terzo.....	
La funzione dell'Investor Relations	
Chi è l'Investor Relator?	
Obiettivi della funzione Investor Relations	
Investor Relations e valore d'impresa.....	
Il coefficiente di diffusione del valore	
Metodi di Valutazione del capitale economico.....	
<i>The art of Investor Relations</i>	
La "catena del valore" dell'Investor Relations.....	
Appendice.....	
Capitolo Quarto.....	
Analisi empirica	
Premesse	
Le ipotesi del modello.....	
Il modello della "Catena del Valore" dell'IR.....	
I limiti del modello	
L'analisi di scenario	
Premesse	
Gli input del modello.....	
Il modello	
I possibili scenari	
Capitolo Quinto	
Maire Tecnimont S.p.A.	
Storia	
Processo evolutivo del Gruppo.....	
Maire Tecnimont " <i>at a glance</i> ".....	
Business Model	
Ambiente competitivo	

Investor Relations	
Investor Relations e valore d'impresa	
Profit warning.....	
Alcuni esempi di profit warning.....	
Il <i>profit warning</i> di Maire Tecnimont.....	
Reazione del titolo	
Roadshow.....	
<i>Roadshow</i> Maire Tecnimont marzo-aprile 2010	
Illustrare il cambiamento.....	
Reazione del titolo.....	
Conclusione	
Bibliografia	
Sitografia.....	

Abstract

Il fine del lavoro è quello di descrivere l'importanza della funzione aziendale che si occupa della comunicazione economico-finanziaria, il cui obiettivo principale è l'incremento della trasparenza; lo scopo fondamentale consiste nella riduzione delle ineliminabili asimmetrie informative esistenti tra le imprese e il mercato finanziario. L'Investor Relations, che rappresenta la società all'interno della comunità degli investitori, funge da veicolo fondamentale delle informazioni che riguardano gli aspetti strategici e finanziari dell'impresa; il suo operato è principalmente orientato alla descrizione e diffusione di informazioni che consentano agli investitori di raggiungere una maggiore consapevolezza di quali siano le reali potenzialità di creazione di valore dell'impresa. La comprensione da parte del mercato, non solo di tali aspetti, ma soprattutto della volontà dell'impresa di rimuovere le barriere che la renderebbero poco trasparente, aumenta la fiducia e conduce ad un incremento del valore delle azioni.

Riassunto

Capitolo Primo

Il filo conduttore dell'intero lavoro non può che essere l'importanza che l'informazione e la sua diffusione rivestono nel sistema economico, in cui uno degli attori fondamentali è certamente l'impresa.

Ronald Coase è stato il primo che nel 1937 ha messo in discussione il cosiddetto "paradigma neoclassico" sostenendo la necessità di analizzare più attentamente il funzionamento delle organizzazioni economiche, considerate, fino a quel momento, solo funzioni di produzione; secondo il premio Nobel il mercato, tramite il meccanismo dei prezzi, non è in grado di permettere il raggiungimento dell'efficienza allocativa, come sostenevano i neoclassici. Il sistema non presenta, infatti, al contrario delle imprese, la capacità di minimizzare i costi di transazione, che rappresentano il maggiore ostacolo al raggiungimento dell'efficienza allocativa. Gli economisti che hanno ripreso la teoria di Coase, tra cui Williamson, hanno approfondito l'analisi, aggiungendo che ogni negoziazione, anche quelle che sono svolte tramite l'impresa, produce dei costi di transazione: la motivazione principale risiede nell'opportunismo degli esseri umani che si manifesta nei loro comportamenti e dunque anche in tutte le contrattazioni. La divergenza di interessi, insita nei contraenti, li conduce ad attuare comportamenti opportunistici che minano l'efficienza dell'intero sistema economico; ciò che favorisce tali comportamenti, oltre all'impossibilità di stipulare i cosiddetti "contratti completi", è l'esistenza di forti asimmetrie informative. Esse sorgono nel momento in cui le informazioni non sono libere di circolare nello stesso modo tra gli individui che operano nel sistema economico, creando tra loro delle disparità e dei vantaggi informativi in grado di generare due tipologie di

opportunismo: la selezione avversa, di carattere precontrattuale, e l'azzardo morale, che si verifica dopo la stipula del contratto. Strettamente correlato a tale argomento vi è il problema della relazione tra il principale e l'agente, per il quale il dipendente, conscio del fatto che il superiore non ha gli strumenti per controllare ogni sua attività, è condotto ad agire in modo non virtuoso, con risultati divergenti rispetto agli interessi del datore di lavoro; all'interno delle imprese maggiormente strutturate una relazione di questo tipo si manifesta in primo luogo tra azionisti, proprietari della società, e manager, agenti per conto degli azionisti. In particolare nelle *public companies*, dove alla separazione tra il controllo e la proprietà si aggiunge la frammentazione di quest'ultima in una miriade di piccoli azionisti, il problema dell'agenzia è messo ancora più in risalto. In aggiunta, il rapporto tra azionisti e management si svolge in un particolare tipo di contesto, il mercato finanziario, le cui logiche, spesso, si allontanano dalla razionalità con la quale un soggetto in genere fonda le proprie decisioni di investimento. Infatti, specialmente nel breve periodo, l'andamento dei titoli presenta una volatilità molto elevata e difficile da spiegare, se non attraverso la combinazione degli effetti di un enorme numero di fattori. Nel lungo periodo, invece, il valore dell'impresa trova maggiore riscontro nelle evoluzioni dei corsi azionari. E' chiaro che in un contesto del genere, la circolazione delle informazioni diviene un aspetto molto critico: gli investitori hanno la necessità di essere informati continuamente ed orientati in merito a ciò che accade all'interno delle imprese. L'importantissimo contributo di Fama ha messo in evidenza gli aspetti riguardanti l'efficienza informativa del mercato finanziario, giungendo alla conclusione che i prezzi degli strumenti finanziari sono in grado di garantire l'efficienza, grazie alla loro capacità di rispecchiare in ogni momento tutte le informazioni necessarie agli investitori per prendere le loro decisioni. L'evidenza empirica presenta numerosi studi a favore ed altrettanti contrari alla teoria di Fama; la realtà è che il dinamismo del mercato finanziario non garantisce in ogni momento che l'informazione circoli liberamente come

dovrebbe e ciò conduce gli investitori a sostenere costi di transazione per la ricerca delle informazioni rilevanti.

Capitolo Secondo

La riduzione delle asimmetrie informative tra l'impresa e il mercato finanziario è l'obiettivo principale della comunicazione economico-finanziaria. Indipendentemente da quali siano i soggetti per i quali l'impresa debba in via prioritaria creare valore, *shareholders* o *stakeholders*, essi devono essere in grado di riconoscere quale sia il valore dell'impresa e su quali basi poggia. Ciò è ancora più vero in un mondo imprenditoriale come quello attuale in cui la maggior parte del valore è generata tramite i cosiddetti *intangible assets*, le cui caratteristiche non possono essere osservate in modo immediato, ma devono essere attentamente valutate e spiegate ai soggetti esterni.

La comunicazione aziendale può essere suddivisa in diverse categorie; in funzione delle caratteristiche e dei soggetti ai quali è orientata, è possibile distinguere la comunicazione istituzionale, quella commerciale e quella gestionale. La quarta tipologia è quella economico-finanziaria, protagonista di un'importante evoluzione nel corso dell'ultimo decennio; in precedenza la cultura d'impresa spingeva i manager ad essere molto chiusi e restii a fornire informazioni rilevanti al mercato: essere trasparenti voleva dire lasciare la possibilità anche ai concorrenti di "entrare nell'impresa" e comprendere le politiche e le strategie. Oggi la situazione è drasticamente cambiata: la trasparenza sembra essere diventata un requisito essenziale dell'attività d'impresa. Gli investitori sono persone e come tali desiderano che alla base del loro investimento ci sia, prima di tutto il resto, un rapporto di fiducia con l'impresa alla quale affidano il proprio denaro; l'informazione rappresenta, ora, un diritto inalienabile degli azionisti, il cui rispetto rappresenta una priorità per tutte le società.

A sua volta la comunicazione 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. Inoltre si usa distinguere l'informativa primaria da quella secondaria, o derivata, in funzione della fonte dalla quale provengono le informazioni diffuse. Quella secondaria è diffusa dagli intermediari finanziari che "rivendono" al mercato le informazioni aziendali tradotte in un linguaggio più semplice, immediato e adatto a rappresentare il fondamento di una decisione di investimento; ciò è coerente con la necessità di garantirne la comprensione anche agli investitori *retail*, spesso caratterizzati da una cultura finanziaria non ancora matura. Una terza possibile classificazione distingue l'informativa periodica da quella episodica.

Per quanto riguarda i destinatari della comunicazione finanziaria esistono molti soggetti interessati alle informazioni che vengono diffuse da tale funzione aziendale, ma solo con alcuni essa stringe un rapporto continuativo e frequente. I primi sono gli azionisti (attuali e potenziali) che, in virtù della relazione contrattuale che instaurano con l'impresa, rappresentano forse i soggetti maggiormente interessati all'informativa finanziaria e strategica. Gli azionisti di maggioranza mostrano un'esigenza informativa minore rispetto a quelli di minoranza, nel senso che probabilmente, hanno un contatto molto diretto con il management dell'impresa (di cui nella maggior parte dei casi fanno parte) e, dunque, possiedono la capacità di richiedere in via diretta le informazioni di cui necessitano. Tra gli azionisti di minoranza, che quindi diventano l'interlocutore principale della comunicazione finanziaria, esistono gli investitori istituzionali e quelli *retail*. I primi rappresentano la categoria alla quale la funzione di comunicazione dovrebbe riservare maggiore attenzione per due motivi: il primo riguarda il fatto che, data la loro esperienza, sono in grado di meglio comprendere le dinamiche di valore delle società e il secondo

consiste nella loro capacità di “muovere” notevoli quantità di denaro nel momento in cui prendono una posizione. Gli analisti finanziari sono i soggetti con i quali la comunicazione finanziaria viene più a contatto durante lo svolgimento della propria attività; essi emettono periodicamente dei report di valutazione in cui viene indicato il *target price* del titolo e un giudizio sintetico, che rappresenta una sorta di consiglio di investimento. I creditori finanziari sono investitori, le cui condizioni di investimento e aspettative sono completamente differenti da quelle degli azionisti. Ciò rende le loro esigenze informative diverse e maggiormente orientate al giudizio della solvibilità dell'impresa; ciò permette che il rapporto venga curato anche dalla funzione di amministrazione e finanza, non per forza da quella della comunicazione finanziaria, pur restando quest'ultima il principale veicolo di informativa economico-finanziaria nei confronti dell'ambiente esterno. I mass media e le autorità pubbliche possono venire a contatto con la funzione aziendale in oggetto, ma con una frequenza più sporadica rispetto agli altri soggetti. Il rapporto tra la funzione aziendale e l'autorità regolatrice del mercato, per esempio, riguarda l'obbligo della società di effettuare specifiche dichiarazioni nel momento in cui avvengono determinati fatti rilevanti per l'andamento del titolo. A tal proposito è fondamentale comprendere il confine che separa la comunicazione finanziaria obbligatoria da quella volontaria; il legislatore ha dettato regole precise in merito all'informativa societaria e agli strumenti che devono essere utilizzati a tale scopo; le motivazioni alla base di tale scelta, oltre alla volontà di omologare le caratteristiche di diffusione delle informazioni, riguardano il tentativo di scoraggiare comportamenti non etici da parte delle imprese; la tutela dei risparmiatori e il corretto funzionamento dei mercati finanziari fungono da filo conduttore degli interventi legislativi più importanti in materia: il TUF e la Legge 262/05. Si tratta di due testi legislativi che attribuiscono una grandissima importanza alla completezza e alla trasparenza dei flussi informativi all'interno del mercato finanziario. Nonostante ciò l'informativa obbligatoria e i principi di redazione dei

documenti presentano diversi limiti, tra cui possono essere annoverati l'orientamento al passato dei dati che vengono riportati e la distorsione provocata dalla necessità di "accontentare" le necessità informative di tutti gli *stakeholders*. La comunicazione volontaria, al contrario, ha la possibilità di descrivere agli investitori le politiche sulle quali l'impresa desidera fondare la propria crescita futura e in più è libera di modificare contenuti e linguaggio a seconda delle situazioni e degli interlocutori; attraverso gli incontri periodici, le *conference call*, i *roadshow* e le presentazioni generiche la comunità finanziaria riesce ad avere un quadro decisamente più chiaro per comprendere effettivamente il reale valore potenziale dell'impresa.

Capitolo Terzo

Nelle società quotate è l'Investor Relations che si occupa della comunicazione economico-finanziaria rivolta in particolare agli investitori. Il suo ruolo è quello di riconoscere e monitorare le aspettative del mercato e cercare di interpretare e trasmettere, ai vertici aziendali, le istanze dei soggetti che vi operano. Tutto ciò deve essere fatto con l'unico obiettivo di diffondere il valore potenziale dell'impresa con la massima trasparenza possibile. Per svolgere un tale compito è necessario possedere l'accesso il più possibile completo a tutte le informazioni rilevanti passate, presenti e future che riguardano l'azienda; per questo motivo sarebbe utile che si trattasse di un'area indipendente all'interno dell'organigramma, con un rapporto gerarchico diretto all'amministratore delegato. La diffusione del valore creato e potenziale può essere garantita attraverso il perseguimento di diversi obiettivi, tra i quali vi sono: l'aumento della "copertura" da parte degli analisti finanziari; la diminuzione della dipendenza dagli investitori nazionali, il monitoraggio continuo dei concorrenti e, infine, la riduzione del divario tra il valore intrinseco aziendale e quello di mercato. I soggetti che svolgono

l'attività di Investor Relations durante la loro giornata lavorativa "parlano" di valore d'impresa e dunque, oltre ad avere delle spiccate doti comunicative e relazionali, devono possedere un'elevata competenza in materia finanziaria e di valutazione del capitale economico, per poter comprendere a fondo i modelli degli analisti finanziari. Per valore del capitale economico si intende la stima del sistema aziendale nel suo complesso ai fini del trasferimento e nell'ottica del perito indipendente, espressa secondo criteri di razionalità, neutralità e obiettività. La configurazione di capitale che viene di solito considerata è quella *stand alone* che esprime le potenzialità di creazione di valore presenti e future dell'impresa nel momento esatto in cui viene effettuata la stima. Nelle società quotate è necessario tenere in considerazione che la valutazione più importante è quella che viene effettuata quotidianamente dal mercato: ciò significa che, nonostante i limiti che la teoria sulla valutazione attribuisce a tale approccio, la capitalizzazione di borsa dovrebbe rappresentare una stima valida del valore economico dell'impresa. Di conseguenza il confronto tra la stima interna del valore e la capitalizzazione di mercato conduce l'Investor Relations ad avere un'idea del *gap* esistente tra il valore intrinseco dell'impresa e quello percepito dal mercato; *gap* la cui ampiezza è tanto più grande quanto più è elevato il livello di asimmetrie informative tra la società e la comunità finanziaria. Il ruolo dell'Investor Relations è quello di portare le due grandezze, idealmente, ad eguagliarsi, attraverso l'implementazione di un piano comunicativo che spieghi attentamente, e in ogni momento, il motivo e le dinamiche che sono dietro a determinate scelte aziendali o ai risultati di periodo che vengono rilasciati. Un dato numerico, infatti, può nascondere significati diametralmente opposti se inserito in piani strategici differenti. L'attività di orientamento nei confronti del mercato svolta dall'Investor Relations permette agli investitori di comprendere a fondo l'impegno del management nella creazione di valore e sviluppa una forma di fiducia indispensabile al mantenimento del rapporto tra impresa e azionisti. Può accadere che il *gap* sia positivo, invece che

negativo, ossia che il mercato sovrastimi il valore di un'impresa; in questo caso prima di avviare un'azione comunicativa il management deve decidere se approfittare di tale sovrastima per aprire opzioni strategiche valide (ad esempio operazioni di acquisizione che garantiscano maggior valore in futuro) o attivare una serie di politiche comunicative che guidino il mercato a riconsiderare il valore dell'impresa. La seconda opzione sarebbe quella più corretta sul piano della trasparenza, ma farebbe perdere all'impresa un'opportunità di ulteriore crescita.

L'Investor Relations ha l'obbligo di conoscere i metodi valutativi del capitale economico per analizzare i modelli degli analisti; le metodologie più utilizzate sono, certamente, quella del *discounted cash flow*, in versione *levered* ed *unlevered*, e quella dei multipli di mercato; in particolare la seconda, grazie alla sua incredibile immediatezza, è in assoluto la più sfruttata, anche perché non solo è in grado di far comprendere quale sia il valore che il mercato attribuisce all'impresa, ma permette di evidenziare quale sia lo sconto di valutazione complessivo che gli investitori attribuiscono alla società in confronto ai concorrenti più diretti. Lo sconto è una grandezza fondamentale perché identifica quale sia il *gap* che il mercato attribuisce all'impresa all'interno del settore in cui opera e può fungere da misura di valutazione *ex-post* dell'attività di comunicazione finanziaria.

Alcuni autori hanno proposto una particolare configurazione di valore dell'impresa secondo la quale questo sia pari alla somma tra le performance che si potranno ottenere in futuro e il modo in cui tali performance sono spiegate e percepite dal mondo esterno; è proprio il secondo addendo che mette in risalto l'importanza dell'arte dell'Investor Relations, in grado di incrementare il valore dell'impresa, pur non potendone creare di nuovo. Non si tratta solamente di una questione di numeri e grafici. E' necessario 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).

La raccolta di una serie di contributi di diversi autori permette di mettere in luce l'esistenza di una relazione positiva tra l'attività dell'Investor Relations e il valore dell'impresa, relazione che però non agisce in modo diretto, bensì come una sorta di catena; per tale motivo si è scelto di chiamare tale processo la "Catena del Valore" dell'Investor Relations. In sintesi la catena è composta da quattro passaggi, di cui il primo dimostra che l'incremento della trasparenza e della volontà comunicativa da parte dell'impresa, ottenuto attraverso la riduzione del costo di ricerca delle informazioni, permette di aumentare il numero di analisti finanziari interessati a seguire il titolo. Il secondo passaggio è quello che lega il numero degli analisti con la liquidità del titolo; si tratta di una fase molto importante in virtù del fatto che la liquidità svolge un ruolo fondamentale nella valutazione di un titolo finanziario; il fatto che, spesso, non venga tenuta nella giusta considerazione è causato dalla particolarità del concetto stesso di liquidità: si tratta di una caratteristica degli strumenti finanziari che genera dei costi per gli investitori, di cui la maggior parte di loro, a volte, non si rende neanche conto; sono costi che, a parte le commissioni di negoziazione, risultano impliciti e dunque dall'effetto ambiguo. Damodaran, in uno studio del 2005, ne illustra tre: il *bid-ask spread*, il *price impact* e il costo opportunità; tra questi 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. L'ampiezza del *bid-ask spread* è definita dal *market-maker*, che si occupa della gestione del mercato e sostiene dei costi per svolgere efficacemente il proprio lavoro, in buona parte dovuti all'effetto delle asimmetrie informative. Il *price impact* consiste nell'effetto che può avere un ordine di una certa rilevanza su un solo titolo da parte di un investitore: è probabile che gli altri siano condotti a muoversi nella stessa direzione, ipotizzando che il primo abbia informazioni riservate che il mercato non conosce; anche in questa situazione sono le asimmetrie informative ad

incrementare l'irrazionalità del mercato finanziario. Il problema informativo, dunque, ha una strettissima correlazione con la liquidità dei mercati finanziari e ciò permette di concludere che gli analisti, tramite la loro azione di diffusione di informazioni, hanno il potere di diminuire i costi di transazione ed aumentare la liquidità dei titoli. Il passaggio successivo lega la liquidità con il loro valore di mercato; i contributi empirici hanno studiato la correlazione seguendo due tipologie di approcci: la prima procede sottraendo al valore degli strumenti finanziari, la stima del costo dell'illiquidità, mentre la seconda quantifica l'illiquidità come fosse un premio ulteriore per il rischio, inserendola all'interno della formula del calcolo del costo del capitale proprio. Seguendo quest'ultima via, la liquidità andrebbe ad aumentare la rischiosità del titolo e di conseguenza presenterebbe una relazione inversa con il valore. Sintetizzando, la "Catena del Valore" muove dalla relazione positiva tra l'attività dell'Investor Relations e il numero degli analisti che, con il proprio operato, riescono a dare maggiore visibilità alle azioni e ad aumentare la loro liquidità nel mercato, aspetto che conduce ad una riduzione del costo del capitale proprio dell'impresa e dunque ad un incremento del valore, dovuto ad una diminuzione del rischio.

Capitolo Quarto

La parte finale del precedente capitolo ha illustrato i contributi teorici che hanno condotto alla costruzione di quella che è stata nominata la "Catena del Valore" dell'Investor Relations. In questo capitolo viene costruito un modello empirico il cui approccio resta lo stesso di quello utilizzato in precedenza: si tenta di dimostrare che l'attività dell'Investor Relations possa contribuire, in via indiretta, ad un incremento della valutazione del mercato, tramite un'efficace strategia comunicativa. Il *panel* di imprese considerato, è composto da quelle appartenenti all'indice Ftse Mid Cap italiano, circa 60

società, e il periodo di osservazione va dal 1 gennaio 2008 al 7 maggio 2010. Data la difficoltà di valutare in modo quantitativo l'attività dell'Investor Relations, basata principalmente su elementi intangibili, si è scelto di studiarne le performance tramite l'analisi di un aspetto molto circoscritto: l'evoluzione del numero di analisti nel tempo; le imprese che nel corso del tempo hanno visto aumentare in misura maggiore tale dato sono considerate le migliori dal punto di vista comunicativo. Ciò conduce, ovviamente, a conclusioni che non hanno assolutamente la pretesa di rappresentare l'intera attività dell'Investor Relations: la premessa fondamentale è che si è consci del fatto che un tale approccio sia limitante e incompleto per valutare il risultato dell'attività di comunicazione finanziaria, ma comunque significativo ai fini dell'intero lavoro; l'indice costruito è indicato con IR_{PERF} :

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

dove A_T e A_0 rappresentano il numero di analisti rispettivamente alla fine all'inizio del periodo considerato.

Il secondo passaggio consiste nel considerare la relazione tra l' IR_{PERF} e l'illiquidità dei titoli: per la stima di quest'ultima viene considerato il *bid-ask spread*, il cui effetto è stimato da un indice chiamato β_S . Si tratta di un coefficiente di rischio, condizionato esclusivamente dall'illiquidità di ogni titolo e calcolato attraverso la medesima formula del β presente nel Capital Asset Pricing Model, considerando non i rendimenti dei titoli, ma l'ampiezza dello *spread* tra prezzo *bid* e prezzo *ask*:

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

dove S_M è la media degli *spread* di tutte le società considerate e S_i è lo *spread* di ogni impresa. L'analisi grafica mostra che la correlazione tra l' IR_{PERF} e il β_S è negativa, ciò significa che all'aumentare del primo, il rischio

per l'illiquidità dei titoli diminuisce. A questo punto è necessario analizzare la relazione esistente tra tale indicatore di rischiosità e quello canonico del CAPM; prima, però, è necessario passare, utilizzando la formula di Hamada, dal $\beta_{Levered}$ al $\beta_{Unlevered}$ per rendere tutti i titoli omogenei nei confronti della struttura finanziaria; il confronto grafico tra il β_S e il $\beta_{Unlevered}$ mette in evidenza una correlazione positiva, che si traduce nel fatto che l'aumentare della rischiosità dovuta all'illiquidità corrisponde ad un aumento della rischiosità operativa dei singoli titoli. L'ultima relazione da considerare è quella tra il $\beta_{Unlevered}$ e il costo del capitale proprio e non può che essere positiva per costruzione.

Il risultato dell'analisi empirica svolta permette di affermare che l'attività dell'Investor Relations possa, attraverso un'attenta e trasparente diffusione del valore, rappresentare una componente fondamentale del valore stesso. Riducendo il costo del capitale, ossia il tasso di sconto nei modelli di valutazione, il valore del titolo a cui giungeranno gli analisti con i propri modelli sarà maggiore; ciò influenzerà positivamente gli investitori che saranno portati ad acquistare il titolo, provocando un aumento delle quotazioni e della capitalizzazione di mercato. E' opportuno sottolineare che l'attività dell'Investor Relations non è in grado di generare valore, prescindendo dall'operatività dell'impresa; si tratta, infatti, di un'attività che, solamente in presenza di un business model valido, potrebbe provocare ripercussioni positive sulla percezione che gli investitori hanno dell'impresa e, di conseguenza, sulla valutazione che fanno del titolo.

Per capire in modo più approfondito l'entità quantitativa della catena, è utile procedere ad un'analisi di scenario in cui si sfruttino alcune delle conclusioni dell'analisi empirica svolta in precedenza; in particolare l'analisi vede la costruzione di due scenari che mostrino in quale misura si modifica il costo del capitale e, di conseguenza, il valore del titolo in funzione dell'operato dell'IR; per la valutazione viene utilizzato il modello del DCF. Prima di procedere, però, è necessario apportare alcune variazioni importanti al

calcolo del CAPM; infatti è plausibile ipotizzare che il β canonico, oltre ad essere influenzato da un numero molto elevato di variabili, consideri già al suo interno un certo sconto per la maggiore illiquidità del titolo oggetto di valutazione. Per questo motivo, al fine di raggiungere il risultato ricercato dal modello, è necessario depurare il β di mercato dell'effetto dell'illiquidità, considerando, per il suo calcolo, 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*: 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.

A questo punto si procede con il modello valutativo; l'analisi svolta nella precedente sezione era giunta alla determinazione della seguente relazione:

$$\beta_S = -0,0129 IR_{PERF} + 1,443$$

Ipotizzando un incremento dell' IR_{PERF} da 11 a 30 (dati che rappresentano il primo la media degli IR_{PERF} delle imprese del *panel* e il secondo la media degli IR_{PERF} delle migliori 15 in termini di comunicazione finanziaria) e inserendo i due valori nell'equazione si ottengono i due β_S relativi agli scenari da costruire: il primo è pari a 1,301, mentre il secondo è di 1,056; la riduzione del coefficiente di rischio è di circa il 19%. Il costo del capitale è calcolato come segue:

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

I flussi finanziari per la stima, non costituendo una variabile "sensitive" nel modello, sono stati inventati, mentre per quanto riguarda le altre grandezze si sono considerati i valori medi rispetto a tutte le imprese del *panel*. Con tali ipotesi il modello valutativo permette di affermare che, passando dal primo scenario con IR_{PERF} di 11 al secondo con indice di 30, il costo del capitale di

riduce dell'10,1% e il wacc del 7,4%, portando il valore del titolo ad un aumento del 16%.

Capitolo Quinto

L'ultimo capitolo del lavoro riporta la descrizione di due casi molto significativi che hanno visto protagonista il team di Investor Relations di Maire Tecnimont S.p.A., società quotata di Roma a capo di un Gruppo internazionale attivo nel campo dell'ingegneria per la realizzazione di grandi progetti nei settori oil&gas, petrolchimico, energia e infrastrutture. Si tratta di due casi, la cui analisi permette di illustrare quale sia l'influenza dell'attività dell'Investor Relations sul valore di borsa del titolo; prima di procedere è importante puntualizzare che l'analisi che mostrerà gli effetti dell'attività di comunicazione solamente nel breve periodo; è noto, tuttavia, che la costruzione di un piano strategico di comunicazione al mercato viene strutturato per dare i propri frutti nel lungo periodo, attraverso una serie di attività concatenate che mirino ad incrementare il livello di trasparenza, la fiducia degli investitori e la visibilità del titolo e dell'impresa. Seppure ciò la renda parziale, la descrizione che segue risulta comunque significativa per cogliere quale possa essere l'importanza della comunicazione finanziaria nella comunità degli investitori.

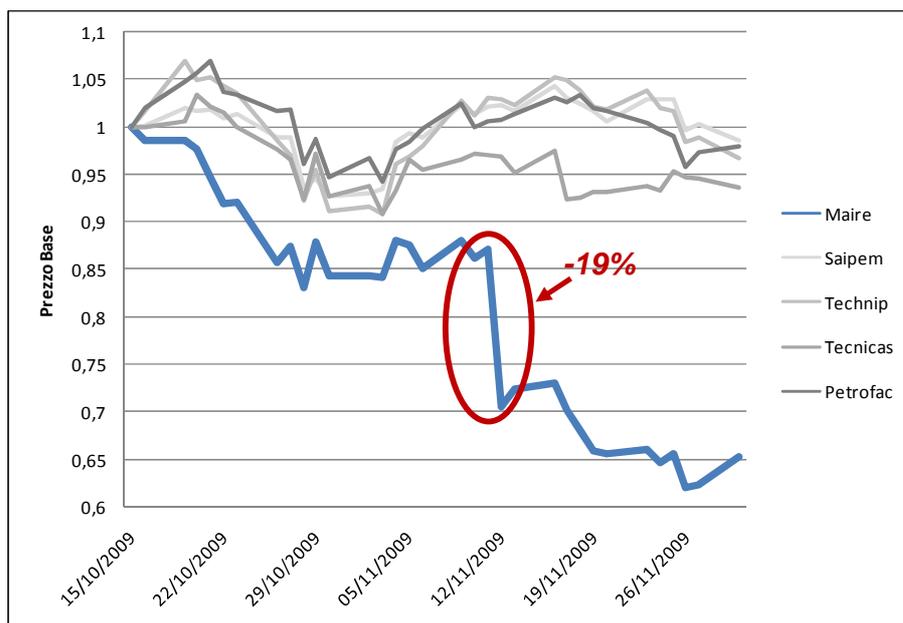
In primo luogo verrà studiato un caso in cui il team di Investor Relations di Maire Tecnimont S.p.A. si è trovato a fronteggiare una situazione non positiva, un *profit warning*, ossia una correzione a ribasso della *guidance* che era stata fornita precedentemente. Specialmente in periodi in cui la congiuntura 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. E' ovvio che un'informazione del genere provoca una reazione negativa da parte del

mercato che, nella maggior parte dei casi, perde fiducia nei confronti dell'impresa, vende il titolo e ne causa una riduzione di valore nel breve termine.

Maire Tecnimont a novembre 2009 è stata costretta a correggere a ribasso la *guidance* che aveva rilasciato all'inizio dell'anno; l'entità dell'azione correttiva è stata pari al 12% per i ricavi e del 23% per l'Ebitda. Certamente la crisi finanziaria ha giocato un ruolo molto importante in tale processo, dal momento che la causa principale dell'abbassamento delle stime è stata la cancellazione, avvenuta ad inizio aprile 2009, di un progetto molto rilevante in Russia, da parte di un committente che non aveva trovato grandi difficoltà a trovare i finanziamenti necessari. Il fattore che ha scatenato la brusca reazione da parte del mercato dopo l'annuncio non è stata la revisione in sé, gli investitori, infatti, ammettono che un progetto possa essere cancellato, ma è stata la mancanza di tempestività dell'annuncio da parte della società, che ha comunicato l'abbassamento delle stime solo a novembre quando poteva farlo prima. La speranza che le cose potessero andare meglio ha condotto il management a temporeggiare e tale atteggiamento è stato considerato dal mercato poco trasparente. Inoltre alcuni analisti hanno lamentato la mancanza di chiarezza, in sede di presentazione, delle spiegazioni fornite dalla società sulle cause del *profit warning*.

La reazione del titolo, come mostrato in figura, è stata molto pesante, traducendosi in una perdita del 19%:

Riassunto



Fonte: Bloomberg

Se si prende in considerazione un lasso di tempo più ampio, ad esempio quello che va dal 22 ottobre al 26 novembre 2009 si può notare che il prezzo delle azioni del Gruppo è sceso del 32%. Tale riduzione di valore può essere scomposta come segue:

	Maire Tecnimont			
	EPS	P/E 2010	Prezzo	Key
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>
(scenario)	0.246	9.5	2.35	<i>Diminuzione del prezzo provocata dal peggioramento del settore</i>
Post Profit Warning	0.246	8.4	2.08	
Differenza	-19%	-17%	-32%	<i>Ulteriore diminuzione del prezzo</i>

Fonte: Reuters

La reazione del prezzo al solo cambiamento degli EPS previsionali, lasciando il P/E invariato sarebbe stata una diminuzione del 19% (primo scenario). Se poi si considerasse la riduzione media che durante lo stesso periodo ha caratterizzato il multiplo P/E dei peers, si otterrebbe un'ulteriore diminuzione

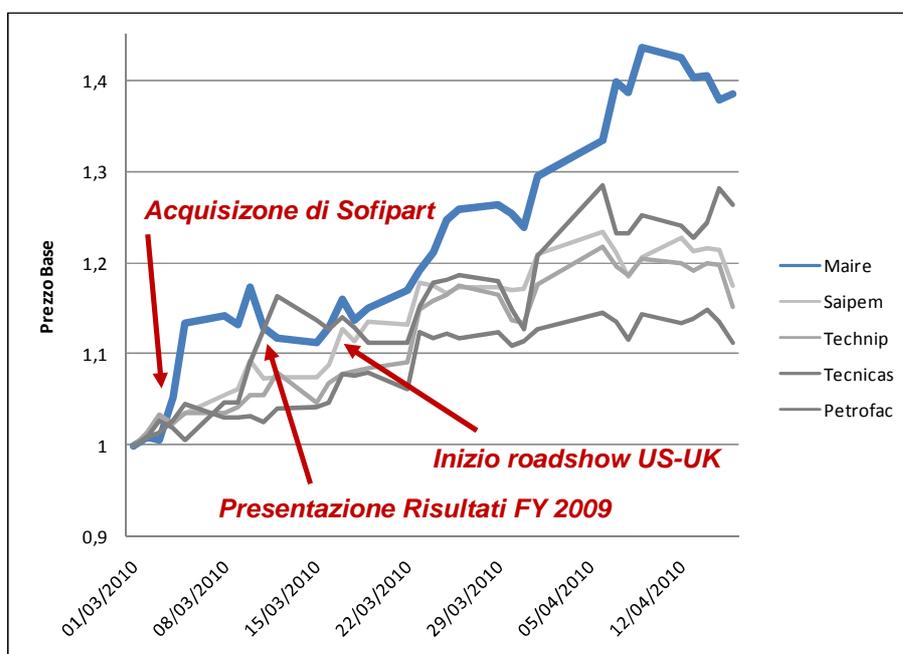
del 5% (secondo scenario). La causa fondamentale alla base della restante diminuzione del 9% è stata la volontà degli investitori di attribuire uno sconto ulteriore a Maire Tecnimont per tenere conto del fatto che un *profit warning* condiziona molto negativamente il livello di fiducia che il mercato ripone nell'impresa. L'annuncio 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"*.

Il secondo caso illustra, al contrario del primo, un'esperienza di straordinario successo dell'Investor Relations. Si tratta del *roadshow* in USA e UK che ha seguito la presentazione dei risultati di fine anno 2009. Si è svolto a cavallo tra la seconda metà di marzo e i primi dieci giorni di aprile. Durante il viaggio sono stati incontrati circa 40 investitori, ai quali invece di riferire e spiegare i dati finanziari dell'anno 2009, l'Investor Relator hanno illustrato i cambiamenti strategici e le nuove dinamiche sulle quali Maire Tecnimont sta basando la propria crescita futura.

In particolare gli investitori sono stati informati in modo approfondito in merito a quale fosse la ratio e la capacità di creazione di valore di due importantissime acquisizioni che il Gruppo ha effettuato, la prima ad ottobre e la seconda a marzo; si tratta rispettivamente delle società Stamicarbon e Sofipart S.r.l., che controlla Technip KTI. Le due operazioni straordinarie permetteranno all'attività del Gruppo di non essere più focalizzata sul petrolchimico, settore molto ciclico, ma di consolidare la propria posizione nel

settore dei fertilizzanti, con Stamicarbon leader nella fornitura di licenze, e in nell'o&g, con Technip KTI, società di ingegneria molto esperta. Il mercato, che attribuiva uno sconto anche a causa dell'eccessiva focalizzazione ha apprezzato tali passi strategici orientati all'apertura di nuove frontiere di operatività nei progetti in cui il Gruppo, da sempre, ottiene margini sensibilmente più alti.

Gli investitori hanno compreso a pieno che le scelte che sono state fatte sono dirette ad un'ulteriore crescita del Gruppo ed hanno premiato l'ottimo lavoro svolto dalla società e anche dall'Investor Relations. Il grafico sottostante ne è una chiara dimostrazione:



Fonte: Bloomberg

Tale incredibile aumento è stato provocato per una parte, da una delle due acquisizioni che è stata annunciata a ridosso dell'inizio del *roadshow* e, per una parte, dal forte sconto al quale il mercato trattava, fino a quel momento, il titolo di Maire Tecnimont. L'attività dell'Investor Relations ha avuto la capacità di risvegliare l'interesse nell'azione da parte degli investitori che, grazie alla

Riassunto

comunicazione, hanno compreso le potenzialità di valore dell'impresa e, dunque, la convenienza nel detenere in portafoglio i titoli della società.

La reazione del titolo può essere, inoltre, studiata attraverso la stessa modalità utilizzata nel caso precedente:

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

Fonte: Bloomberg

Il miglioramento delle stime degli analisti sull'EPS per l'anno in corso ha fatto alzare il titolo del 2% (primo scenario). Se si considerasse l'aumento medio che ha caratterizzato il multiplo P/E delle imprese concorrenti, il prezzo salirebbe di un ulteriore 6%. Il restante incremento del prezzo del 35% dimostra come l'efficacia della comunicazione finanziaria durante il *roadshow* si sia tradotta in un incremento sensibile della fiducia degli investitori e nell'apprezzamento delle nuove politiche strategiche messe in atto, che in assenza di incontri mirati non sarebbero state comprese dal mercato; tutto ciò ha condotto ad un miglioramento "netto" pari al 35% del valore del titolo, portando Maire Tecnimont a registrare per diverse settimane consecutive la miglior performance di borsa all'interno del proprio settore.

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 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).

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