Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
in Economia e gestione delle aziende

Tesi di Laurea

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

La qualità dell'attività di *Investor Relator* : un'analisi delle società italiane quotate in Borsa

Relatore
Ch. Prof.ssa Elisa Cavezzali

Laureanda
Ilaria Paulon
Matricola 810748

Anno Accademico
2011 / 2012

«Non è tanto l'aiuto degli amici a giovarci, quanto la fiduciosa certezza che essi ci aiuteranno»

Epicuro

INDICE

INTRODUZIONE VIII

CAPITOLO 1

L'importanza dell'informazione e l'efficienza informativa di mercato

1.1 Introduzione 1

1.2 Crisi finanziaria, asimmetria informativa e comunicazione esterna 1

1.3 Le asimmetrie informative presenti nel mercato 3

1.3.1 L'importanza delle informazioni per le imprese 3

1.3.2 Le cause delle asimmetrie informative 7

1.4 Il rischio informativo: tipologie, fonti e determinanti 10

1.5 L'*Efficient Market Hypothesis* 15

1.5.1 Il concetto di efficienza informativa e le sue implicazioni 15

1.5.2 I livelli di efficienza informativa e i riscontri empirici 22

1.6 Studi empirici sul ruolo dell'informazione nel mercato 26

1.6.1 Il mercato dell'informazione: il ruolo dei *traders* e degli arbitraggisti 26

1.6.2 La frequenza delle informazioni e il suo impatto sull'efficienza 29

1.6.3 L'influenza della carta stampata sui prezzi azionari 31

CAPITOLO 2

La comunicazione economico-finanziaria d'impresa

2.1 Introduzione 34

2.2 La comunicazione d'impresa nel mercato dei capitali 34

2.3 Le tipologie di comunicazione aziendale 36

2.4 La comunicazione economico-finanziaria d'impresa 39

2.4.1 Che cosa si intende per comunicazione economico-finanziaria? 39

2.4.2 L'importanza dell'informazione finanziaria 40

2.4.3 Dalla creazione alla diffusione del valore attraverso la comunicazione 42

2.4.4 Gli standard contabili 44

2.4.5 La qualità della comunicazione oltre la quantità 45

2.4.6 Etica e trasparenza nella comunicazione economico-finanziaria 48

2.5 Le tipologie di comunicazione economico-finanziaria 49

2.6 La comunicazione finanziaria: informativa obbligatoria e volontaria 50

2.6.1 Informativa obbligatoria (*mandatory disclosure*) 50

2.6.2 Informativa volontaria e integrativa (*voluntary disclosure*) 52

2.7 Gli elementi della comunicazione finanziaria 54

2.7.1 Il processo di comunicazione finanziaria 54

2.7.2 Strumenti e canali di comunicazione 56

2.7.3 Il ruolo di Internet nella comunicazione economico-finanziaria 57

2.8 Gli obiettivi della comunicazione finanziaria 62

2.9 I destinatari delle comunicazione finanziaria 63

2.9.1 *Stakeholders* finanziari 63

2.9.2 *Stakeholders* non finanziari 66

2.10 Gli effetti della comunicazione finanziaria 67

2.10.1 Comunicazione finanziaria ed efficienza informativa 67

2.10.2 Costo del capitale, liquidità dei titoli e seguito degli analisti 68

2.10.3 Motivi ed effetti di una mancata comunicazione 71

2.10.4 Le comunicazioni della Banca Centrale 72

CAPITOLO 3

Le *investor relations* e la figura dell'*Investor Relations Manager*

3.1 Introduzione 73

3.2 Le relazioni con gli investitori e il loro ruolo nella diffusione del valore 74

3.2.1 Che cosa si intende per *investor relations*? 74

3.2.2 L'importanza strategica delle *investor relations* 75

3.2.3 *Investor relations* e il valore d'impresa 76

3.3 La figura dell'*investor relations manager* 79

3.3.1 Chi è l'*investor relator*? 79

3.3.2 Evoluzione del ruolo dell'IRM 80

3.3.3 Gli obiettivi e i compiti dell'IRM 82

3.3.4 Le competenze e conoscenze per gestire le relazioni con gli investitori 83

3.4 Gli obiettivi e gli effetti delle attività di IR 85

3.4.1 L'applicazione del concetto di marketing alle *investor relations* 85

3.4.2. Gli obiettivi della attività di IR 87

3.4.3 Gli effetti prodotti dalle relazioni con gli investitori 89

3.5 Aspetti organizzativi e strutturali della funzione di IR 93

3.5.1 La pianificazione e gestione delle *investor relations* 93

3.5.2 Gli incontri con la comunità finanziaria: i *roadshows* 96

3.5.3 L'evoluzione delle *investor relations* negli anni 97

3.5.4 L'organizzazione della funzione IR 100

3.5.5 Le IR e la *corporate social responsability* 103

3.5.6 Le *investor relations* nell'era di Internet 106

CAPITOLO 4

La qualità delle *investor relations*, le caratteristiche organizzative dell'ufficio IR e la sua operatività

4.1 Introduzione 113

4.2 Il campione 114

4.3 Metodologia di analisi 115

4.3.1 Caratteristiche organizzative e operatività dell'ufficio IR 115

4.3.2 La qualità delle IR 119

4.4 Quadro concettuale ed ipotesi 123

4.5 Evidenze empiriche 125

4.5.1 Operatività ufficio IR e qualità delle *investor relations* 125

4.5.2 Influenza della qualità delle *investor relations* sull'operatività dell'ufficio IR 128

4.5.3 Influenza dell'operatività dell'ufficio IR sulla qualità delle *investor Relations* 129

4.5.4 Caratteristiche ufficio IR e qualità delle *investor relations* 133

4.5.5 Influenza caratteristiche ufficio IR sulla qualità delle *investor relations* 134

4.5.6 Caratteristiche ufficio IR e operatività 135

4.5.7 Influenza caratteristiche ufficio IR sulla sua operatività 138

4.6 Modello econometrico 141

4.7 Limiti dell'analisi empirica 144

CONCLUSIONI 146

APPENDICE A

A.1 Sezione questionario 2011 148

A.2 Sezione questionario 2002 149

A.3 Legenda indice qualità IR 150

APPENDICE B

B.1 Correlazione qualità IR e operatività 152

B.2 Correlazione caratteristiche ufficio IR e qualità delle IR 162

B.3 Correlazione caratteristiche ufficio IR e operatività 163

APPENDICE C

C.1 Influenza qualità IR sull'operatività 169

C.2 Influenza operatività IR su qualità delle IR 174

C.3 Influenza caratteristiche ufficio IR sulla qualità delle IR 183

C.4 Influenza caratteristiche ufficio IR sull'operatività 185

APPENDICE D

D.1 Influenza operatività e caratteristiche ufficio IR su qualità delle IR 195

D.2 Influenza caratteristiche ufficio IR e qualità IR sul numero di attività operative 203

BIBLIOGRAFIA 205

SITI INTERNET CONSULTATI 225

INDICE FIGURE E GRAFICI

Figura 1.1 Reazione dei prezzi ad una nuova informazione 20

Figura 2.1 Comunicazione ed efficacia aziendale 36

Figura 2.2 Le tipologie di comunicazione aziendale 39

Figura 2.3 Il processo di comunicazione 54

Figura 3.1 Il modello della credibilità strategica 78

Figura 3.2 Il triangolo delle IR 79

Figura 3.3 Gli effetti delle *investor relations* 89

Figura 3.4 Il metodo delle 5C 93

Figura 3.5 Il ruolo delle *investor relations* nel contesto delle CSR 105

Figura 3.6 Il ruolo delle IR nel comunicare la performance CSR 106

Figura 3.7 Le determinanti organizzative delle IIR 109

Figura 4.1 Framework di riferimento 123

Grafico 4.1 Settori di appartenenza del campione 115

Grafico 4.2 Segmenti di mercato del campione 115

Grafico 4.3 Attività operative ufficio IR 117

Grafico 4.4 Attività operative ufficio IR (valore medio annuale) 117

Grafico 4.5 Output prodotti 119

Grafico 4.6 Qualità totale delle IR 121

INDICE TABELLE

Tabella 4.1 Numero di attività operative organizzate all'anno 118

Tabella 4.2 Items considerati per la valutazione della qualità delle IR 120

Tabella 4.3 Livelli di qualità totale delle IR 121

Tabella 4.4 Valutazione singoli items della qualità delle IR 122

Tabella 4.5 Correlazione le principali attività operative e la qualità totale delle IR 126

Tabella 4.6 Correlazione tra le principali attività operative e qualità delle IR discreta 126

Tabella 4.7 Correlazione tra il numero di attività operative e la qualità totale delle IR 127

Tabelle 4.8 L'influenza della qualità delle IR sull'organizzazione delle attività operative 128

Tabella 4.9 Influenza della qualità IR sul numero annuale di attività operative organizzate 129

Tabella 4.10 Influenza organizzazione attività operative sulla qualità delle IR 130

Tabella 4.11 Influenza organizzazione di più attività operative sulla qualità delle IR 131

Tabella 4.12 Correlazione tra alcune attività operative 132

Tabella 4.13 Influenza numero di attività operative organizzate sulla qualità delle IR 133

Tabella 4.14 Correlazione tra caratteristiche ufficio IR e qualità totale delle IR 134

Tabella 4.15 Influenza caratteristiche ufficio IR sulla qualità totale delle IR 135

Tabella 4.16 Correlazione caratteristiche ufficio IR e organizzazione delle attività operative 136

Tabella 4.17 Correlazione tra caratteristiche ufficio IR e numero totale attività operative 136

Tabella 4.18 Correlazione tra caratteristiche ufficio IR e numero di alcune attività operative 137

Tabella 4.19 Influenza caratteristiche ufficio IR sull'organizzazione delle attività operative 138

Tabelle 4.20 Influenza caratteristiche ufficio IR sul numero di attività operative 140

Tabella 4.21 Principali modelli econometrici 142

Tabella 4.22 Altri modelli 144

INTRODUZIONE

Nel corso del 2007 l'intera economia mondiale è stata sconvolta da una crisi finanziaria senza precedenti che ha posto l'accento sul tema della comunicazione finanziaria d'impresa e sul suo ruolo nella diffusione del valore aziendale. Questo dato costituisce il punto di partenza per approfondire alcuni temi relativi all'evoluzione delle pratiche di *disclosure* adottate dalla imprese e, in particolare, la gestione delle relazioni con gli investitori. Per tali motivi il lavoro di tesi si articolerà in quattro capitoli.

Il primo capitolo propone alcune brevi riflessioni proprio sulla crisi finanziaria del 2007, cercando di illustrarne le cause e il ruolo fondamentale svolto dalla comunicazione esterna d'impresa. Infatti, durante i periodi di recessione economica come quello che sta caratterizzando il periodo attuale, emerge più che mai l'importanza dei contenuti della comunicazione finanziaria nell'attrarre gli investitori e in tal modo fornire alle imprese le risorse necessarie per operare. L'importanza delle informazioni, soprattutto finanziarie, è giustificata anche dal fatto che esse non sono omogeneamente distribuite tra i soggetti partecipanti al mercato, dando luogo alle c.d. asimmetrie informative. Tali asimmetrie sono state oggetto di numerose teorie e studi empirici, che hanno tentato di fornire una spiegazione e che in questa tesi verranno brevemente esposti. Il fatto che gli operatori di mercato non siano tutti ugualmente informati giustifica la presenza di un premio al rischio informativo, che nel corso del capitolo verrà trattato nel dettaglio, specificandone le fonti e le principali determinanti. Strettamente collegato all'importanza delle informazioni nel mercato è il concetto di efficienza informativa, la quale può assumere tre diverse forme e avere differenti implicazioni per il mercato. A tal proposito il capitolo si conclude con la presentazione di alcuni studi empirici sugli effetti prodotti dalle informazioni sul grado di efficienza informativa e di conseguenza sui prezzi azionari.

Il secondo capitolo affronta in termini generali la comunicazione d'impresa nel mercato dei capitali, distinguendone le principali tipologie sia in base al pubblico di riferimento (comunicazione interna ed esterna) sia in base all'oggetto vero è proprio della comunicazione (comunicazione commerciale, istituzionale, gestionale ed

economico-finanziaria). In particolare, verrà analizzato come la qualità della comunicazione economico-finanziaria abbia un ruolo fondamentale nella creazione e diffusione del valore aziendale sia che rispetti le normative vigenti in materia di *disclosure* (comunicazione obbligatoria) sia che venga rilasciata in modo autonomo e volontario da parte dell'impresa (comunicazione volontaria). Infatti la comunicazione finanziaria e, in generale, quella d'impresa non consiste nella semplice trasmissione di informazioni, ma si prefigura come un vero e proprio processo, che si avvale di specifici strumenti e canali, in particolare Internet che sta assumendo un ruolo crescente. Verranno, inoltre, illustrati gli obiettivi primari della comunicazione finanziaria, ossia di instaurare un rapporto duraturo e improntato alla trasparenza con gli investitori e trasmettere un'immagine aziendale positiva ai diversi interlocutori. Infine, il capitolo si conclude con l'illustrazione degli effetti prodotti dalla comunicazione finanziaria in termini di efficienza, di costo del capitale e liquidità dei titoli.

Il terzo capitolo è interamente dedicato ad approfondire il tema delle *investor relations* e la loro importanza strategica ai fini della diffusione del valore aziendale. Ci si soffermerà a descrivere la figura professionale dell'*investor relations manager* (IRM) o *officer* (IRO), soprattutto i compiti che è chiamato ad assolvere, gli obiettivi che si prefigge di raggiungere, le competenze richieste per ricoprire tale ruolo e, infine, la sua evoluzione nel corso degli anni. Il capitolo prosegue con l'analisi degli obiettivi ed effetti prodotti dall'attività di gestione delle relazioni con gli investitori. Sarà dedicato spazio anche alla descrizione degli aspetti organizzativi e strutturali che caratterizzano la funzione delle IR e come essa si sia evoluta nel corso degli ultimi anni, soprattutto per effetto delle nuove tecnologie e dell'emergere di nuovi temi strategici che le IR sono chiamate ad affrontare, come quello della *corporate social responsability* (CSR).

Data l'importanza delle relazioni con gli investitori, il quarto capitolo di questa tesi è dedicato all'analisi empirica svolta sulla base delle risposte fornite nel 2001 da un campione di settantacinque aziende quotate alla Borsa Italiana di Milano ad un questionario relativo all'organizzazione e operatività dell'ufficio di *investor relations*.

L'analisi dettagliata delle risposte sono state oggetto di una precedente tesi e per tale motivo si è scelto di considerare solo alcuni elementi utili ai fini dell'analisi svolta,

focalizzandosi, in particolare, su due aspetti. Il primo riguarda le principali caratteristiche organizzative della funzione aziendale di IR, ossia il numero di persone che costituiscono tale ufficio, le ore che la società dedica settimanalmente alle relazioni con gli investitori e, infine, da quanti anni viene svolta tale attività. Il secondo aspetto, invece, riguarda l'operatività dell'ufficio IR, intesa come tipo e numero di attività operative organizzate all'anno dall'ufficio IR (per esempio roadshows, incontri con la comunità finanziaria, incontri *one-to-one*, visite presso l'azienda e gestione e revisione del sito Internet aziendale). Quest'ultimo aspetto è stato poi confrontato con quanto emerso da una precedente indagine svolta nel 2002 dall'Università Bocconi di Milano e coordinata dal Professor Bertinetti, al fine di mettere in luce l'evoluzione dell'operatività dell'ufficio IR nel corso dell'ultimo decennio. Oltre a ciò, è stato poi presa in considerazione la qualità delle *investor relations*, debitamente misurata per le aziende del campione secondo un metodo a punteggi che verrà illustrato nel dettaglio nel corso del quarto capitolo.

La presente tesi ha come obiettivo la costruzione di un modello che tenti di verificare la correlazione esistente tra la l'operatività dell'ufficio IR e la qualità delle relazioni con gli investitori, nonché tra le caratteristiche organizzative e la qualità delle IR e, infine, tra le caratteristiche dell'ufficio IR e della sua operatività. Per ultimo si è tentato di costruire un modello che potesse considerare contemporaneamente l'influenza sia delle caratteristiche organizzative dell'ufficio IR sia del suo livello operativo sulla qualità totale delle *investor relations.*

CAPITOLO 1

L'IMPORTANZA DELL'INFORMAZIONE E L'EFFICIENZA INFORMATIVA DI MERCATO

1.1 Introduzione

La crisi finanziaria che ha travolto l'economia mondiale a partire dal 2007 ha messo in luce il ruolo fondamentale della comunicazione esterna d'impresa e soprattutto l'importanza dell'informazione per il corretto funzionamento dei mercati. Infatti la disponibilità di informazioni corrette, complete e tempestive avvantaggia sia gli investitori che le società stesse, eliminando così facendo le asimmetrie informative presenti sul mercato. La disparità di informazioni a disposizione dei soggetti giustifica, di fatto, la presenza di un premio al rischio informativo che grava sui mercati, la cui gestione è fondamentale ai fini della creazione del valore. Dopo aver trattato questi temi, il capitolo prosegue spiegando il concetto di efficienza di mercato, i livelli e le principali implicazioni sia per la finanza aziendale che per gli investitori. Infine vengono riportati alcuni studi empirici che sottolineano ancora una volta l'importanza della qualità e quantità dell'informazione rilasciata al mercato in termini di efficienza.

1.2 Crisi finanziaria, asimmetria informativa e comunicazione esterna

Negli ultimi decenni i mercati finanziari hanno conosciuto un'espansione notevole e spesso incontrollata, anche per mancanza di una regolamentazione omogenea nel contesto internazionale[1]. La stessa crisi finanziaria del 2007 testimonia la sottovalutazione del rischio (soprattutto sistemico) da parte degli intermediari che hanno

[1] Paul Samuelson, premio Nobel per l'economia nel 1970, ha sostenuto che alla base dell'ultima crisi vi sia stata la crisi dell'economia di mercato senza regole o con poche regole, affermando che ≪*And today we see how utterly mistaken was the Milton Friedman notion that a market system can regulate itself. We see how silly the Ronald Reagan slogan was that government is the problem, not the solution. This prevailing ideology of the last few decades has now been reversed. Everyone understands now, on the contrary, that there can be no solution without governmen*t≫ (Samuelson, 2009: 42).

dimostrato scarse capacità di gestione e controllo dello stesso. Inoltre, l'innovazione finanziaria ha portato alla creazione di strumenti finanziari di ogni tipo, senza tenere in debito conto gli effetti in termini di rischiosità. Infine, vi è stata una regolamentazione insufficiente e un controllo poco puntuale e attento da parte delle Autorità competenti [Fortuna, 2009]. Certamente tali aspetti sono importanti, ma la recessione dell'economia mondiale non è solo di natura finanziaria, ma ha cause reali e strutturali che l'aspetto finanziario della crisi ha sicuramente accentuato [Giavazzi, 2009].

Accanto alle motivazioni sopra citate, quindi, ve ne sono alcune prettamente economico-aziendali. L'avidità e la cupidigia dei manager hanno portato a comportamenti opportunistici orientati a generare remunerazioni eccessive e non a massimizzare il valore dell'impresa per gli *stakeholders*. Inoltre la comunicazione esterna dell'imprese spesso si è rivelata incompleta e sommaria con conseguente mancanza di trasparenza informativa. L'informazione, infatti, rappresenta il veicolo principale per raggiungere situazioni efficienti e, pertanto, la sua relativa completezza e tempestiva disponibilità assicurano agli operatori scelte razionali; ciò difficilmente si verifica nel sistema economico, in cui l'operatività di ogni soggetto economico è dominata da asimmetrie informative [Fortuna, 2009].

Infatti, secondo Oliver Williamson gli individui danno vita ad organizzazioni complesse, ossia ad imprese, per far fronte ai fallimenti del mercato e risolvere, quindi, il problema informativo che caratterizza il sistema economico [Williamson, 1975].

Molto spesso gli individui assumono comportamenti opportunistici al fine di sfruttare il proprio vantaggio informativo, andando così a minare la contrattazione che è alla base dell'attività d'impresa e del sistema economico in generale. Il mercato imperfetto, infatti, è caratterizzato dalla cosiddetta asimmetria informativa, vale a dire la condizione per cui un soggetto riesce a sfruttare un set di informazioni più ampio, possibilmente, ma non necessariamente, migliore di quello posseduto dalla controparte.

Le asimmetrie informative possono dar luogo a due diverse situazioni, a seconda che si manifestino prima o dopo la firma di un contratto. Nel primo caso si parla di selezione avversa quando l'asimmetria informativa precontrattuale conduce gli individui meno informati a compiere scelte errate. Nel secondo caso, invece, si parla di

azzardo morale (*moral hazard*) quando un individuo non ottempera al proprio dovere in base a quanto firmato nel contratto, confidando nell'incapacità di controllo della controparte [Akerlof, 1970].

Pertanto, al fine di eliminare le asimmetrie informative è indispensabile promuovere il dialogo tra le società quotate e il mercato dei capitali per il corretto funzionamento di quest'ultimo, a beneficio sia degli investitori che delle società stesse.

Come afferma correttamente Giorgio Bertinetti, infatti, la disponibilità di informazioni corrette, complete e tempestive consente agli investitori di effettuare stime plausibili sulle performance future delle imprese e allo stesso tempo di evitare di operare sul mercato in una posizione di svantaggio rispetto a controparti più informate. L'informazione non solo deve essere diffusa in modo tempestivo, ma deve risultare anche credibile. Il solo fatto che gli investitori abbiano accesso simultaneo a tutte le informazioni rilevanti non elimina il potenziale vantaggio informativo degli *insiders*. L'importante è dunque convincere il mercato che non vi sono informazioni nascoste e ciò si può ottenere solo guadagnando credibilità nel tempo [Bertinetti *et Al.*, 2004b].

La qualità dell'informazione, da un lato, e la struttura del mercato sempre più complessa e articolata, dall'altro, spingono alla creazione di mercati sempre più competenti e attenti alle informazioni trasmesse dalle imprese, cioè ai contenuti della comunicazione finanziaria. Inoltre la globalizzazione dei mercati e le opportunità di diversificazione dei portafogli comportano una competizione a livello internazionale, sia tra le imprese per l'acquisizione del capitale, sia tra i mercati per la capacità di attrarre gli scambi [Bertinetti *et Al.*, 2004b].

1.3 Le asimmetrie informative presenti nel mercato

1.3.1 L'importanza delle informazioni per le imprese

Tutte le aziende hanno interesse a diffondere le informazioni rilevanti al fine di acquisire i capitali necessari per operare. L'impresa viene considerata depositaria di tutte le informazioni che riguardano il suo agire economico. Questo non significa che si trovi in una posizione monopolistica nella produzione di informazioni, ma che le informazioni interne possiedono un grado di accuratezza elevato e il costo complessivo della produzione interna di informazioni risulta di gran lunga inferiore a quello della

produzione esterna. Non bisogna, però, dare per scontato che le informazioni prodotte dal sistema informativo interno su cui fa leva l'impresa per assumere le decisioni corrispondano a quelle richieste dal mercato. Talvolta, quindi, le informazioni sono disponibili in forma celata e spetta quindi all'impresa esplicitarle e tradurle in informazioni leggibili dal mercato. In caso contrario sarà il mercato a farsi carico di tale processo [Bertinetti, 1996].

In base a quanto detto poco sopra, si potrebbe pensare che la posizione quasi monopolistica e, comunque, il vantaggio di precisione e di costo nella produzione interna di informazioni, possano indurre l'impresa ad accrescere il grado di riservatezza anziché di trasparenza informativa, così da elevare il valore dell'informazione stessa.

Inoltre, risulta difficile impedire l'utilizzo non autorizzato da parte di terzi, dato che l'informazione è trasferibile nel tempo e nello spazio e non rimane ad uso esclusivo del soggetto per così dire "produttore" [Berlanda,1993]. In questa logica potrebbe essere disincentivata la produzione stessa di informazioni e ostacolato il funzionamento del mercato. La produzione e la diffusione di informazioni si giustifica allora non tanto per la possibilità si vendere l'informazione stessa, ma piuttosto per i benefici ottenibili dal buon funzionamento del mercato.

La comprensione delle modalità di funzionamento del mercato è importante ai fini della comunicazione d'impresa e per questo motivo verranno illustrata di seguito la valenza dell'informazione in situazioni di concorrenza perfetta e di incertezza.

In condizioni di concorrenza perfetta non vi sono attriti, ossia non vi sono costi di transazione né distorsioni fiscali, per cui le informazioni raggiungono simultaneamente tutti gli operatori e non sono onerose. Inoltre, gli operatori del mercato sono razionali, mirando alla massimizzazione della propria utilità, e hanno dimensioni marginali rispetto a quelle del mercato e quindi non sono in grado di esercitare un'influenza rilevante sull'andamento dei prezzi, ossia sono *price takers*.

Per di più, la completezza del mercato consente di costruire la combinazione rischio-rendimento desiderata. Ciò garantisce un mercato privo di segmentazioni e quindi prezzi dei titoli sempre in linea con il loro profilo rischio-rendimento, senza dar spazio ad operazioni di arbitraggio. Pertanto un soggetto entra nel mercato se e solo se il

tasso di rendimento che ottiene è tale da coprire il costo dell'acquisizione dell'informazione [Cornell e Roll, 1981].

In un contesto del genere, dove il mercato dei capitali opera in concorrenza perfetta, le risorse finanziarie confluiscono naturalmente verso le opportunità di investimento più vantaggiose, fino a quando il rendimento marginale derivante dalle diverse alternative disponibili risulta pari al costo del capitale praticato dal mercato, bilanciando in tal modo domanda e offerta di risorse finanziarie. In concorrenza perfetta e in condizioni di certezza, quindi, esiste un unico costo del capitale per tutti gli individui che coincide con il tasso di interesse *risk free* [Bertinetti, 1996].

Si può affermare, quindi, che, in presenza di operatori razionali e di mercati completi, la conoscenza diffusa diventa il motore dell'equilibrio e del benessere individuale e sociale. L'informazione ha, perciò, una valenza pubblica, in quanto fornisce al sistema i segnali per la migliore allocazione delle risorse disponibili, e allo stesso tempo una valenza privata, poiché le imprese mirano alla massimizzazione del proprio valore e gli investitori ottengono una remunerazione equa per i propri investimenti [Caprio, 1990].

Le considerazioni fin qui esposte portano a concludere che in condizioni di equilibrio l'informazione diviene priva di valore, dato che è già incorporata nelle decisioni prese dai singoli soggetti, e nessuno avrà convenienza a operare scambi sul mercato dei capitali, dato che non esiste una combinazione ottima, in grado di massimizzare la funzione di utilità personale, oltre a quella di equilibrio.

Tuttavia i mercati finanziari non sono completamente trasparenti e i prezzi non riflettono tutte le informazioni in possesso del management. In mercati non perfetti e incompleti, il prezzo non converge al suo valore fondamentale per la presenza di costi di transazione e per la distribuzione non omogenea delle informazioni tra i partecipanti al mercato. Questo significa che nella realtà le informazioni non sono prive di valore e sono alla base dei meccanismi operativi del mercato e dei vantaggi competitivi delle imprese, che sono spinte sempre di più ad occuparsi della gestione delle informazioni rilevanti e, in generale, dei contenuti della comunicazione finanziaria [Bertinetti, 1996].

L'incentivo a raccogliere maggiori e migliori informazioni deriva dal fatto che queste consentono di individuare investimenti con un rendimento medio più elevato e anche meno rischiosi. L'informazione è quindi importante perché permette di evitare investimenti eccessivamente rischiosi. Nel mercato, quindi, da un lato gli investitori attivi sono in grado di assumere decisioni di investimento pienamente informate, ma ad un alto costo; dall'altro gli investitori passivi, invece, sostengono un costo inferiore facendo leva sulle informazioni pubbliche, che, però sono meno precise [Piazza, 2010].

In un mercato finanziario sviluppato si tenderà a raccogliere meno informazioni precise e costose, perché è possibile un'ampia diversificazione di portafoglio, fornendo agli investitori una sorta di "assicurazione". Nonostante ciò, come accade normalmente nei casi di *moral hazard*, una maggiore assicurazione riduce gli incentivi a intraprendere azioni costose, come raccogliere informazioni private per evitare investimenti eccessivamente rischiosi.

A tal proposito è importante l'innovazione finanziaria (intesa come maggiori opportunità di investimento) che riduce la quantità delle informazioni private raccolte se non viene accompagnata da una riduzione del costo sostenuto da chi ha acquistato informazioni private per assumere le proprie decisioni di investimento: «*The reason is that information is a strategic substitute to risk diversification*» [Piazza, 2010: 5-6].

La minore quantità di informazioni private raccolte, per la disponibilità di informazione pubblica, ha un impatto negativo sul benessere degli investitori passivi e, quindi, controbilancia in parte il loro guadagni grazie a una migliore ripartizione del rischio. Con minori informazioni, gli agenti investono più spesso erroneamente in tecnologie caratterizzate da un eccessivo rischio sistematico.

La minore domanda di informazioni precise tende tuttavia a ridurre anche la qualità dell'informazione meno precisa. Per esempio, se si producono meno analisi dettagliate perché si riduce la domanda di informazione precisa (e costosa) è ragionevole supporre che anche la qualità dell'informazione pubblica (e meno costosa) peggiori. Questo meccanismo ha un effetto negativo su quegli investitori che si basano su questi ultimi canali di informazione per fare le loro scelte [Piazza, 2010].

Riassumendo, quindi, lo sviluppo finanziario tende a ridurre la raccolta di informazioni nei periodi in cui l'eccesso di rischio è prevalentemente idiosincratico (e quindi "assicurabile", attraverso una migliore diversificazione), ma non ha alcun impatto sulla raccolta di informazioni in periodi in cui il rischio in eccesso è principalmente sistemico. Di conseguenza, lo sviluppo finanziario riduce il benessere perché aumenta la frequenza di "crisi di liquidità", cioè improvvisi crolli del mercato finanziario dovuti all'eccessiva accumulazione di investimenti troppo rischiosi.

1.3.2 Le cause delle asimmetrie informative

In letteratura sono diverse le teorie che spiegano la presenza di asimmetrie informative che caratterizzano il mercato e i motivi sottostanti la reazione del mercato. Tra queste vi è il filone della teoria dei segnali, che sottolinea l'asimmetria informativa che contrappone il gruppo di controllo (manager e azionisti, detti anche *insiders*) da un lato e gli investitori esterni dall'altra. Il gruppo di controllo, infatti, possiede un set informativo più completo rispetto ai cosiddetti *outsiders,* cioè agli azionisti esterni e di minoranza. Per esempio la decisione di aumentare il capitale sociale tenderà a segnalare agli investitori esterni le informazioni a disposizione del gruppo di controllo [Bertinetti, *et Al.* 2004a]. Tale decisione viene interpretata dal mercato come una cattiva notizia, in quanto preannuncia una sopravvalutazione dei titoli [Myers, 1984; Mayers e Majluf, 1984]. Inoltre se l'operazione si accompagna ad una riduzione della quota azionaria posseduta dal gruppo di controllo i rendimenti anomali saranno tanto più negativi quanto più ampia è tale la riduzione [Leland e Pyle, 1977; Diltz, Lockwood e Min, 1992]. Per di più gli aumenti di capitali possono essere interpretati come aspettative di minori utili futuri e quindi una soluzione per coprire il fabbisogno finanziario dell'impresa [Miller e Rock, 1985] oppure come operazione per arginare il rischio finanziario a fronte di un aumento del grado di rischiosità operativa aziendale [Healy e Krishna, 1990].

Anche la teoria dell'agenzia fornisce indirettamente una spiegazione dei rendimenti anomali dei titoli azionari. Il contributo principale nell'ambito di questa teoria è quello fornito da Jensen e Meckling, i quali sostengono che una maggiore

separazione tra proprietà e controllo possa ridurre le inefficienze gestionali a causa del maggior allineamento tra manager e azionisti [Jensen e Meckling, 1976].

Interessante è anche il contributo di Scholes che parla di *price-pressure hypothesis* in base al quale in occasione di un'aumento di capitale si registra una pressione al ribasso dei prezzi in presenza di domande di titoli non perfettamente elastiche [Scholes, 1972].

Anche gli studi di *behavioural finance* tentano di dare spiegazione all'esistenza di extra-profitti dovuti allo sfruttamento di informazioni riservate, tenendo in considerazione i fattori psicologici e le dinamiche sociali che influiscono sulle scelte di investimento degli operatori. L'idea chiave di questi studi è che ogni individuo percepisce la realtà che lo circonda tramite una struttura interpretativa soggettiva, una sorta di "filtro psicologico". La sensibilità informativa dell'individuo, incidendo sulle sue scelte di investimento, consente in un contesto di mercato di descrivere gli andamenti anomali dei corsi dei titoli e spiega, in parte, fenomeni come le resistenze dei mercati rispetto alle c.d. soglie psicologiche [Pelilli, 2004].

Al di là delle teorie, tra le principali cause di inefficienze vi sono gli *insiders* societari, ossia soggetti che entrano in possesso di informazioni riservate e rilevanti, prima che queste raggiungano gli analisti più avveduti e che l'aggiustamento dei prezzi abbia luogo. L'azione dell'*insider* comporta un significativo trasferimento di ricchezza in suo favore a discapito degli *outsiders* e porta gli operatori di mercato a richiedere maggiori premi per il rischio perché pensano che la controparte possieda dati e notizie confidenziali e quindi dubitano della capacità del mercato di produrre prezzi equi [Bertinetti, 1996].

L'asimmetria informativa e così il commercio informato sono dovuti non solo alle informazioni interne che i manager possiedono, ma anche alle informazioni private *firm-specific*, o applicabili a più imprese o che sono collegate all'ambiente di negoziazione. Inoltre il livello di commercio informato dipende anche dalla caratteristiche strutturali della singola azienda, come ad esempio la dimensione della quota di partecipazione al capitale da parte di soggetti esterni.

Il livello di *trading* informato non è, però, prevedibile e, quindi, l'impossibilità di differenziare tra fluttuazioni casuali dei prezzi e variazioni nel valore fondamentale, è un importante fattore dell'*information risk premium*. Infatti, il livello di volatilità del mercato e i *bid-ask spreads*[2] sono significativamente collegati con il livello di *information trading* e, quindi, alle capacità degli analisti di generare informazioni private da dati pubblici. La relazione sistematica tra commercio informato e ambiente degli investitori potrebbe aumentare il rischio informativo sui prezzi così come diminuire l'abilità di diversificare [Bardong, Bartram e Yadav, 2005].

Una maggiore comunicazione finanziaria da parte delle imprese può limitare il campo d'azione degli *insiders* e allo stesso tempo ridurre il premio per il rischio richiesto dal mercato. Solitamente l'intervento normativo e le clausole contrattuali (per esempio sistemi di remunerazione del management adeguati a stimolare la trasparenza e la rappresentanza delle minoranze negli organi di governo delle imprese) permettono di risolvere il problema dell'*insider trading*, introducendo vincoli più o meno stringenti [Bertinetti, 1996].

Nonostante ciò le evidenza empiriche rivelano che il comportamento anomalo del mercato non sia risolvibile con un semplice incremento della quantità di informazioni rilasciate al mercato. Secondo Giorgio Bertinetti, in caso di razionalità informativa degli individui, vi sono due spiegazioni ai comportamenti difformi, a seconda della percezione dell'effettiva rilevanza o meno delle informazioni.

Innanzitutto egli afferma che una nuova informazione è rilevante solo se riguarda eventi inattesi, dato che quelli attesi sono già scontati nei prezzi praticati dal mercato. La diffusione di questa nuova informazione, però, non elimina l'incertezza, dato che gli analisti potrebbero impiegare del tempo per valutarne correttamente la rilevanza. Ciò che conta, quindi, non sono solo i fondamentali delle aziende, ma anche le reazioni e le conseguenti decisioni degli operatori di fronte alla stessa informazione.

Quando, quindi, la nuova informazione si dimostra subito rilevante aumenta il livello percepito del rischio sistematico dell'investimento, in quanto il mercato ha riscontrato delle difficoltà nel valutarlo a causa dell'evento inatteso.

---

[2] Per *bid-ask spread* si intende la 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 in quel momento.

Quando, invece, l'effettiva rilevanza dell'informazione non è immediatamente percepibile, vi sono dei *noises* che turbano il funzionamento del mercato. È il caso delle "bolle informative" che si vengono a creare quando vi sono delle variazioni di prezzo non giustificate dai fondamentali e che, in presenza di informazioni non omogeneamente distribuite, alcuni operatori considerano erroneamente portatrici di nuove informazioni [Bertinetti, 1996].

Ancora una volta si può affermare che ciò che conta non è solo la quantità di informazioni diffuse al mercato, ma anche e soprattutto la loro qualità, intesa come *summa* della rilevanza dell'informazione stessa, della sua credibilità e comprensibilità all'esterno dell'impresa.

Rimuovendo l'ipotesi di razionalità informativa degli individui, l'autore ritiene che le "bolle razionali" e i fenomeni di moda nell'allocazione del risparmio possano essere due ulteriori interpretazioni dell'anomala variabilità dei prezzi dei titoli. Nel primo caso gli individui, pur essendo consapevoli che i prezzi stanno deviando dal valore fondamentale dei titoli, ritengono che la deviazione si amplificherà e quindi seguono il mercato anziché posizionarsi contro tendenza. Nel secondo caso gli operatori non hanno coscienza del fatto che i prezzi si stanno discostando dal valore intrinseco dei beni; pertanto la domanda o l'offerta in eccesso rispetto a quanto giustificabile dal valore equo delle attività sono dovute a fattori esogeni irrazionali.

In questi casi la comunicazione finanziaria evidenzia le deviazioni dei prezzi correnti rispetto a quelle giustificabili dai fondamentali, aiutando gli operatori di mercato ad assumere comportamenti in linea con la razionalità informativa poiché questi fenomeni si sviluppano maggiormente quando il valore equo delle attività finanziarie è più incerto [Bertinetti, 1996].

1.4 Il rischio informativo: tipologie, fonti e determinanti

Il buon funzionamento del mercato è influenzato dai costi sostenuti dal singolo operatore per acquistare un set di informazioni in base a cui decide se dar corso o meno ad una transazione. Tali costi a loro volta dipendono sia dal contesto normativo che dal processo di comunicazione finanziaria messo in atto dalle imprese e dalla ripartizione dell'onere informativo tra gli *stakeholders*.

Nel breve periodo è possibile identificare tre classi di rischio che gravano sugli investitori [Allen e Gale, 1994]:

• Il rischio di *payoff* (A), è il rischio che effettivamente caratterizza una variabile economica; esso dipende dagli effetti che le variabili esogene hanno sui risultati aziendali a seguito delle decisioni organizzative aziendali. È quindi il rischio rappresentativo della volatilità intrinseca dell'investimento;

• Il rischio informativo (B), è la distorsione dovuta alla percezione del rischio; esso è dato dall'extra volatilità nei prezzi dei titoli dovuta all'errata valutazione del rischio di *payoff* e dal tempo necessario alla diffusione sul mercato della giusta misura dello stesso rischio di *payoff*. Si tratta, quindi, dell'effetto di distorsione che si genera dai processi di percezione del rischio di *payoff* da parte degli investitori.

• Il rischio percepito (A+B), vale a dire il rischio (distorto) che determina le scelte degli operatori economici.

La presenza di un premio per il rischio informativo si giustifica per il fatto che nella stima di nuovi redditi è presente un rischio autonomo, perché il processo di aggiustamento dei prezzi non avviene in modo istantaneo e la diffusione dell'informazione non è immediata, ma può dipendere dalle strategie aziendali.

Inoltre è possibile fare una distinzione tra rischio informativo sistematico, ovvero legato ai meccanismi operativi con cui il mercato utilizza le informazioni a disposizione, e diversificabile, ovvero legato alle modalità con cui le imprese definiscono le strategie di *disclosure* [Bertinetti *et Al.*, 2004b].

Il rischio informativo si riferisce quindi alle modalità con cui i mercati ed i suoi operatori utilizzano la quantità e la qualità dell'informazione. Infatti, il costo del capitale delle imprese è influenzato sia dalla quantità che dalla qualità delle informazioni e incorpora premi al rischio informativo di natura sia sistematica sia diversificabile. Le asimmetrie informative presenti sul mercato sono collegate sia alle politiche di informazione delle imprese sia dal meccanismo con cui il mercato tratta le informazioni disponibili e agli standard imposti dalle normative [Mantovani e Bagnoli, 2009].

Le fonti elementari del rischio informativo sono tre [Bertinetti *et Al.*, 2004b]:

a) Il rischio di errore informativo (*risk of information error*)

Il rischio di errore informativo fa riferimento agli errori nelle stime economiche di un investimento che derivano dall'applicazione di specifiche tecniche da parte degli analisti di mercato. Il rischio informativo quindi nasce dalla difficoltà di stimare il livello atteso dei redditi e delle loro dispersioni;

b) Il rischio di *timing* informativo (*risk of information timing*)

C'è un strutturale fabbisogno di tempo affinché le informazioni si propaghino uniformemente sul mercato e questo abbia il tempo di riallineare i valori dei titoli, anche se è difficile determinare tale quantità di tempo e le relative conseguenze in termini di volatilità dei prezzi. La volatilità dei prezzi nel breve periodo può modificare il tempo necessario per recuperare l'equilibrio di lungo periodo, dato che non tutti gli operatori hanno lo stesso orizzonte temporale e gli stessi obiettivi economici[3]. Si tratta, quindi, di capire in quanto tempo avverrà il riallineamento, la volatilità dei prezzi e la coerenza fra quantità di tempo, volatilità dei prezzi e premi al rischio informativo presente sul mercato;

c) Il rischio di comunicazione finanziaria (*risk of financial communication*)

La comunicazione finanziaria d'impresa può influenzare la dinamica del prezzo del titolo e il conseguente processo di diffusione del valore. Gli effetti prodotti dalla scarsa *disclosure* sono simili a quelli del rischio di *timing* informativo, con la differenza che al diffondersi di una nuova e più completa informazione anche il rischio di errore informativo si modifica dato che i valori attesi di reddito tendono a convergere verso i valori fondamentali.

In base a quanto detto sopra, appare evidente che in un contesto dinamico e competitivo la comunicazione finanziaria d'azienda sia fondamentale per raccogliere i capitali necessari allo sviluppo dell'attività imprenditoriale [Bertinetti *et Al.*, 2004b].

Il rischio informativo è stato oggetto di numerosi studi in letteratura. È stato costruito un modello di stima attraverso *proxy* sia a livello sistematico che idiosincratico

---

[3] In particolare gli operatori *market timing* traggono profitto dalle ampie volatilità di prezzo e quindi tendono ad attivarsi nelle fasi di mercato in cui avvengono repentini aggiustamenti di prezzo. La scelta del momento in cui entrare nel mercato dipende anche dagli strumenti di analisi adottati: gli analisti fondamentali hanno solitamente un atteggiamento anticipatore delle tendenze di mercato, al contrario di chi ricorre all'analisi tecnica.

[Mantovani, 2004] e poi testato relativamente a situazioni specifiche dell'impresa come gli aumenti di capitale o la rotazione obbligatoria degli *auditors* di bilancio [Bertinetti *et Al.*, 2004a]. Il rischio informativo, inoltre, è stato studiato rispetto alle variazioni dell'avversione al rischio in un quadro di finanza comportamentale [Gardenal, 2007]. Infine alcune delle analisi più recenti riguardano le relazioni tra rischio informativo e *governance* [Bertinetti e Mantovani, 2009] e la determinazione di un modello di *pricing* in base ad uno studio settoriale negli ultimi quindici anni [Mantovani, 2008].

In particolare quest'ultimo fornisce un contributo importante per la misurazione del rischio informativo e pertanto verrò riportato brevemente quanto studiato da Mantovani nel suo lavoro [Mantovani, 2008].

In un mercato completamente efficiente, come verrà descritto ampiamente nel paragrafo successivo, ogni nuova informazione viene immediatamente incorporata nei prezzi dei titoli. Pertanto i prezzi sono fissati come valore attuale dei flussi di cassa attesi dagli investitori in qualsiasi momento t [$E(CF_t)$], scontati secondo il tasso di rischio atteso di rendimento (k) per l'investimento.

$$P = \sum E(CF_t)/(1+k)^t$$

Perciò ogni nuova informazione può provocare un balzo, che inciderà o sul livello atteso dei flussi di cassa o sul livello atteso di rischio. Ogni balzo al tempo t genera un rendimento in eccesso (OrT) per l'investitore, tale che il rendimento di breve periodo dall'investimento (r) sarà al di sopra del livello di equilibrio fissato nel *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

$$r = k + OrT$$

Di conseguenza il rendimento r di breve periodo di un investimento può essere diviso in due parti. Una è determinata dal rischio di *payoff* che è rappresentata da k e si basa sul CAPM, mentre l'altra è causata dal rischio informativo, rappresentata da OrT, il quale impatta sul livello medio degli r osservati in funzione dell'ampiezza dell'orizzonte T.

Mantovani sostiene che i *gap* fra volatilità di breve e lungo termine sono sintomi dell'esistenza di un rischio informativo (IR) e del suo premio, sia nel caso di segno positivo che negativo. In base allo studio condotto dall'autore è possibile individuare le determinanti di tale rischio informativo.

Il rischio informativo totale (*Total-IR*) può essere calcolato come differenza fra volatilità a breve e a lungo termine dei rendimenti ottenibili da un investimento.

$$TIR = \sigma ST - \sigma LT$$

Il rischio informativo di natura sistematica (*Systematic-IR*), invece, è generato dalla carenza strutturale dei processi di generazione e distribuzione dell'informazione.

$$SIR = \gamma ST - \gamma LT \qquad dove\ \gamma = \beta\ x\ \sigma(r_m)$$

Infine il rischio informativo diversificabile (*Diversifiable-IR*) è generato da standard inefficienti nella comunicazione finanziaria tra gruppi di attori che operano nel mercato ed è pari alla differenza tra i due rischi sopra calcolati.

$$DIR = TIR - SIR$$

Le principali conclusioni a cui giunge lo studio sono le seguenti:

a) Il rischio informativo è rilevante nei mercati finanziari e i settori industriali non sembrano avere un impatto significativo sulla dimensione e la variabilità del premio al rischio informativo. L'autore afferma pertanto che:

«*efficiency seems to be not only a problem of quantity of information available but it is also a problem of: (i) absolute quality of information, (ii) mechanisms that support the information distribution between financial markets operators; (iii) adoption of industry-specific standards of financial communication*» [Mantovani, 2008: 27];

b) La quota di rischio informativo sistematico rappresenta più del 76% del rischio totale, mentre quella diversificabile meno di un quarto. Pertanto gli sforzi per regolare le pratiche di comunicazione finanziaria sono importanti, ma possono risolvere solo in parte il problema. Inoltre anche il livello e la variabilità del *Systematic-IR* sono maggiori di quello diversificabile: il settore quindi è importante nel regolare il livello di IR nel mercato. Pertanto l'introduzione di standard generali per l'informazione può essere vantaggiosa per il mercato nel complesso, ma può danneggiare alcuni settori;

c) Il rischio informativo rileva sia a livello sistematico che a livello diversificabile. Questo significa che standard informativi specifici di settore sono necessari accanto a quelli generali per regolamentare l'intero mercato;

d) Negli ultimi quindici anni il rischio informativo si è mediamente ridotto, infatti le variazioni dei livelli misurati di TIR sono mediamente negative. Questo significa che gli sforzi per aumentare la circolazione delle informazioni hanno avuto successo, riducendo le asimmetrie e i *gap* informativi;

e) L'evidenza empirica suggerisce l'esistenza di un rilevante premio per il rischio informativo, infatti:

«the IR-premia is an "opportunity cost" for the investor since its real acquisition is strictly dependent from an active information analysis to be transformed in active market timing practices. In case of no IR management the absolute level of volatility of any portfolio will increase at systematic level» [Mantovani, 2008: 28];

f) Il *driver* rilevante del livello di *Systematic-IR* sembra essere il *gap* fra beta di breve e di lungo periodo. Inoltre, quando il rischio di *payoff* sta diminuendo, il mercato presta minore attenzione al rischio informativo, dato che l'informazione è diventata meno rilevante per una migliore comprensione del rischio totale di un investimento;

g) Il premio per il *Diversifiable-IR* è di maggiore interesse economico per specifiche classi di *traders* (*market-timers* e *industry-picking strategist*) e per imprese appartenenti a settori meno ciclici.

In base anche ai risultati di questo studio, è possibile affermare che la gestione del rischio informativo è assolutamente importante per la creazione di valore, dato che consente all'investitore di lucrare extra-rendimenti e all'azienda di ridurre il costo opportunità del capitale. Naturalmente la gestione di tale rischio deve avvenire nella consapevolezza che un aumento della quantità di informazione non riduce necessariamente il rischi e che il rischio informativo è anzitutto un fatto sistematico [Mantovani, 2008].

1.5 L'*Efficient Market Hypothesis*

1.5.1 Il concetto di efficienza informativa e le sue implicazioni

All'interno del mercato gli investitori decidono come allocare le risorse in base alle aspettative di rischio e di rendimento offerto dagli investimenti, formulate a loro volta sulla base delle informazioni disponibili. Di conseguenza in condizioni di

equilibrio il prezzo dei titoli sul mercato rifletterà pienamente tutte le informazioni disponibili, in modo che il rendimento atteso su ciascun investimento sia esattamente in linea con il suo profilo rendimento-rischio. Un mercato ove la condizione di equilibrio descritta sia costantemente verificata viene definito mercato efficiente, ossia un mercato nel quale i prezzi di adeguano rapidamente alle nuove informazioni.

Per il mercato dei capitali è, infatti, possibile distinguere tre diversi tipologie di efficienza:

• L'efficienza degli scambi, che si riferisce alla possibilità di favorire l'incontro di domanda e offerta, riducendo al minimo i costi di transizione in presenza di una serie di titoli e di informazioni;

• L'efficienza della produzione[4], che si riferisce all'allocazione delle risorse nelle combinazioni produttive aziendali in modo tale da massimizzare il valore economico del capitale;

• L'efficienza dell'informazione, che si riferisce al fatto che le imprese veicolano ai mercati informazioni rilevanti al fine di impostare le decisioni di investimento e che i prezzi incorporino le informazioni rese disponibili [De Cicco, 2010].

La prima definizione di efficienza informativa è stata data nel 1970 da Fama, il quale afferma: «*A market in which prices always "fully reflect" available information is called "efficient"*» [Fama, 1970: 383].

Quindi un mercato è efficiente in senso informativo se in ogni momento i prezzi dei titoli riflettono pienamente e in modo corretto tutte le informazioni disponibili. Il lavoro di Fama si dimostrò controcorrente rispetto alla precedente letteratura sulle serie storiche dei prezzi, innescando una vivace controversia attorno all'efficienza informativa, a cui parteciparono due diverse scuole di pensiero: la scuola di Chicago (a cui lo stesso Fama si sentiva vicino) e la scuola di Berkeley.

---

[4] Estendendo il concetto di efficienza della produzione al mercato si può parlare di efficienza statica per indicare la sua capacità di assegnare le risorse al loro utilizzo più proficuo e fornire servizi a costi più bassi. Tale concetto può quindi costituire una misura della qualità del mercato. È possibile individuare quattro indicatori statici: elevato grado di trasparenza, molteplicità di scadenze e di emittenti, basso *spread*, così come elevata e continua liquidità [Oxelheim, L. e Rafferty, M., 2004].

In un mercato efficiente, quindi, poiché i prezzi incorporano tutte le informazioni disponibili, di fatto il prezzo risulta diventare l'unica informazione rilevante per un investitore, dato che incorpora le aspettative di rendimento futuro.

Pertanto un mercato finanziario efficiente è un mercato in equilibrio, ovvero un mercato in cui non è possibile lucrare in maniera sistematica sovraprofitti sulla base delle informazioni in possesso, dato che viene eliminata ogni opportunità di arbitraggio. In altre parole, è un mercato che in media è in grado di attribuire ai titoli quotati il loro giusto prezzo [Bertinetti *et Al.*, 2004a].

Allora le aspettative degli operatori e l'efficienza di mercato sono strettamente legati alla disponibilità e alla diffusione dell'informazione. Infatti in contesti efficienti solo la diffusione di una nuova informazione può influenzarne sensibilmente il corso dei titoli e solo in quella circostanza gli investitori adegueranno le proprie posizioni, eliminando le opportunità di arbitraggio.

Questo significa che l'informazione è una pura *commodity* e che il mercato svolge una pura funzione allocativa delle nuove risorse, senza che vi sia poi interesse ad operare alcuno scambio. Infatti l'immediata revisione dei prezzi all'arrivo di nuove informazioni annulla le opportunità di extra-rendimenti. La migliore strategia di investimento sembra allora replicare il portafoglio di mercato in una logica *buy and hold,* coerentemente con i dettami del CAPM.

Le condizioni sufficienti affinché il mercato possa risultare efficiente sono:

• assenza di costi di transizione negli scambi di mercato;

• gratuità e disponibilità di tutte le informazioni per tutti gli operatori del mercato;

• attribuzione dello stesso significato alle informazioni disponibili da parte degli operatori di mercato e quindi concordanza sull'impatto che esse devono produrre sui prezzi attuali e futuri dei singoli titoli [Bertinetti, 1996].

Tali condizioni sono sufficienti, ma non necessarie affinché il mercato risulti efficiente dal punto di vista informativo. Infatti, anche se gli elevati costi di transazione inibiscono il flusso delle transazioni, questo non significa che quando le negoziazioni hanno luogo i prezzi non rifletteranno tutta l'informazione disponibile. Allo stesso modo il mercato può essere efficiente se un numero sufficiente di investitori ha facile

accesso alle informazioni disponibili. E, infine, il disaccordo tra gli investitori sulle implicazioni di una certa informazione non implica di per sé l'inefficienza di mercato anche se vi sono investitori in grado di fare valutazioni migliori delle informazioni disponibili rispetto a quelle implicite nei prezzi.

L'efficienza del mercato dipende quindi dalla sua capacità di aggregare e incorporare nei prezzi la conoscenze a disposizione dei singoli partecipanti. Se ciò accade allora nessun operatore sarà in grado di lucrare rendimenti superiori rispetto a quelli equi [Bertinetti, 1996].

La teoria dell'efficienza di mercato ha importanti implicazioni per la finanza aziendale. Innanzitutto alcuni principi contabili (ad esempio la scelta del metodo di ammortamento delle immobilizzazioni tecniche o di valutazione delle rimanenza di magazzino) lasciano ampia libertà d'azione nella redazione del bilancio; tuttavia esse non influiscono sul prezzo delle azioni di un'imprese se il bilancio d'esercizio è redatto in modo chiaro e completo. Questo non significa che il mercato sia del tutto insensibile a qualunque decisione contabile: infatti ogni volta che una società nasconde una notizia utile o ne fornisce di false il prezzo ne è influenzato. In generale, però, si può affermare che il prezzo delle azioni di una società non può essere influenzato da un cambiamento nei metodi contabili [Ross, Westerfield e Jaffe, 1996].

Una secondo effetto riguarda il *timing decision*, ossia la scelta del momento in cui emettere strumenti di finanziamento. Una parte della dottrina sostiene che, ogni qual volta l'efficienza dei mercati sia verificata, i manager finanziari non possono decidere il momento ottimale per emettere azioni e obbligazioni, utilizzando l'informazione pubblica disponibile, dato che i titoli delle imprese sono valutati correttamente e, quindi, venduti al loro valore intrinseco. Ancora una volta, però, alcuni studi empirici hanno mostrato che è più probabile che un'azione sia emessa dopo che i prezzi azionari sono saliti, cioè quando le azioni sono sopravvalutate. Pertanto l'attività di *timing decision* può essere rilevante per l'impresa [Lakonishok e Vermaelen, 1990; Loughran e Ritter, 1995].

Infine, se il mercato è veramente efficiente dovrebbe essere in grado di assorbire una quantità illimitata di azioni senza deprimere i prezzi e in questo senso l'evidenza

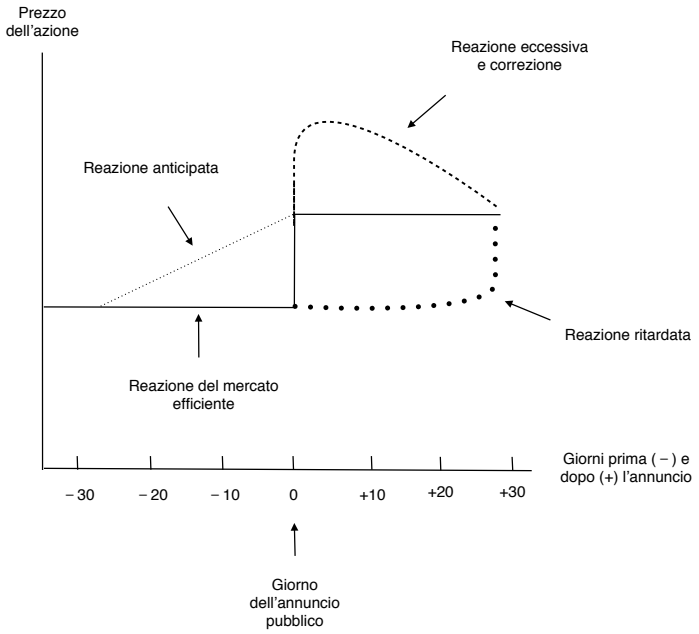
empirica dimostra che l'effetto-pressione sui prezzi è davvero minimo [Ross, Westerfield e Jaffe, 1996].

L'*Efficient Market Hypothesis* (EMH) ha, inoltre, conseguenze sia per gli investitori che per le imprese. Infatti, poiché l'informazione si riflette immediatamente nei prezzi, gli investitori possono ottenere soltanto un tasso di rendimento normale. La conoscenza dell'informazione, quindi, non avvantaggia l'investitore dato che il prezzo si aggiusta prima che egli abbia il tempo di negoziare su di essa. Inoltre, le imprese si aspettano di ricevere in cambio dei titoli venduti il loro valore equo, vale a dire il loro valore attuale. Pertanto in un mercato efficiente non è possibile mettere in atto comportamenti tesi ad ingannare gli investitori e quindi realizzare opportunità di finanziamento vantaggiose.

In conclusione, in un mercato efficiente in senso informativo l'investitore si aspetta di ottenere un rendimento di equilibrio da un investimento e una società si aspetta di pagare un costo del capitale di equilibrio. In un mercato efficiente il prezzo dell'attività finanziaria si adegua immediatamente e correttamente al prezzo equo derivante dalla nuova informazione Deviazioni sistematiche dei prezzi rispetto al fondamentale dei titoli azionari, invece, denotano elementi di inefficienza che possono avere diversa intensità a seconda dell'ampiezza delle deviazione e delle sua permanenza nel tempo. È possibile avere una reazione lenta oppure eccessiva del mercato. L'informazione può giungere anticipatamente ad alcuni investitori rispetto ad un annuncio ufficiale ed essere sfruttata per conseguire extra-rendimenti. L'attività degli *insiders* può stabilizzare i prezzi verso il loro valore equo oppure avere carattere speculativo e far convergere i prezzi verso un valore diverso da quello intrinseco.

Riassumendo, di seguito viene illustrato come gli aggiustamenti nei prezzi azionari a una nuova informazione siano diversi, a seconda dell'efficienza o meno dei mercati (Figura 1.1).

Figura 1.1 Reazione dei prezzi ad una nuova informazione



Fonte: Ross, Westerfield e Jaffe, 1996, 437

La linea continua rappresenta la reazione di un mercato efficiente a seguito di una nuova informazione: il prezzo si adegua immediatamente ad essa e non vi sono tendenze ad aumenti o decrementi successivi (andamento a "scalini").

La reazione ritardata del mercato è rappresentata dalla linea punteggiata: in questo caso il prezzo incorpora solo parzialmente la nuova informazione; è infatti necessario che trascorra un certo periodo di tempo affinché il prezzo rifletta completamente la nuova notizia.

In caso contrario, invece, la nuova informazione trapela e pertanto il prezzo si adegua prima della sua pubblicazione, provocando una reazione anticipata del mercato.

Infine si può verificare una reazione eccessiva dei prezzi rispetto alla nuova informazione con successiva correzione (si crea quindi una bolla nella sequenza dei prezzi) [Ross, Westerfield e Jaffe, 1996].

Nel caso in cui l'informazione privata venisse trasferita immediatamente nei prezzi, allora nessuno sarebbe più disposto a sostenere costi per la produzione e la ricerca di informazioni; in tal caso l'unico equilibrio possibile sarebbe quello in cui nessuno è informato e il prezzo dei titoli non sconterebbe alcuna informazione. Si tratta

del cosiddetto paradosso di Grossman-Stiglitz, il quale ci spinge ad affermare che l'equilibrio di mercato non esiste.

Il lavoro di Grossman e Stiglitz, estendendo il modello delle aspettative razionali di Robert Lucas, confronta l'utilità attesa di due operatori, uno informato e l'altro no. Dato che l'utilità attesa dei soggetti informati è maggiore, questo spinge molti individui a sostenere dei costi per diventare informati. Quanti più i soggetti diventano informati, tanto minore sarà il valore della loro utilità attesa rispetto a quella dei soggetti disinformati perché il sistema dei prezzi è diventato informativo [Grossman e Stiglitz, 1980].

Gli autori dimostrano che la misura in cui i prezzi riflettono le informazioni dipende da una serie di fattori, quali:

- il costo dell'informazione: minore è il costo, maggiore sarà il numero di soggetti informati;
- la qualità dell'informazione: se la qualità dell'informazione degli arbitraggisti aumenta, maggiore sarà l'informatività del sistema dei prezzi;
- il livello di *noise*: maggiore è il *noise* tanto meno il sistema dei prezzi sarà informativo e quindi minore sarà l'utilità attesa dei soggetti disinformati. In assenza di *noise*, i prezzi riflettono tutte le informazioni e non c'è alcun incentivo ad acquistare le informazioni. Quindi l'unico equilibrio possibile è quello senza informazioni; ma se tutti sono disinformati, ci sarà qualcuno che pagherà per diventare informato. Un aumento del *noise*, da un lato aumenta la proporzione di soggetti informati, dall'altro riduce il potere informativo dei prezzi: i due effetti si compensano, lasciando inalterato il livello di informatività di equilibrio del sistema dei prezzi.

In generale, quindi, il sistema dei prezzi non rivela tutta l'informazione riguardo al vero valore di un *asset* rischioso. L'unico modo per i *traders* informati di ottenere un rendimento dal processo di acquisizione delle informazioni è, se possono usare il loro vantaggio informativo, quello di assumere una posizione migliore nel mercato rispetto ai soggetti disinformati.

1.5.2 I livelli di efficienza informativa e i riscontri empirici

Nella realtà, quindi, alcune informazioni possono influire sui prezzi più velocemente di altre. Anche le verifiche empiriche testimoniano la presenza di elementi di inefficienza, confermando quanto affermato dalla stessa teoria dei mercati efficienti, la quale distingue tre livelli di efficienza potenzialmente individuabili, di seguito trattati nello specifico.

Efficienza in forma-debole

In questa circostanza l'insieme delle informazioni disponibili è costituito dalle serie storiche dei prezzi, che rappresenta il tipo più semplice di informazione che si può acquisire (per esempio i tassi di rendimento, i volumi di scambio, gli azionisti principali, ecc.). In base a tale ipotesi lo studio delle performance passate dei titoli non è di alcun aiuto per prevederne le evoluzioni future[5].

Spesso l'efficienza in forma debole viene rappresentata matematicamente dalla seguente formula [Ross, Westerfield e Jaffe, 1996: 439]:

$$P_t = P_{t-1} + \textit{Rendimento atteso} + \textit{Errore casuale}$$

In base a questa, il prezzo di oggi di un'azione è pari alla somma dell'ultimo prezzo osservato, del rendimento atteso dall'azione e da una componente casuale che si verifica nell'intervallo di tempo in questione. Quando i prezzi delle azioni seguono questa formula si parla di andamento casuale o *random walk*[6].

Tuttavia se si suppone che gli andamenti futuri dei prezzi non possano essere previsti sulla base dei movimenti passati, l'analisi tecnica risulta inutilizzabile[7].

Ci si potrebbe aspettare che i mercati siano efficienti in forma debole perché è facile e poco costoso individuare dei cicli in grado di descrivere l'andamento dei prezzi

---

[5] Per esempio una strategia di *trading* che consiglia di acquistare un'azione quando il suo corso è salito per tre giorni consecutivi e raccomandi di venderla quando è sceso per altrettanti giorni non permette di generare profitti.

[6] In realtà il *Random Walk Model* assume come ipotesi più stringente che i cambiamenti successivi di prezzo siano tra loro indipendenti e identicamente distribuiti nel tempo.

[7] Spesso gli analisti tecnici ritengono che i prezzi seguano un andamento di tipo *head and shoulder* o *triple tops*. Nel primo caso, si verificano tre successivi rialzi dei corsi, separati da due reazioni verso il basso. L'investitore ha interesse ad acquistare il titolo nel primo trend ascendente (spalla sinistra) e a rivenderlo subito dopo il secondo top (testa), ben più alto del primo. Nel secondo caso, invece, l'investitore venderà l'azione dopo i tre picchi consecutivi, subito prima della caduta di prezzo.

azionari. Allo stesso tempo, però, se tali andamenti esistessero verrebbero facilmente individuati e sfruttati, facendoli così scomparire.

Efficienza in forma semi-forte

Un mercato è efficiente in forma semi-forte se le informazioni disponibili comprendono anche quelle divulgate al pubblico in occasione delle redazioni del bilancio o di prospetti economici infrannuali oppure al verificarsi di operazioni di finanza straordinaria. Quindi, pur conoscendo tutti questi dati, un investitore non può raggiungere sistematicamente un extra-profitto dato che le risorse informative sono le medesime per tutti.

L'efficienza in forma semi-forte implica quella debole, cioè richiede non solo che i prezzi incorporino l'informazione storica sui prezzi, ma anche quella disponibile al pubblico. In tale circostanza si utilizzano dati e ragionamenti più sofisticati rispetto all'efficienza in forma debole e gli investitori devono essere dotati di competenze specifiche.

Efficienza in forma-forte

Infine un mercato è efficiente in forma forte se si considerano tutte le informazioni possibili, anche quelle riservate (questo significa che implica le due precedenti forme di efficienza). Pertanto tutto ciò che del valore di un'azione è noto ad almeno un investitore è completamente incorporato nel valore dell'azione stessa: l'*insider trading* non consente di raggiungere extra-rendimenti.

Riassumendo, quindi, l'efficienza di mercato afferma che, in media, i manager non sono in grado di battere il mercato, ottenendo dei rendimenti anomali[8], in quanto il prezzo di un'azione è il suo prezzo equo, cioè riflette il suo valore, data l'informazione disponibile su di essa. La stessa fluttuazione giornaliera dei prezzi conferma l'efficienza del mercato, dato che un'azione si adegua alla nuova informazione modificando il suo prezzo. Inoltre, anche se il numero di operatori che seguono un'azione è piccolo rispetto al numero degli azionisti, il prezzo dell'azione riflette ugualmente l'informazione disponibile [Ross, Westerfield e Jaffe, 1996].

---

[8] Il rendimento anomalo viene definito in relazione al rendimento atteso di riferimento che deriva dalla *Security Market Line.*

Gli studi empirici condotti negli anni Sessanta e Settanta supportano l'ipotesi che i mercati siano efficienti in forma debole e in forma semi-forte, mentre l'efficienza in forma forte non sempre appare verificata. È infatti difficile credere che il mercato sia così efficiente che chi possiede informazioni privilegiate non le sfrutti a proprio vantaggio.

A conferma dell'efficienza dei mercati in forma debole vi sono le prove di una positiva dipendenza nei cambiamenti giornalieri dei prezzi e dei rendimenti sulle azioni ordinarie. Infatti i rendimenti dei titoli si muovono in modo casuale: anche se presentano delle autocorrelazioni, positive e negative, non sono tali da permettere di essere sfruttate per ottenere extra-rendimenti [Fama, 1965]. Inoltre, come già detto precedentemente, le strategie basate sulle analisi tecniche non permettono di ottenere profitti superiori a quelli di una strategia *buy and hold*, una volta considerati i costi di transazione [Alexander, 1961; Fama e Blume, 1966].

Gli studi sugli annunci di frazionamenti, di aumenti di capitale, del livello degli utili dimostrano un adeguamento dei prezzi nei giorni successivi alla diffusione dell'informazione a conferma dell'efficienza in forma semi-forte [Ball e Brown, 1968; Fama, Fisher, Jensen e Roll, 1969; Scholes, 1969].

Infine, per quanto riguarda l'efficienza in forma forte, l'analisi dei rendimenti ottenuti dai fondi comuni di investimento e dai fondi pensione, dimostra che questi non posseggono informazioni di natura privata. Le performance di questi fondi sono di fatto al di sotto di quelle ottenute dal possesso del portafoglio di mercato e di un titolo privo di rischio. Gli studi effettuati sugli *insiders*, invece, dimostrano che questi utilizzano le informazioni in loro possesso per ottenere extra-rendimenti [Niederhoffer e Osborne, 1966; Scholes, 1969].

Tuttavia, a partire dagli anni Ottanta la teoria dell'efficienza dei mercati viene messa in dubbio dalla scoperta di alcune anomalie che permetterebbero di ottenere extra-rendimenti. Le principali anomalie riguardano: *l'overreaction*, l'effetto dimensione e le anomalie temporali.

Innanzitutto De Bondt e Thaler dimostrano che i titoli che presentano rendimenti particolarmente elevati in un certo periodo, registrano in quello successivo rendimenti

peggiori, e viceversa. Infatti, a seguito di annunci di significativi aumenti o diminuzioni 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 ed occorrono diverse settimane affinché il prezzo ritorni ad esprimere un valore consono a quello aziendale [De Bondt e Thaler, 1985].

Vi sono poi altre evidenze empiriche che dimostrano come i titoli a modesta capitalizzazione ottengano rendimenti più elevati rispetto ai titoli a larga capitalizzazione [Banz, 1981]. Inoltre i titoli delle società con minori prospettive di crescita (*value*) ottengono rendimenti superiori rispetto ai titoli con elevate prospettive di crescita (*growth*). Questo accade perché le informazioni contenute nei multipli di mercato non sono correttamente incorporate nei prezzi dei titoli.

Infine, un altro filone di studi volto a dimostrare che i mercati non sono sempre efficienti riguarda le anomalie stagionali. L'evidenza delle anomali temporali è convincente, dato che i medesimi risultati sono rinvenibili in diversi periodi e in diversi Paesi. I rendimenti dei titoli in alcuni periodi dell'anno sembrano non seguire un *random walk*, ma dei comportamenti regolari [Gibbons e Hees, 1981; Lakonishok e Smidt, 1988]. Le principali anomalie stagionali individuate sono:

– effetto *weekend*: i rendimenti del lunedì sono significativamente negativi, mentre i rendimenti degli altri giorni sono positivi;

– effetto gennaio: i rendimenti dei primi giorni dell'anno sono significativamente più elevati rispetto a quelli del resto dell'anno, in particolar modo per le piccole imprese;

– effetto vacanze: i rendimenti che precedono la chiusura dei mercati sono più elevati.

Inoltre, anche i crolli del mercato azionario di notevole entità senza una ragione apparente non sono coerenti con l'efficienza di mercato[9]. Queste cadute improvvise sono un'evidenza a favore della teoria delle bolle dei mercati speculativi, vale a dire quando il prezzo dei titoli sale in maniera incontrollata al di sopra dei loro valori

[9] Si pensi per esempio al crollo del 19 ottobre 1987 con una caduta tra il 20-25% il lunedì seguente un fine settimana senza notizie sorprendenti.

effettivi per poi ritornare al livello originario, generando elevate perdite per gli investitori[10] [Ross, Westerfield e Jaffe, 1996].

Al di là delle evidenze empiriche, Fama ha il merito di aver colto che in condizioni di incertezza il raggiungimento dell'efficienza e dell'equilibrio concorrenziale dipendono in modo determinante dal ruolo dell'informazione nel processo di formazione dei prezzi. Egli, però, ipotizza un contesto statico in cui è difficile distinguere le fasi di produzione e diffusione delle informazioni rilevanti, dalle decisioni degli investitori e dalla reazione dei titoli sul mercato.

In un mercato dinamico come quello reale i meccanismi attraverso cui l'informazione viene diffusa al mercato sono essenziali ai fini delle decisioni degli investitori. Non bisogna dimenticare poi che nel mondo reale gli individui investono risorse anche economiche per la ricerca di tali informazioni: è quindi l'esistenza stessa di asimmetrie informative ad essere incoerente con l'efficienza informativa del mercato.

L'evidenza empirica presentata pone, quindi, dei dubbi sull'effettiva efficienza dei mercati. E' possibile però affermare che i mercati, per lo meno quelli dei Paesi industrializzati, sono generalmente efficienti. Esistono però dei momenti in cui l'efficienza non è completamente raggiunta. Pertanto appare necessario migliorare il processo di diffusione delle informazioni al mercato, anche perché il mercato tende a penalizzare le operazioni che non descrivono in modo univoco ed esaustivo la destinazione d'uso del capitale raccolto, segno di un desiderio di trasparenza informativa.

1.6 Studi empirici sul ruolo dell'informazione nel mercato

1.6.1 Il mercato dell'informazione: il ruolo dei *traders* e degli arbitraggisti

Cabrales e Gottardi hanno effettuato uno studio su un vero e proprio mercato in cui le informazioni vengono commerciate, dato che sono di interesse comune e in molte situazioni sono abbastanza costose da acquistare. Infatti, gli agenti che hanno acquisito le informazioni possono fissare un prezzo al quale vendere il report che hanno elaborato

[10] La mania dei tulipani in Olanda nel XVII secolo è uno degli esempi più famosi di bolla speculativa. Il tulipano, arrivato in Europa dalla Turchia, divenne simbolo di ricchezza e potere dopo la metà del Cinquecento. Una notevole espansione edilizia nei Paesi Bassi ne fece esplodere la domanda, spingendo sempre più in alto i prezzi. Il crollo si ebbe nel 1636, mettendo sul lastrico migliaia di persone e divenendo uno dei primi esempi di crisi finanziaria del capitalismo moderno [Talamona, 1999].

ad altri potenziali acquirenti. Se l'informazione è troppo costosa, il mercato tenderà a divenire un monopolio e l'informazione verrà venduta al prezzo di equilibrio. Tuttavia anche in questo mercato ci possono essere dei *noises*: quando il fornitore dell'informazione è anche il venditore del bene tende a elevare il valore di quest'ultimo agli occhi degli agenti che acquistano l'informazione. In genere solo un *trader* acquista le informazioni in situazione di equilibrio [Cabrales e Gottardi, 2008].

A tal proposito è interessante studiare l'interazione tra informazione pubblica e privata, e in particolare l'effetto prodotto dai segnali pubblici nel processo di acquisizione dell'informazione e sull'efficienza di prezzo. L'introduzione di un'informazione pubblica, in un ambiente in cui gli individui hanno la possibilità di acquistare informazioni private, può disciplinare il mercato nel promuovere l'aggregazione di informazioni private nei prezzi.

Alfarano, Camacho e Morone sostengono che gli individui acquistano tante più informazioni quanto più elevata è la loro qualità. Inoltre, data la qualità dei segnali privati, la disponibilità di segnali pubblici riduce significativamente il numero di segnali privati acquistati dai *traders*, producendo una sorta di "effetto spiazzamento" nell'acquisizione delle informazioni private. Pertanto l'informazioni pubblica controbilancia la ridotta quantità di informazioni private.

Una più elevata disponibilità di informazioni in termini sia di qualità che di quantità, conduce ad una maggiore efficienza di prezzo. Quando il segnale pubblico viene rilasciato sul mercato si riduce significativamente l'efficienza di prezzo, indipendentemente dalla qualità dell'informazione privata, e aumenta la dispersione delle misure di efficienza. Sappiamo, però, che la riduzione del numero di segnali privati è compensato dal segnale pubblico. Ciò implica che l'introduzione delle informazioni pubbliche non influenza l'efficienza informativa dei mercati. In conclusione, se le informazioni private non sono di buona qualità, l'informazione pubblica domina il mercato, nel senso che guida il prezzo dei titoli [Alfarano, Camacho e Morone, 2001].

Lo studio è importante perché sottolinea ancora una volta che la buona qualità dell'informazione è la chiave per far funzionare opportunamente il mercato, le cui

dinamiche sono spesso scandite dall'interazione tra i *traders* informati e non informati. Infatti, quando tutti gli operatori sono informati il mercato è efficiente da punto di vista informativo e solo in tal caso gli operatori non informati contribuiscono in modo significativo all'attività commerciale. Gli agenti informati (detti *fundamentalists*) in genere hanno un effetto stabilizzante nei confronti del mercato; gli agenti non informati (detti *chartists*), invece, possono destabilizzarlo e indurre fenomeni di bolla. Essi dominano il mercato solo quando è sufficientemente vicino all'efficienza informativa e in tali circostanze esso sviluppa una marcata predisposizione alle perturbazioni e all'instabilità. L'eccessiva insistenza delle politiche di regolamentazione dell'efficienza informativa di mercato potrebbe avere come conseguenza non voluta quella di innescare bolle finanziarie, come quelle che hanno afflitto i mercati finanziari internazionali negli ultimi decenni [Caccioli e Marsili, 2010].

Anche gli arbitraggisti svolgono un ruolo importante all'interno del mercato, sopratutto in termini di efficienza. Essi, infatti, condividono le idee riguardo alle proprie scelte di investimento, portando a più efficienti prezzi delle attività, a più ampi guadagni per gli arbitraggisti e a correlati ritorni per quest'ultimi. Nel mondo reale, infatti, gli operatori non sono completamente razionali e in grado di condurre il prezzo al valore fondamentale. Gray ha dimostrato che gli arbitraggisti si scambiano informazioni riguardo alle opportunità di investimento quando presentano un elevata avversione alle perdite, nei mercati in cui sono più vincolati al capitale e l'influenza del *noise trader* [11] è più alta [Gray, 2008].

I mezzi principali attraverso cui gli investitori condividono liberamente le loro idee e informazioni sono i *meetings* e le comunità virtuali, come *Sumezero.com* e *Valueinvestorsclub.com*, una community privata in cui gli investitori condividono le loro migliori idee. Anche le reti personali di relazioni sono un altro importante mezzo di scambio delle idee: infatti le comunicazioni dirette interpersonali tra gli investitori sono estremamente importanti nelle decisioni di investimento.

---

[11] *Noise trader*, anche informalmente detto *idiot trader,* è il termine usato in finanza per indicare l'operatore di borsa le cui decisioni di acquisto, vendita, o detenzione sono irrazionali e irregolari. La presenza di tali operatori nei mercati finanziari può causare la divergenza dei prezzi e del livello di rischio dal loro livello atteso, anche se tutti gli altri operatori sono razionali. «*Noise in the sense of a large number of small events is often a cause factor much more powerful than a small number of large events can be*» [Black, 1986].

L'analisi di Dow e Gorton sul comportamento degli arbitraggisti suggerisce che questi compiono un investimento solo se credono che altri investitori compreranno le attività, spingendo in tal modo il loro prezzo verso il valore fondamentale. L'unico modo per convincere tali investitori è di condividere con loro le idee [Dow e Gorton, 1994].

Oltre a ciò, però, la condivisione di informazione consente agli arbitraggisti di diversificare il loro portafoglio tra una serie di investimenti e quindi evitare di subire shock negativi troppo elevati. Pertanto gli arbitraggisti scambieranno informazioni in un mercato in cui l'influenza del *noise trader* è molto alto e in contesti dove gli investitori sono più avversi alle perdite. Quest'ultimi, infatti, hanno una reale influenza sugli arbitraggi e sul prezzo delle attività. Se l'avversione alle perdite è abbastanza alta, gli arbitraggisti ridimensioneranno i loro investimenti e i prezzi di mercato si discosteranno da quelli efficienti. La condivisione di informazioni tra gli investitori può essere una spiegazione del fenomeno di "mercati affollati" (*crowded trades*), ossia una situazione in cui molti operatori compiono la stessa negoziazione e allo stesso tempo [Gray, 2008].

In ogni caso è possibile affermare che quando gli investitori condividono le loro idee, i prezzi sono più equi, i profitti da arbitraggio più ampi e i loro portafogli sono correlati; portafogli correlati, però, soffrono contemporaneamente quando il loro valore sottostante vacilla.

1.6.2 La frequenza delle informazioni e il suo impatto sull'efficienza

Witte ha condotto un interessante studio per capire come cambia l'efficienza di mercato in relazione alla frequenza con cui gli operatori di mercato ricevono le notizie sui fondamentali. Infatti i dati relativi ai fondamentali non sempre sono disponibili, completi ed esatti, impedendo così agli operatori di ricevere in tempo reale le informazioni relative al fondamentale e di effettuare una stima corretta.

L'autore definisce con il termine di "*gap* temporale informativo" l'intervallo di tempo intercorrente tra il periodo di pubblicazione di una nuova informazione e quello successivo. Il lavoro dimostra che *gap* informativi temporali più lunghi portano a pochi, ma più grandi shock ed ad una riduzione del livello medio di *noise* nelle dinamiche di mercato [Witte, 2009].

Considerato che le forze dell'arbitraggio tendono ad aggiustare i prezzi al valore che gli arbitraggisti ritengono appropriato, il *gap* informativo temporale fa in modo che questa stima sia disallineata rispetto al vero valore fondamentale. Chiaramente questo disallineamento tende ad essere più elevato, quanto meno frequentemente gli arbitraggisti ricevono le informazioni, cioè quanto più elevato è il *gap*.

Un più elevato *gap* informativo temporale non necessariamente comporta il fallimento dell'efficienza di mercato. Infatti, sotto alcune condizioni, più lunghi *gap* temporali calmano le dinamiche di mercato, che a loro volta ne aumentano l'efficienza. In questo modo, anche se i *gap* informativi temporali aumentano la distorsione tra il vero valore fondamentale e le aspettative degli operatori, l'efficienza di mercato aumenta se l'effetto volatilità è abbastanza forte [Witte, 2009].

In generale, la relazione tra i *gap* informativi temporali e l'efficienza di mercato è ambigua. Prima di tutto, più lunghi sono i *gap* informativi, maggiore sarà la discrepanza tra le aspettative degli operatori e il valore del fondamentale, e tra questo e il prezzo di mercato. In secondo luogo i *gap* informativi temporali influenzano il livello di *noise* che impatta sulle dinamiche di prezzo. Pertanto l'impatto complessivo di lunghi *gap* informativi dipende dalla stabilità del mercato e dall'intervallo in cui tali *gap* aumentano.

Questo studio è stato poi parzialmente ripreso da Hermsen, Witte e Westerhoff, i quali hanno analizzato in che modo la frequenza con cui le imprese riportano al pubblico nuove informazioni sulle loro condizioni economiche influisca sulle dinamiche dei mercati finanziari. Da un lato, se le aziende comunicano continuamente, i cambiamenti nel valore fondamentale delle imprese sono meno improvvisi, aumentando il contenuto informativo dei prezzi di mercato. Dall'altro, le buone e le cattive notizie si possono bilanciare nel corso del tempo, facendo apparire l'evoluzione del valore fondamentale dell'impresa più stabile. Inoltre un costante flusso di nuove informazioni può sovraccaricare gli operatori che hanno una limitata capacità di elaborare informazioni.

La conclusione chiave a cui giunge lo studio è che l'efficienza di mercato può beneficiare del rilascio di nuove informazioni: infatti i prezzi sono più vicini al valore

fondamentale se gli investitori sono informati per tempo sui cambiamenti delle performance economiche dell'azienda. Infatti, se le imprese comunicano nuove informazioni meno frequentemente i prezzi fluttuano di più rispetto al vero valore fondamentale. Nonostante la volatilità di prezzo non sia virtualmente influenzata da ciò, il rischio dei mercati finanziari può tuttavia aumentare se la nuova informazione arriva in ritardo. Pertanto le imprese dovrebbero comunicare chiare e precise informazioni riguardo le loro condizioni economico-finanziarie continuamente e sistematicamente nel tempo [Hermsen, Witte e Westerhoff, 2010].

1.6.3 L'influenza della carta stampata sui prezzi azionari

Interessante è anche lo studio condotto da Ferretti e Pattarin riguardo all'influenza esercitata dai giornali sui prezzi azionari. Solitamente la reazione dei prezzi riguarda le *small caps*, a conferma del fatto che i piccoli investitori ottengono ancora informazioni pubbliche principalmente dalla carta stampata.

Abbiamo già affermato nei paragrafi precedenti che l'efficienza informativa è un prerequisito fondamentale per la valutazione dei titoli e l'allocazione del capitale. Gli investitori, infatti, stabiliscono il valore intrinseco delle attività finanziarie (*fair value*) e di conseguenza decidono se acquistare o vendere in base alle loro aspettative che dipendono dalla quantità e qualità dell'informazione a disposizione e dalla loro capacità di elaborarle correttamente [Ferretti e Pattarin, 2008].

I media hanno un ruolo importante nel rendere le informazioni di pubblico dominio e quindi ampiamente disponibili al mercato. I principali canali con cui l'informazione viene resa disponibile sono la stampa tradizionale, la radio, la televisione, le agenzie di stampa (per esempio Bloomberg e Reuters), le piattaforme di *trading* on-line e i siti web aziendali.

La velocità è l'essenza delle nuove informazioni e dipende fortemente dal canale di comunicazione scelto. I giornali tradizionali pubblicano le informazioni un giorno in ritardo, ponendo così alla pari i propri lettori per quanto riguarda l'informazione con coloro che hanno accesso ad altri canali (per esempio gli investitori professionisti hanno accesso alle agenzie di stampa). Nemmeno le interviste alle figure chiave dell'impresa

dà ai giornali un vantaggio informativo: le informazioni *price-sensitive* devono essere comunicate attraverso i canali del mercato azionario ufficiale e delle agenzie di stampa.

Il problema della velocità accresce le generali difficoltà che i giornali stanno vivendo nei confronti di Internet e televisione, almeno nei Paesi più avanzati. Le regolamentazioni UE hanno armonizzato gli obblighi di trasparenza per le società quotate in mercati regolamentati (Direttiva 2004/109) e sembrano privilegiare Internet e i nuovi mezzi di comunicazione per la comunicazione finanziaria.

È ragionevole chiedersi se e in quali termini i giornali abbiano ancora un ruolo come canale per la trasmissione di informazioni importanti per la determinazione del prezzo dei titoli quotati.

Huberman e Regev hanno dimostrato che la stampa è in grado di influenzare i prezzi anche pubblicando nuove notizie che sono classificate come *nonevents*. Gli autori interpretano questi eventi mostrando che la stampa, semplicemente cambiando enfasi, può innescare reazioni di prezzo anche con la pubblicazione di notizie vecchie [Huberman e Regev, 2001]. Ciò è coerente con quanto affermato da Dick e Zingales:

≪*Media coverage is different than other information disclosure by the firm in that space is at a premium and coverage is more selective. Newspaper editors inevitably provide a spin in their coverage, choosing whether to include or exclude a piece of news, positioning it on the first or last page, or in the first or the last paragraph*≫ [Dick e Zingales, 2003: 2-3].

Inoltre, Ho e Michaely rivelano che i commenti negativi dei giornalisti relativi a specifiche azioni hanno causato un significativo calo del loro prezzo dal giorno precedente la pubblicazione fino al giorno successivo e questo brusco calo è particolarmente elevato nel caso di piccole aziende [Ho e Michaely, 1988].

Il grado di influenza è più elevato quando gli investitori hanno poche fonti di informazione alternative rispetto alla carta stampata e quando la reputazione del quotidiano è buona. Pertanto, anche se è stata appena pubblicata o è disponibile anche in altri canali, l'informazione trasmessa dai giornali riceve considerazione dagli investitori e influisce sui prezzi perché la carta stampata allarga il pubblico degli investitori informati e gode di maggiore credibilità rispetto al web.

Pertanto i giornali possono influenzare i prezzi pubblicando informazioni già note, ma di fatto distribuite a pochi operatori di mercato. Il ruolo giocato dalla carta stampata in relazione ai prezzi delle azioni non necessariamente deriva dalla rielaborazione delle informazioni o dall'enfasi con cui viene presentata ai lettori: anche la semplice pubblicazione del dato grezzo ha un effetto significativo sui prezzi[12].

I risultati dello studio suggeriscono che anche i piccoli investitori usano le informazioni per finalità di *trading* e ricoprano un ruolo relativamente importante sul mercato azionario delle *small cap.* Le azioni di queste imprese, infatti, ricevono scarsa attenzione da parte degli investitori istituzionali e spesso dispongono di scarsa liquidità, di un basso tasso e di dimensioni ridotte; in queste condizioni l'attività di piccoli investitori può avere un impatto vitale sui prezzi di mercato [Ferretti e Pattarin, 2008].

Inoltre, Shanthikumar mostra che la reazione dei piccoli investitori è rinforzata dalla successione degli annunci (positivi e negativi), a differenza dei professionisti che dimostrano una sorta di inerzia nel reagire alle notizie. Le decisioni di *trading* dei piccoli investitori sembrano essere ancora più facilmente influenzabili dalla pubblicità, di conseguenza i giornali continuano ad essere dei canali importanti per l'informazione finanziaria, nonostante lo sviluppo e la maggiore velocità di radio, televisione e Internet [Schanthikumar, 2006].

---

[12] A partire dal 1°marzo 2002 Il Sole 24 Ore ha iniziato a pubblicare i *price-to-book value* (PBV) delle azioni quotate alla Borsa Italiana su base giornaliera. In linea di principio, la pubblicazione di questi dati nei giornali non dovrebbe avere avuto alcun effetto significativo sulle prestazioni delle azioni. Tuttavia, le ricerche rivelano un aumento medio del prezzo dei cinquanta titoli con il più basso PBV, che non poteva essere ridotta solamente dalle dinamiche di mercato. Questa variazione è in linea con la teoria che gli investitori considerino la cifra pubblicata un'informazione preziosa e così, hanno aumentato la loro domanda per le azioni interessate, nella convinzione che fossero, in media, sottovalutate.

CAPITOLO 2

LA COMUNICAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA D'IMPRESA

2.1 Introduzione

Dopo aver chiarito il concetto generale di comunicazione d'impresa, il capitolo distingue le diverse tipologie di comunicazione aziendale con particolare riferimento alla comunicazione interna ed esterna. Tra le principali aree di comunicazione ci si concentrerà su quella economico-finanziaria data la sua importanza ai fini della creazione del valore. Nei paragrafi successivi verranno descritte le sue caratteristiche principali (standard contabili, qualità e trasparenza) e le diverse tipologie, focalizzandosi soprattutto sulla distinzione tra informativa obbligatoria e volontaria. Nella seconda metà del capitolo verrà descritto nel concreto il processo di comunicazione finanziaria messa in atto dalle imprese, gli obiettivi che tenta di raggiungere con essa e i soggetti ai quali si rivolge. Infine il capitolo descrive le principali conseguenze prodotte dall'attività di comunicazione d'impresa sull'efficienza informativa, sul costo del capitale e sul seguito degli analisti, senza tralasciare gli effetti delle comunicazioni della Banca Centrale.

2.2 La comunicazione d'impresa nel mercato dei capitali

Il tema della comunicazione è stata oggetto di studio da parte di numerose discipline, ivi compresa quella aziendale. Innanzitutto comunicare significa veicolare un messaggio attraverso un canale per rivolgersi ad uno specifico pubblico.

Elisabetta Corvi definisce la comunicazione come «*tutto ciò che, esplicitamente o implicitamente, incide (modificandoli o rinforzandoli) sugli atteggiamenti e sui comportamenti delle persone*» [Corvi, 2007: 5].

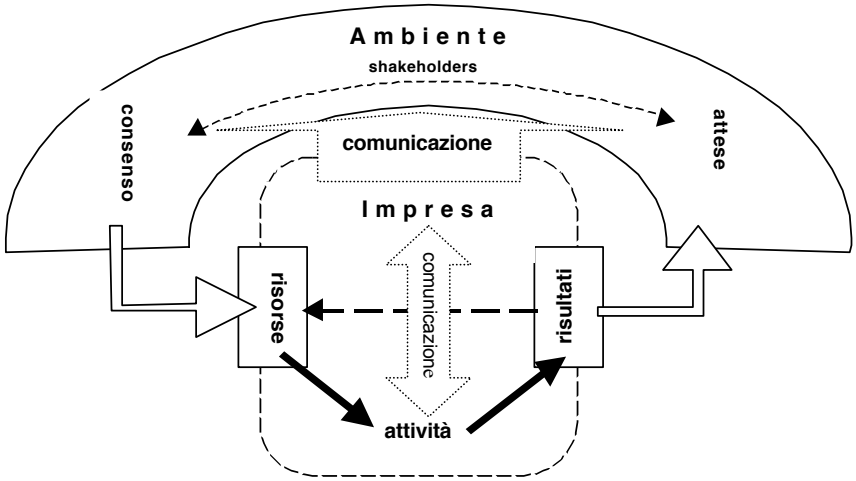
Sulla base di tale definizione si comprende come la comunicazione non si riferisca solo al complesso di informazione che vengono comunicate dall'impresa al mondo esterno attraverso una serie di strumenti e tecniche, ma anche ai prodotti e servizi, alle

politiche gestionali, alle risorse umane e ai risultati patrimoniali e reddituali [Corvi, 2007]. La comunicazione va oltre la semplice informazione in quanto ha il compito di trasmettere il "valore" dell'impresa a una molteplicità di destinatari in contesti differenti [Bertinetti, 1996].

La relativa posizione di vantaggio informativo e di costo di cui gode l'impresa per la produzione e diffusione dell'informazione rispetto agli operatori esterni inducono ad attivare un flusso di comunicazione dall'impresa verso il mercato dei capitali, il quale consente di accrescere l'efficienza valutativa del mercato [Bertinetti, 1996]. Aumentando, infatti, le dotazioni di informazioni rilevanti è possibile ridurre l'ampiezza delle variazioni di prezzo rispetto al valore fondamentale di un titolo e allo stesso tempo accrescere la concorrenza tra gli analisti finanziari e di conseguenza la velocità con cui trasferiscono il loro vantaggio informativo nei prezzi. Il risultato di tale processo consisterà in una migliore valutazione delle alternative di risparmio da parte del mercato, a beneficio dell'equità dei prezzi a cui vengono regolati gli scambi [Bertinetti *et Al.*, 2004b].

In termini generali la comunicazione è quella funzione del management che consiste nel definire, pianificare e gestire l'immagine d'azienda, la reciproca informazione e la mutua comprensione con i vari tipi di pubblico interno ed esterno da cui dipende il successo dell'azienda [Masullo, 1995]. Un'impresa, quindi, dovrà, da un lato, percepire correttamente le attese dei diversi attori sociali e, dall'altro, veicolare verso quest'ultimi opportuni messaggi, istituire rapporti di fiducia e gestire il consenso esterno. Per questo motivo le aziende prestano grande attenzione alle relazioni esterne e alle connessioni tra attese, obiettivi gestionali, comportamenti attuati e risultati raggiunti (Figura 2.1) [Salvioni, 2002: 32].

Figura 2.1: Comunicazione ed efficacia aziendale



Fonte: Salvioni, 2002, 32

La comunicazione è quindi parte integrante dell'impresa nella sua interezza, che oggi più che mai è in relazione con gli ambienti circostanti. Infatti l'impresa è un sistema sempre più aperto e i suoi rapporti con l'ambiente esterno richiedono maggiori flussi di comunicazione [Minnetti, 2006].

La comunicazione ha quindi rilevanza strategica in quanto ha il compito di creare un'immagine aziendale forte e attrattiva per ottenere le risorse esterne necessarie e il consenso, che è indispensabile per il vantaggio competitivo [Corvi e Fiocca, 1996]. Per poter attrarre le risorse di cui necessita l'impresa deve rendere consapevoli gli attori sociali delle proprie capacità e competenze distintive. Inoltre dovrà costruire un intenso rapporti di interscambio informativo e di fiducia per ottenere sostegno e legittimazione dai diversi *stakeholders* [Corvi, 2007].

2.3 Le tipologie di comunicazione aziendale

Una prima classificazione elementare è quella che si fonda sulla posizione dei relativi pubblici di riferimento, in quanto l'impresa è un sistema aperto che tesse relazioni interne e con il mondo esterno.

La comunicazione interna si rivolge ai soggetti che operano all'interno dell'impresa con lo scopo di indurre comportamenti e atteggiamenti coesivi negli individui. Si tratta quindi di portare ad unità l'agire di una molteplicità di soggetti che

operano all'interno dell'impresa. Scopo della comunicazione interna è allora quello di diffondere una cultura aziendale omogenea per sviluppare relazioni di complementarietà e coesione e allo stesso tempo stimolare nuove trasformazioni. Si avvia quindi un processo circolare: da un lato vi è lo scambio di conoscenze e competenze tra singoli individui all'interno dell'impresa e dall'altro gli stessi individui portano in azienda i segnali delle future evoluzioni, dato che appartengono anche a sistemi esterni [Corvi, 2007].

L'impresa allo stesso tempo interagisce necessariamente con altri sistemi per procurarsi i fattori necessari alla propria attività e per tale motivo sviluppa legami e interrelazioni profondi con l'ambiente esterno. La comunicazione esterna allora si rivolge a tutti quei sistemi ambientali che si trovano al di fuori dell'impresa, ma che interagiscono con essa, vale a dire clienti, fornitori, istituzioni, il mercato finanziario, ecc. [Corvi, 2007]. La comunicazione esterna permette di far percepire all'esterno la strategia perseguita dall'impresa e comprendere quali sono le necessità dell'ambiente con cui si interfaccia.

Per fronteggiare la concorrenza dinamica un'azienda deve dimostrarsi flessibile a livello operativo e ciò è possibile attraverso una costante sintonia con l'ambiente in cui opera e per tale motivo necessita di una comunicazione ad ampio spettro e a due vie. L'interazione tra impresa e ambiente dipende dalla coerenza della strategia aziendale rispetto alle esigenze dell'ambiente. Una gestione attiva della comunicazione esterna permette di dare evidenza di tale coerenza, aumentando la notorietà e migliorando l'immagine aziendale [Bertinetti, 1996].

Dato che gli *stakeholders* sono eterogenei e basano il loro atteggiamento verso l'impresa su elementi differenti, la comunicazione dovrà essere adeguata al destinatario, così come la tempistica e i messaggi in essa contenuti.

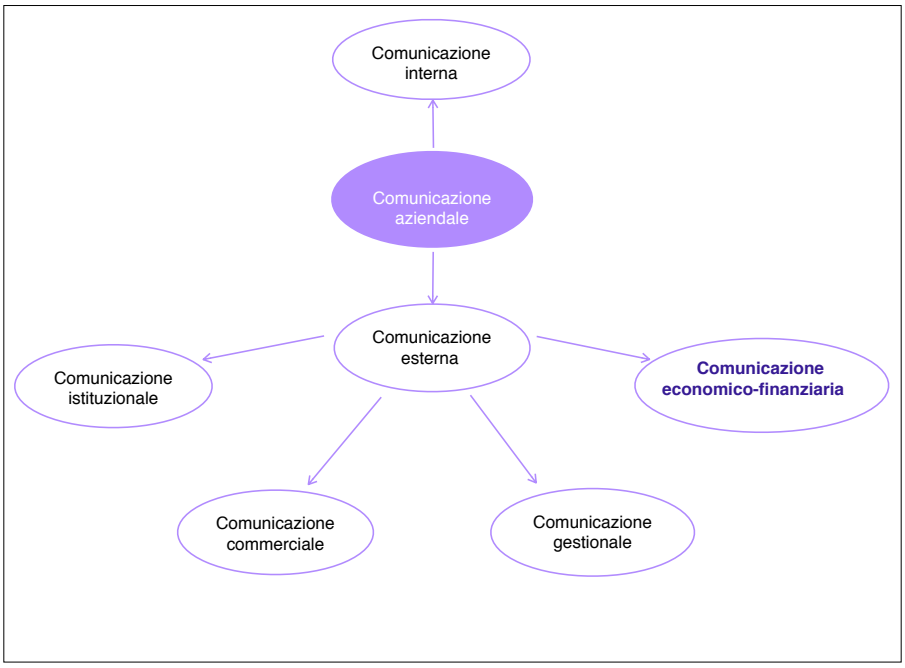
Questa prima distinzione è molto semplice e per certi versi superata. Infatti alcuni pubblici possono collocarsi sia all'interno che all'esterno dell'impresa; inoltre vi è una maggiore condivisione dei valori e degli obiettivi dell'impresa da parte del personale che opera in essa; in alcuni casi poi i pubblici interni possono essere sia destinatari finali della comunicazione sia veicoli della comunicazione esterna (attività di *front-office*);

infine il diffondersi dell'impresa a rete ha portato ad un aumento e differenziazione dei pubblici interni ed esterni [Corvi, 2007]. Dunque questa distinzione non appare più coerente con la realtà operativa delle imprese e per tale motivo vengono adottati altri criteri di classificazione, quali l'obiettivo perseguito e i contenuti.

In relazione all'oggetto vero e proprio della comunicazione allora si è soliti distinguere tra quattro diverse aree: commerciale, istituzionale, gestionale ed economico-finanziaria.

La comunicazione commerciale ha come obiettivo il miglioramento della percezione del prodotto offerto e si rivolge ai clienti attuali e potenziali. La comunicazione commerciale crea valore aumentando la domanda o il *mark-up* applicabile e riducendo il rischio percepito. La comunicazione istituzionale, invece, cerca di diffondere un'immagine positiva dell'impresa presso le istituzioni e i soggetti pubblici, facendo conoscere i suoi valori e la sua missione, costruendo la sua credibilità strategica. Vi è poi la comunicazione di tipo gestionale, più operativa, che si rivolge a coloro che sono direttamente o indirettamente coinvolti nella gestione dell'impresa, cercando di coordinare e controllare le risorse e le produzioni dell'impresa. Rinforzando l'identità e la cultura aziendale, essa favorisce lo sviluppo di conoscenze, delle capacità e crea di fatto valore. Infine vi è la dimensione economica e finanziaria della comunicazione d'impresa, che ha lo scopo di migliorare le relazioni con i portatori di risorse fornendo dati patrimoniali, reddituali e finanziari dell'impresa (Figura 2.2) [Corvi, 2007].

Figura 2.2: Le tipologie di comunicazione aziendale



Fonte: elaborazione personale

2.4 La comunicazione economico-finanziaria d'impresa

2.4.1 Che cosa si intende per comunicazione economico-finanziaria?

La comunicazione economica-finanziaria è stata definita da Elisabetta Corvi come:

«il complesso delle comunicazioni effettuate attraverso qualsiasi canale di diffusione dalla direzione aziendale alle varie classi di interesse in essa convergenti sull'evoluzione dell'assetto reddituale, finanziario e patrimoniale dell'impresa.» [Corvi, 2007: 149]

È quindi la parte di comunicazione d'impresa che è più rivolta a migliorare le relazioni con i portatori di capitali di rischio e di credito [Brogi, 1998]. In generale la comunicazione economica-finanziaria cerca di fornire un'immagine realistica delle capacità e delle modalità con cui l'impresa riesce a creare nuova ricchezza per i finanziatori, andando così a rafforzare le relazioni tra impresa e sistema finanziario. Essa rappresenta quindi una sintesi delle modalità di creazione di ricchezza, attesa ed effettiva [Salvioni, 2002].

In particolare, la comunicazione economica è attinente alla situazione e alle prospettive reddituali, economiche e finanziarie dell'impresa. Affinché si possa parlare di informazione economica allora è necessario che i dati e le notizie trasmesse diano evidenza dell'equilibrio o meno dell'azienda. Pertanto la comunicazione economica costituisce un mezzo che supporta obiettivi commerciali, istituzionali e gestionali e permette di migliorare immagine e notorietà dell'impresa, soprattutto nei rapporti di collaborazione e di *partnership* con i fornitori e clienti [Bertinetti, 1996]. L'utilizzo della comunicazione economica per migliorare l'immagine aziendale richiede comunque cautela, dato che i diversi *stakeholders* ai quali si rivolge sono caratterizzati da esigenze specifiche spesso in contrasto tra loro e da contesti differenti.

La comunicazione finanziaria, invece, è quella parte dell'informativa societaria[13] che si rivolge ai mercati finanziari, attraverso prospetti di carattere economico-finanziario (come per esempio i bilanci e i rendiconti). La comunicazione finanziaria d'impresa ha quindi tratti peculiari e contenuti specialistici ed è strumentale alla raccolta di risorse. Quando l'impresa si rivolge al mercato dei capitali si impegna a rimborsare e remunerare le somme ricevute, negoziando il proprio rischio d'impresa. La comunicazione finanziaria, quindi, consente agli investitori di individuare le aree di rischio che l'impresa chiede di condividere con il mercato. Da un lato consente al mercato di valutare il rischio su basi corrette (si ha quindi flusso di comunicazione dall'impresa verso il mercato) e dall'altro consente di ottenere conferme della validità delle scelte intraprese, formulando un giudizio di merito (in questo caso il flusso di comunicazione sarà dal mercato verso l'impresa). L'informazione finanziaria pertanto deriva da quella economica ed è parte delle informazioni obbligatorie che le imprese sono tenute a trasmettere nel rispetto delle disposizioni normative [Bertinetti, 1996].

2.4.2 L'importanza dell'informazione finanziaria

È a partire dagli anni Ottanta che la comunicazione finanziaria ha assunto una valenza strategica ed ha registrato un notevole sviluppo, in concomitanza con l'avvento dei fondi comuni d'investimento e dell'esplosione del risparmio di massa. Nei primi

[13] Essa comprende il complesso delle informazioni che le società sono tenute a presentare a terzi in base alla prassi e alla normativa vigente in ciascun Paese (v.paragrafo 2.6.1).

anni Ottanta, infatti, l'assetto proprietario delle imprese era cambiato e con questo anche la loro struttura finanziaria. Le aziende sono divenute centri di profitto e attivi finanziari con l'aiuto del risparmio di massa, passando ad un capitalismo con capitali altrui e non più fondato sui debiti. Le imprese per la prima volta entrano in competizione tra loro per raccogliere i fondi necessari alla crescita. Ogni società tenta di conquistare la notorietà e una buona reputazione nel mercato finanziari, allo scopo di guadagnarsi l'attenzione e la fiducia degli investitori. Le aziende poco trasparenti o dalle strategie confuse vengono messe da parte a vantaggio di quelle che inviano messaggi chiari sulle proprie prospettive di sviluppo [Masullo, 1995].

Nella realtà di fatti, tuttavia, le imprese si impegnano ad una politica della trasparenza solo se non possono farne a meno per realizzare il loro progetti [Corvi, 2007]. Il fabbisogno di comunicazione economico-finanziaria allora non è uguale per tutte le imprese né è costante per la stessa impresa, dato che sono diversi gli elementi che vi incidono (come per esempio la dimensione aziendale, il settore d'appartenenza, la normativa esistente, l'efficienza del mercato finanziario, la diffusione dell'azionariato, la presenza di istituzioni finanziarie, ecc.).

Quindi la globalizzazione dei mercati e dell'informazione, nonché lo sviluppo tecnologico hanno amplificato l'importanza della comunicazione d'impresa e in particolare quella finanziaria sia nella vita aziendale che a livello socio-economico. Essa infatti è parte integrante della strategia di conduzione aziendale e dipende da fattori quali la cultura aziendale, il flusso di informazioni fra ambiente interno ed esterno e da tutte quelle risorse immateriali che compongono l'impresa [Masullo, 1995].

Il successo dell'impresa in un ambiente sempre più competitivo e dinamico dipenderà allora dalla giusta combinazione di risorse finanziarie e competenze. Il valore dell'impresa sarà dato da:

Valore impresa = valore-rendimento + valore-potenzialità

Ossia esso non dipenderà più esclusivamente dai risultati prodotti, ma anche dalle prospettive di crescita future [Bertinetti, 1996]. L'impresa deve essere in grado di trasmettere agli investitori la propria capacità di cogliere le opportunità profittevoli attraverso un opportune politiche di comunicazione finanziaria per far fronte alla

crescente pressione competitiva. Inoltre le informazioni da veicolare al mercato non sono più solo quantitative, ma soprattutto qualitative e devono accrescere la credibilità dell'impresa. Per tali motivi assume importanza la comunicazione finanziaria di impresa e in particolar modo la figura dell'*Investor Relator Manager*, che gestisce i rapporti con gli investitori e gli intermediari e comunica costantemente le strategie e le scelte della società che rappresenta.

In conclusione, un'adeguata politica di comunicazione finanziaria diviene fondamentale per trovare una giusta collocazione nel mercato internazionale dei capitali e sfruttare le opportunità che esso offre, attivando rapporti diretti con gli investitori.

2.4.3 Dalla creazione alla diffusione del valore attraverso la comunicazione

Fino a poco tempo fa la comunicazione economico-finanziaria era avvertita come un onere da sostenere e quindi le veniva attribuita una scarsa rilevanza a causa della dimensione delle imprese e di una scarsa cultura della trasparenza. Oggi, invece, rappresenta per le imprese non solo un'esigenza, ma una vera e propria opportunità per comunicare le modalità di creazione del valore, trasferire tale valore sui prezzi e guadagnare il consenso dei pubblici di riferimento [Brogi, 1999].

Comunicando correttamente si riduce il *trade off* con cui il mercato e l'impresa percepiscono il valore creato[14]. Una corretta e articolata informazione sui risultati aziendali è oggi una necessità per ottenere la fiducia dei portatori di risorse. Le strategie di comunicazione non hanno più il ruolo di variabili marginali od occasionali nel processo di pianificazione strategica, ma costituiscono il momento centrale per creare un clima di consenso attorno all'impresa [Corvi, 1994].

In generale la comunicazione aziendale non solo diffonde il valore dell'impresa, ma contribuisce fattivamente alla sua creazione, incrementando il patrimonio intangibile dell'impresa. L'informazione, e più propriamente la conoscenza, è sempre stata una risorsa critica ai fini produttivi, ma oggi è cambiato il peso relativo dei fattori intangibili rispetto al patrimonio complessivo d'impresa [Corvi, 1994]. Da un lato le risorse materiali sono fondamentali per lo svolgimento delle attività aziendali, dall'altro quelle immateriali sono necessarie per il successo competitivo [Rullani, 1994, 2004a, b]. Ogni

[14] Giorgio Chirivì, responsabile *Corporate Advisory* e *M&A* Centrobanca

giorno all'interno dell'azienda si svolge un'attività di informazione con i clienti, cioè si accumulano risorse immateriali. Per controllare e gestire l'accumulo di risorse immateriali bisogna controllare il flusso di informazioni [Masullo, 1995].

Gli *intangible assets* (ossia sapere tecnologico, potere contrattuale, cultura d'impresa, reputazione, brevetti, capitale umano, lo stile direzionale, le *skills*, ecc.) costituiscono sempre di più fonti primarie di vantaggio competitivo, dato che le aziende oggi si trovano in una situazione di analogia in merito ai fattori cosiddetti *hard* (come la qualità dei prodotti, il livello dei prezzi, ecc.).

L'intangibile è quindi determinante nella gestione d'impresa, ma è necessario dare visibilità ai fattori intangibili. I fattori intangibili sono indispensabili per avere successo, ma non sono sufficienti a determinare da soli tutto il vantaggio competitivo. «*Oggi è quanto mai necessario non solo "saper fare", ma anche "farlo sapere"*» [Corvi, 1994: 25] e l'immagine aziendale tende ad unire le componenti *hard* e *soft* entro i valori della visibilità. Infatti le singole risorse non sono efficaci in quanto tali, ma devono essere integrate e coordinate in modo opportuno per la gestione dei processi aziendali attraverso la comunicazione [Corvi, 2007]. È necessario rendere note le proprie competenze distintive ed unicità con un'opportuna gestione dell'immagine aziendale, ossia come la cultura e i comportamenti quotidiani dell'impresa si traducono negli atteggiamenti, nel clima e attese da parte del pubblico [Corvi, 1994].

La comunicazione concorre allora alla credibilità strategica e reddituale, che è il fondamento del valore dell'impresa [Corvi e Fiocca, 1996]. Credibilità strategica e immagine possono essere considerate facce della stessa medaglia. Se attraverso la credibilità strategica è possibile trasferire al mercato il valore creato dall'impresa allora, valorizzando l'intangibile, attraverso la comunicazione, è possibile migliorare l'immagine aziendale [Corvi, 1994]. In questo senso allora la comunicazione permette non solo di diffondere il valore del capitale economico, ma anche di creare valore nella misura in cui migliora le relazioni dell'impresa che sono alla base del "marchio finanziario" di una società, il quale si traduce in un aumento dell'interesse da parte della comunità finanziaria e in una maggiore facilità nel reperire capitali [Minnetti, 2006].

In sintesi, la comunicazione crea e diffonde valore. Infatti contribuisce alla

crescita e alla diffusione delle conoscenze, da un lato, e, dall'altro, allo sviluppo della stima, reputazione, fiducia, cioè di tutti gli elementi che compongono un'immagine aziendale positiva [Corvi e Fiocca, 1996].

Il processo di comunicazione, inoltre, può fornire spunti per cogliere anticipatamente segnali di malfunzionamento dell'impresa. Il contesto normativo (IAS e riforma societaria del 2003), da un lato, e il cambiamento delle regole del rapporto tra banca-impresa (accordi di Basilea), dall'altro, evidenziano i punti di debolezza e le aree critiche per le aziende. La comunicazione dei dati utili per l'apprezzamento del proprio stato di salute costituisce un'occasione di auto-valutazione per le imprese. La tendenza alla maggiore chiarezza e condivisione della performance aziendale ha sollecitato una maggiore attenzione alla stima del valore economico dell'impresa. Conoscere e riconoscere il valore aziendale è importante soprattutto ai fini della connessione tra obiettivi conoscitivi interni (il monitoraggio dell'effettivo rendimento richiede un processo di controllo di gestione efficace) ed esterni (l'accesso al credito sarà sempre più legato all'affidabilità). In entrambi i casi è necessario un sistema di rilevazione della performance coerente, continuativo e condiviso. Il processo di comunicazione quindi dovrà far prendere coscienza dei punti di forza e debolezza, ma allo stesso tempo evidenziare il valore [Mainardi, 2004].

2.4.4 Gli standard contabili

Con lo sviluppo di aziende multinazionali l'area della comunicazione finanziaria spesso deve venire incontro a specifiche domande di standard contabili. I principi contabili regolano le scelte di reporting a disposizione dei manager, riducendo potenzialmente i costi di elaborazione per gli utilizzatori del bilancio, in quanto forniscono un linguaggio comunemente accettato per comunicare con gli investitori. Tuttavia i contributi informativi variano sistematicamente in base alle caratteristiche dell'impresa e del Paese [Healy e Palepu, 2001].

La crisi finanziaria del 2007 ha evidenziato la difficoltà della comunicazione esterna d'impresa di rendere consapevole il mercato delle azioni del management. Al fenomeno ha contribuito negativamente anche l'impossibilità realizzare in tempi brevi un'armonizzazione contabile a libello internazionale. Ciò non toglie il ruolo della

graduale introduzione degli IAS (*International Accounting Standards*) e degli IFRS (*International Financial Reporting Standards*) allo scopo di armonizzare l'informazione pubblica. Regole contabili omogenee e il loro rispetto producono trasparenza, comprensibilità e comparabilità dell'informativa. In tal modo il mercato può controllare il comportamento del management e valutare il processo di formazione del valore di mercato dell'impresa. Una regolare diffusione all'esterno di informazioni sulle modalità con cui si perseguono gli obiettivi aziendali permette di rappresentare in modo chiaro e trasparente lo "stato di salute" dell'impresa e le sue potenzialità future. Le inefficienze informative delle imprese coinvolte nella crisi hanno compromesso l'immagine e la credibilità di queste nei confronti degli *stakeholders* e la fiducia nel funzionamento del sistema economico nel complesso [Fortuna, 2009].

Dato che gli investitori non possono prestare attenzione a tutte le informazioni finanziarie, gli IFRS dovrebbero fornire un aiuto alle decisioni economiche fornendo informazioni contabili comparabili. Tali standard supportano l'efficienza in forma semi-forte per le aziende che divulgano notizie contabili positive, a conferma sia dell'interesse degli investitori verso gli IFRS sia della loro rilevanza come valori contabili. In caso di cattive notizie inaspettate si riscontra una diffusione più progressiva delle informazioni e una penalizzazione in termini di ritorni. L'adozione obbligatoria degli IFRS costituisce un passo verso la ricostruzione della fiducia di mercato e una riduzione dell'asimmetria informativa, in quanto gli standard soddisfano la domanda di trasparenza e di informazioni complete riguardo al profilo di rischio aziendale [Lambert *et Al.*, 2006].

2.4.5 La qualità della comunicazione oltre la quantità

La globalizzazione, gli scandali finanziari e la crescente pressione degli investitori sulla performance economica hanno aperto il dibattito sul ruolo critico dell'informazione e della comunicazione economico-finanziaria (in termini di contenuto, qualità e tempo) e sull'efficacia dei sistemi di *governance* nell'allocazione ottimale delle risorse [Bostan, Grosu e Iancu, 2009].

In particolare, affinché l'informazione finanziaria sia utile deve essere rilevante, credibile, adatta al confronto e intellegibile. I messaggi dal contenuto economico-

finanziario sono fondamentali nell'orientamento dei comportamenti interni ed esterni e nella gestione esterna del consenso. Infatti la capacità delle imprese di acquisire il consenso dipende non solo dalla performance economica, ma anche dalla distribuzione delle informazioni, dalla selezione del contenuto, dal tempo e dai metodi di comunicazioni. Solitamente gli standard e gli organi di revisione hanno il compito di filtrare la qualità dell'informazione finanziaria nel pubblico interesse, per garantire agli utilizzatori un'immagine fedele della quantità, qualità e disponibilità dell'informazione stessa. Il contesto competitivo, le fonti e i fattori competitivi sono elementi che influenzano il grado di trasparenza e il modo in cui l'informazione pubblica viene gestita [Cristea, 2008].

Spesso in letteratura scarsa attenzione è prestata alle proprietà semantiche dell'informazione: è importante non solo quanto si comunica, ma anche cosa viene comunicato e come. Quantità e qualità dell'informazione devono essere, quindi, opportunamente bilanciate.

La quantità di comunicazione non è un'approssimazione sufficiente della sua qualità: essa dipende sia dalla quantità di informazioni divulgate che dalla ricchezza del suo contenuto. La componente per così dire "narrativa" della comunicazione finanziaria è quindi un importante mezzo non solo per chiarire e validare le misure quantitative presenti nel bilancio, ma anche per offrire informazioni sulla sostenibilità delle strategie di creazione di valore [Beretta e Bozzolan, 2004]. L'esistenza di obblighi normativi non garantisce pertanto la qualità dell'informazione, la quale è fortemente influenzata dalle caratteristiche strutturali, organizzative e culturali di ciascuna impresa [Bostan, Grosu e Iancu, 2009].

Per soddisfare la crescente domanda dei loro *stakeholders* le aziende quotate hanno aumentato l'ammontare di informazioni rese note e in particolare la comunicazione dei rischi, anche se spesso questa è a discrezione dei top manager: più

una questione di comunicazione volontaria che di rispetto delle normative[15]. La normativa attuale tende a focalizzarsi sui rischi di mercato e di credito e quelli collegati all'uso di determinati strumenti finanziari. Tuttavia comunicare i correnti rischi finanziari non fornisce informazioni sufficienti riguardo lo stato finanziario di un'azienda dato che su di esso influiscono anche i rischi operativi e strategici. Da uno studio [Beretta e Bozzolan, 2004] è emerso che le aziende tendono a comunicare volontariamente alcune informazioni riguardanti le loro future strategie (come le decisioni e opportunità future, la *vision* aziendale, gli obiettivi, ecc.) ma evitano di comunicare l'impatto atteso sia in termini economici che qualitativi. Le imprese quindi sono orientate ad una comunicazione più formale che sostanziale. Naturalmente le aziende che chiedono capitale in prestito alle banche tendono a comunicare di più per incontrare le esigenze informative dei loro finanziatori. Inoltre le imprese sono forzate a comunicare informazioni legate al settore da investitori esterni che necessitano di valutare la posizione relativa dell'impresa nel settore; quest'ultimo, tuttavia, non è in grado di spiegare la quantità assoluta di *disclosure*.

Sengupta ha dimostrato che un'elevata qualità della *disclosure* (in base alla valutazione indicata nel *Report of Financial Analysts Federations Corporate Information Committee*) è associata ad un minore costo del debito (misurato dal rendimento alla scadenza di un nuovo debito e dal tasso di interesse totale), confermando che una politica di comunicazione tempestiva, chiara e dettagliata riduce la percezione del rischio di *default* da parte dei finanziatori [Sengupta, 2008].

Successivamente anche Verrecchia ritiene che l'impegno per una maggiore qualità della *disclosure* sia una scelta efficiente in quanto conduce ad una riduzione dell'asimmetria informativa, quale componente del costo del capitale. Inoltre tali risultati dimostrano che l'importanza della *disclosure* è maggiore nelle situazioni in cui

---

[15] In assenza di una specifica regolamentazione, i manager che decidono di comunicare i rischi informativi possono far riferimento alla guida per una efficace comunicazione volontaria fornita nel 1994 da AICPA (*American Institute of Certified Public Accountants*) che dà delle indicazioni su come migliorare la qualità e l'efficacia dei report finanziari [AICPA, 1994]. Inoltre anche il CICA (*Canadian Institute Chartered Accountants*) ha fornito nel 2001 delle linee guida, suggerendo di comunicare le informazioni relative alla *vision* aziendale, i fattori critici di successo, le capacità e risorse per raggiungere i risultati desiderati, i risultati attesi e relativi rischi e opportunità [CICA, 2001]. Linee guida più specifiche sul rischio di comunicazione sono redatti da associazioni professionali e istituti di ricerca [ICAEW, 1998, 1999, 2000, 2003].

è maggiore l'incertezza di mercato riguardo all'impresa come provato dalla variabilità dei ritorni azionari [Verrecchia, 2001].

2.4.6 Etica e trasparenza nella comunicazione economico-finanziaria

Osservando la realtà italiana degli ultimi vent'anni si è passati da alti livelli di reticenza a un eccesso di comunicazione, senza che vi sia però maggiore trasparenza. Si conosce di più e si parla anche di più grazie ad Internet che consente a chiunque di accedere al mondo dell'informazione e diventare esso stesso creatore di notizie. Una maggiore confusione, affollamento e rumore, però, riducono l'attenzione e la possibilità di distinguere in modo oggettivo una comunicazione buona da una cattiva. Il rischio è che l'era dell'informazione diventi prigioniera della disinformazione [Corvi, 2007].

Come afferma Daniela Salvioni, affinché la comunicazione economico-finanziaria sia efficace è necessario che l'impresa non solo rispetti gli obblighi normativi, ma adotti una logica comunicazionale improntata alla trasparenza [Salvioni, 2002]. Allo stesso tempo i diversi gruppi di destinatari devono assumere un atteggiamento positivo di recepimento e di consenso del messaggio. In sostanza nelle imprese deve diffondersi una cultura della trasparenza e della completezza delle comunicazioni per agevolare comportamenti organizzativi e messaggi tra loro coerenti. Senza contare che anche tutti i soggetti che, a vario titolo, sono chiamati a legittimare il contenuto della comunicazione economica (ad esempio, i revisori, gli organismi di *governance*, ecc.), dovrebbero assumere la trasparenza come principio etico guida.

Una ridotta cultura della trasparenza indebolisce il ruolo della comunicazione economico-finanziaria ed tende ad impedire l'affermazione delle scelte gestionali, limitando la stabilità aziendale di fronte a fatti negativi. Il prevalere di una cultura della reticenza, spesso accompagnata da comportamenti manipolatori in funzione di certi obiettivi, comporta un clima di sfiducia e di scarso interesse per i messaggi quantitativo-monetari d'impresa. In aggiunta logiche di trasparenza comunicazionale sono strumentali per soddisfare le attese essenziali, comuni a tutti i soggetti economici interessati alle dinamiche dell'impresa ed agevolano il raggiungimento di quelle particolari, che si riferiscono a un pubblico specifico.

Inoltre, secondo Roberto De Cicco, la comunicazione economico-finanziaria contribuisce all'affermazione del principio di democrazia economica[16] attraverso una democrazia dell'informazione. Corrette informazioni e correte regole sono i requisiti perché l'informazioni sia utile per tutti, trasmettendo in tal modo credibilità e fiducia. La democrazia economica può essere raggiunta solo riconoscendo che l'informativa societaria è un bene pubblico nel senso che, pur avendo un impatto su affari privati, investe inevitabilmente interessi collettivi [De Cicco, 2010].

2.5 Le tipologie di comunicazione economico-finanziaria

In base a quanto detto sopra si afferma sempre di più una cultura volta al miglioramento constante della qualità dell'informazione e della trasparenza. Ogni impresa deve allora dotarsi di un progetto comunicativo che sia in grado di esprimere le proprie strategie, gli obiettivi perseguiti concretamente e i sistemi di controllo delle diverse comunicazioni [Corvi, 2007]. Al fine di mettere in atto tale progetto è necessario conoscere i bisogni informativi dei destinatari. In particolare è possibile distinguere tre tipologie di bisogni economici-finanziari: legislativi, di mercato e aziendali.

A seconda delle motivazioni che spingono l'impresa a diffondere le informazioni sul mercato è quindi possibili fare una prima distinzione. Da un lato vi è l'informazione obbligatoria derivante da obblighi normativi, per proteggere terze parti e, dall'altro, l'informazione volontaria, non richiesta espressamente da fonti normative, ma comunque proposta dall'azienda al fine di fornire informazioni la cui conoscenza è apprezzata da mercato [Bostan, Grosu e Iancu, 2009].

Una seconda classificazione, anche se meno rilevante, è quella che distingue tra informativa primaria e derivata, a seconda della fonte da cui provengono le informazioni diffuse al mercato. Nel primo caso naturalmente il flusso informativo è originato, prodotto e trasmesso direttamente dall'azienda, mentre nel secondo la comunicazione primaria viene analizzata e rielaborata dagli operatori che agiscono nel mercato finanziario, creando così una nuova informazione (è il caso di analisti e intermediari finanziari). Alcuni soggetti economici producono tale tipo di informazione

[16] Il concetto di democrazia economica si riferisce al fatto che le imprese dovrebbero essere governate attraverso il coinvolgimento di tutti che coloro che hanno interessi nell'imprese stesse.

per proprio esclusivo interesse, mentre in altri casi si crea un vero e proprio mercato per la vendita di informazioni derivate. La comunicazione derivata può essere un importante strumento di marketing per i consulenti finanziari o per le società di intermediazione finanziaria nei confronti dei risparmiatori.

Infine un'ultima distinzione è quella tra informativa periodica ed episodica, che, è facile intuire, si differenziano per la frequenza con cui le imprese comunicano al mercato. L'informativa periodica riguarda i principali documenti contabili emanati periodicamente dalla società (il bilancio, la relazione semestrale e trimestrale). L'informativa episodica, invece, riguarda operazioni straordinarie come fusioni e scissioni, acquisizioni e cessioni nonché altri eventi degni di rilievo nella vita della società [Gardenal e Brogi, 2000].

2.6 La comunicazione finanziaria: informativa obbligatoria e volontaria

2.6.1 Informativa obbligatoria (*mandatory disclosure*)

Gli obblighi di informativa societaria permettono di mantenere un equilibrio tra l'esigenza di diffondere le notizie e quella di tutelare gli interessi di coloro che sostengono costi per la produzione e analisi delle informazioni. Naturalmente gli obblighi di legge non possono risolvere completamente le asimmetrie informative, ma costituiscono una comune base di partenza.

L'informativa obbligatoria deriva da vincoli legislativi e regolamentari e consiste principalmente nel bilancio annuale di esercizio e nelle relazioni periodiche (trimestrali e semestrali) delle società quotate. È bene notare che questo genere di documenti sono vincolati da norme fiscali e giuridiche, presentano un forte orientamento al passato e non evidenziano la complessità dei rischi. Inoltre, dovendo comporre interessi di varie categorie di soggetti, non sono in grado di far fronte alle diverse esigenze informative.

In Italia la principale normativa di riferimento in tema di comunicazione obbligatoria è rappresenta, oltre che dal codice civile, anche dal Decreto Legislativo 58/1998 (Testo Unico della Finanza -TUF) e in particolare dall'art.114 che ha istituito l'obbligo per le società quotate di informare il pubblico delle informazioni c.d *price sensitive* che le riguardano. Tale decreto ha recepito le direttive comunitarie in materia, fissando alcuni principi generali e lasciando alla Consob il compito di dettare i

regolamenti di attuazione (Regolamento attuativo n. 11520/1998). Tali normative costituiscono il primo sforzo volto a creare un sistema organico e razionale di regole in materia di informazione societaria e a indirizzare i comportamenti degli operatori verso la tutela dell'investitore, l'efficienza del mercato e una maggiore trasparenza informativa. Infatti alle società quotate è richiesto di rispettare i tradizionali obblighi informativi periodici (bilancio d'esercizio, relazioni trimestrali e semestrali), nonché di rendere pubblica l'informativa episodica tipica (operazioni straordinarie, esercizio dei diritti speciali, esistenza di patti parasociali) e non tipica (i c.d. "fatti rilevanti"). Inoltre a partire da gennaio 2006 è entrata in vigore anche la legge sulla tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari (L. 262/2005).

La diffusione della proprietà del capitale produttivo e gli scandali finanziari (per esempio Enron, Worldcom, Cirio, Parmalat) hanno accelerato l'adozione di norme comuni a più Paesi a tutela delle trasparenza. Tra queste rientrano la direttiva comunitaria per combattere l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato, il c.d. *market abuse* (Direttiva CEE 6/2003) e il codice di autodisciplina in tema di *corporate governance* delle società quotate entrato in vigore nel 2007.

Inoltre, in ambito comunitario, a seguito dell'adozione del *Financial Services Action Plan* (FSAP) è stata avviata una riorganizzazione strutturale del mercato finanziario europeo allo scopo di creare un mercato integrato e competitivo. La direttiva più importante è la la *MiFID* (*Market in Financial Instruments Directive*), che ha lo scopo di rafforzare i meccanismi concorrenziali, di tutelare gli investitori e favorire l'efficienza e l'integrità dei mercati finanziari stessi (Direttiva CEE 39/2004). Entrata in vigore dal 1° novembre 2007, la MiFID introduce delle novità sia nei confronti degli intermediari (come i requisiti di organizzazione delle funzioni operative, la tipologia di informazioni fornite ai clienti, la classificazione della clientela, l'adeguatezza e appropriatezza dei servizi di investimento, la gestione degli ordini dei clienti, la consulenza in materia di investimenti, ecc.) sia nei confronti dei mercati (come l'eliminazione dell'obbligo di concentrare gli scambi sui mercati regolamentati, l'introduzione di nuove figure di *trading venues*, le regole di trasparenza pre e post negoziazione, ecc.).

Nell'ottobre 2011 tale direttiva è stata oggetto di proposta di modifica (la c.d. MiFID II), nelle cui disposizioni vengono consolidati i requisiti personali e professionali dei responsabili della gestione delle imprese di investimento (esperienza, adeguata conoscenza della materia, integrità e indipendenza). La proposta di revisione comprende la regolamentazione dei sistemi organizzati di negoziazione OTF (*Organised Trading Facilities*), oltre che degli MTF (*Multilateral Trading Facilities*), estendendo anche alle obbligazioni, ai prodotti finanziari strutturati ed agli strumenti derivati le regole di trasparenza già previste dalla Direttiva MiFID per i mercati azionari.

Spesso i Legislatori si sono preoccupati di integrare e correggere le informazioni contenute nei bilanci, senza regolare una serie di informazioni non strettamente economico-finanziarie, a cui i soggetti cono comunque interessati (si pensi, per esempio, alle valutazioni quantitative e qualitative contenute nella relazione sulla gestione). Come conseguenza di ciò si verifica una distanza tra le informazioni fornite dai bilanci e la tipologia di informazioni richieste dai pubblici dell'impresa. Da uno studio condotto da PricewaterhouseCoopers emerge che circa il quaranta per cento degli analisti e degli investitori ritiene che le informazioni fornite dai bilanci italiani non siano particolarmente utili, al contrario di quanto sostengono le società stesse. Questo significa che le imprese sono lontane dal comprendere le esigenza informative di analisti e investitori [Terzani, 2004: 85].

Oggi sempre di più i documenti periodici obbligatori vengono pubblicati tramite Internet, grazie anche all'*eXtensible Business Reporting Language* (XBRL), ossia lo standard che rende la raccolta e l'elaborazione delle informazioni meno costosa e più trasparente. Questo nuovo linguaggio ha ridotto le possibilità di manipolazione di dati ed errori, presentando numerosi benefici in termini di tempestività, accuratezza e risparmio di costi nella preparazione e invio dei documenti, nonché nelle attività di verifica e nell'elaborazione del loro contenuto da parte dei destinatari [Di Carlo, 2008].

2.6.2 Informativa volontaria e integrativa (*voluntary disclosure*)

Tale informativa viene proposta da ciascuna impresa a completamento ed integrazione dell'informativa obbligatoria per soddisfare i bisogni informativi di

mercato o aziendali volti a valutare la capacità competitiva industriale ed economico-finanziarie dell'impresa. Essa contribuisce a diffondere una certa immagine aziendale e favorisce l'ottenimento del consenso. La comunicazione volontaria quindi gioca un ruolo determinante nella creazione del valore e nel mantenimento del rapporto con i diversi interlocutori, servendosi di indicatori di performance economica-finanziaria e non (per esempio la *balanced scorecard, skandia navigator*, bilancio sociale, ecc.) [Brogi, 1999].

La crescente necessità di attrarre nuovi investitori e finanziatori, ma soprattutto il divario tra le informazioni desumibili dal bilancio e il potenziale di cui dispone l'impresa al fine di una futura generazione di valore ha portato ad integrare l'informativa di bilancio con una volontaria, continua e tempestiva, veicolata anche al di fuori dei tradizionali canali di comunicazione (pubblicità istituzionale, pubblicità finanziaria, relazioni pubbliche e con i media, relazioni con gli investitori, *roadshows*) e in particolare attraverso i siti web [De Cicco, 2010]. I dati e le informazioni diffuse su base volontaria spesso riguardano gli *intangibles* e a tal proposito il bilancio sociale e il bilancio di sostenibilità sono esempi di ciò.

È vero che la piena *disclosure* può comportare dei costi proprietari derivanti dal comunicare informazioni che possono danneggiare la posizione competitiva dell'impresa [Verrecchia, 1983; Wagenhofer, 1990; Newman e Sansing, 1993; Gigler, 1994]. Non sembrerebbe quindi conveniente comunicare le informazioni strategicamente sensibili, anche se questo riduce il costo del capitale e l'asimmetria informativa. Tuttavia Mantovani e Bagnoli hanno dimostrato che le imprese quotate sono incentivate ad arricchire la *disclosure* volontaria del loro modello di *business* per consentire agli investitori di cogliere le fonti durevoli del loro vantaggio competitivo. Infatti il mercato finanziario è effettivamente sensibile alle strategie di *disclosure* volontaria, privilegiando le imprese caratterizzate da una maggiore trasparenza informativa [Mantovani e Bagnoli, 2009].

Inoltre Bagnoli e Redigolo hanno condotto un'analisi del livello di *disclosure* volontaria del modelli di *business* adottato da tre imprese manifatturiere italiane nel redigere il prospetto informativo di quotazione per capire se differenze nel modello di

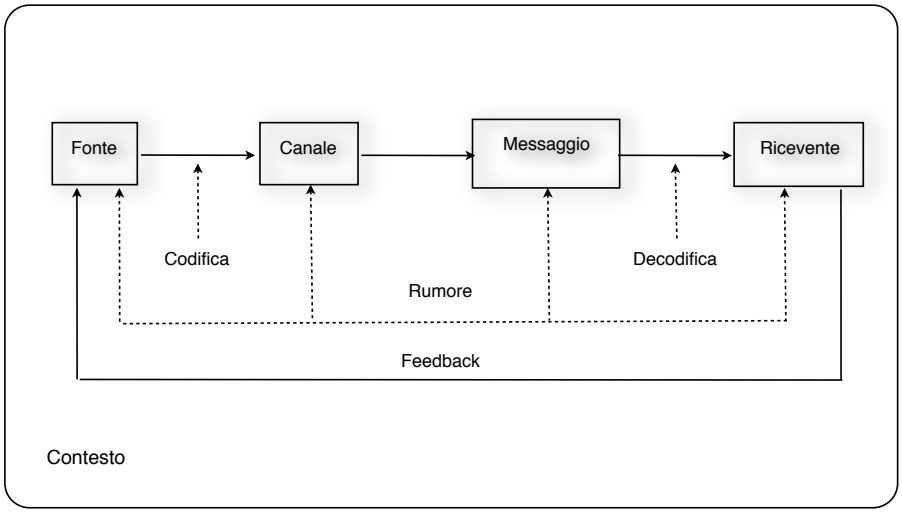
business (in particolare il tipo di innovazione adottata) si riflettano in altrettante differenze nella strategia di comunicazione. Dall'analisi è emerso che i modelli di *business* fondati su innovazioni di tipo *design-driven* (attribuzione di nuovi significati ai prodotti attuali per soddisfare esigenze latenti) o *technology-push* (miglioramento delle prestazioni dei prodotti attuali o creazione di nuovi mercati) comportino una minore propensione alla divulgazione delle capacità distintive [Bagnoli e Redigolo, 2011].

2.7 Gli elementi della comunicazione finanziaria

2.7.1 Il processo di comunicazione finanziaria

Data l'importanza della comunicazione, le imprese non possono fare a meno di considerare il processo di comunicazione che è circolare e coinvolge numerosi elementi: la fonte emittente, il messaggio, la codifica del messaggio stesso, il canale di comunicazione, la decodifica, il destinatario ricevente, il *feedback* attivato dal processo di comunicazione e il contesto entro cui si svolge (Figura 2.3).

Figura 2.3: Il processo di comunicazione



Fonte: rielaborazione personale di Collesei, 2006, 226

La fonte emittente è la persona o la struttura da cui ha origine la comunicazione, al quale spetta la scelta del messaggio, di un veicolo e di un canale coerenti sia con lo strumento di ricezione del destinatario sia con l'obiettivo perseguito. È l'azienda la fonte principale di informazione finanziaria: infatti il vertice dell'impresa (Amministratore Delegato o il Consiglio di Amministrazione) decide quale

informazione diffondere e il momento giusto per farlo. Spetterà al responsabile delle *Investor Relations* esprimere un parere sul tipo di informazione da diffondere, predisporre il tipo di comunicazione a seconda dei destinatari e procedere alla diffusione. La fonte quindi influenza in modo significativo l'efficacia del messaggio e per tale motivo è fondamentale la credibilità della fonte stessa. La credibilità a sua volta dipende da affidabilità (reputazione) e competenza (esperienza): infatti quanto più la fonte è percepita come degna di fiducia e competente, tanto più il contenuto del messaggio viene condiviso dal destinatario [Bertinetti, 1996].

È inoltre fondamentale che il messaggio trasmesso non solo sia ricevuto, ma anche compreso correttamente secondo il significato che la fonte intende attribuirgli. È importante allora il processo di codifica che viene messo in atto, ossia come l'idea di comunicazione viene tradotta in un linguaggio comprensibile e in grado di influenzare il ricevente. Inoltre fonte e ricevente devono utilizzare lo stesso codice (ossia condividere valori e credenze) per far si che la comunicazione risulti efficace [Corvi, 2007].

La scelta del canale di comunicazione, ossia del mezzo per far pervenire il messaggio al destinatario, dipenderà dal tipo di messaggio, dal destinatario e dal contesto in cui avviene la comunicazione [Corvi, 1994]. Altrettanto importante e speculare alla codifica è la decodifica che consente al destinatario di comprendere i messaggi veicolati dalla fonte emittente.

Bisogna considerare, inoltre, anche l'eterogeneità dei contesti di riferimento dei destinatari: la comunicazione d'impresa quindi cerca di dare omogeneità alle variabili di contesto presso le diverse categorie di destinatari. Pertanto, da una parte, a ciascun pubblico bisognerà destinare un messaggio adeguato, che sia coerente con le sue caratteristiche e veicolato attraverso canali idonei; dall'altra, la diversità dei pubblici di riferimento non deve intaccare l'unitarietà della comunicazione [Corvi, 2007].

Il processo di comunicazione deve essere caratterizzato da interattività, bidirezionalità e circolarità dei flussi informativi: infatti il *feedback* da parte del destinatario restituisce sempre al mittente un "valore" e costituisce uno strumento di controllo dei risultati e di revisione degli obiettivi della strategia di comunicazione intrapresa. I parametri solitamente utilizzati sono l'andamento e la volatilità del titolo,

il numero di analisti che seguono il titolo, la composizione dell'azionariato, ecc. [Brogi, 1998]. Si sviluppa una vera e propria relazione tra fonte e destinatario per cui il flusso di comunicazione è continuo e bilaterale e prelude alla condivisione del medesimo contesto [Bertinetti, 1996].

La comunicazione economico-finanziaria deve essere quindi progettata attentamente in modo da massimizzarne l'efficacia. Si tratta in primo luogo di fissare gli obiettivi delle comunicazione economico-finanziaria che possono avere diversa natura e che discendono da più generali obiettivi di comunicazione; successivamente vengono stabilite le modalità attraverso cui raggiungere tali obiettivi, definendo cinque aspetti:

- *A chi* ci si rivolge ed è auspicabile una segmentazione dei destinatari;
- *Che cosa* viene comunicato, ossia gli aspetti di contenuto e di forma;
- *Come* viene comunicato, ossia la scelta del canale di comunicazione più efficace;
- *Quando* comunicare, rispettando le disposizioni normative per la comunicazione obbligatoria, mentre è una scelta solo aziendale nel caso di comunicazione volontaria;
- *Chi,* ossia i soggetti che hanno la responsabilità di comunicare con il mondo esterno [Brogi, 1998].

Riassumendo, il processo di comunicazione economico-finanziaria prevede quattro fasi fondamentali, coinvolgendo numerosi soggetti. Prima di tutto l'elaborazione interna delle informazioni che vengono aggregate e coordinate secondo diverse modalità; in secondo luogo c'è la loro codifica per renderle intellegibili al pubblico di riferimento. Segue la pubblicazione delle informazioni codificate attraverso mezzi idonei e infine c'è l'utilizzazione di tali informazioni da parte dei destinatari e il relativo *feedback* fornito all'impresa.

2.7.2 Strumenti e canali di comunicazione

Ad esigenze informative differenziate dovrebbero corrispondere specifici strumenti con contenuti differenziati sull'interlocutore. L'informazione finanziaria rientra in un approccio globale di comunicazione che si avvale di diversi strumenti specifici da integrarsi strategicamente tra loro. Si tratta quindi di una comunicazione integrata che utilizza tecniche e modalità diverse a seconda dei destinatari.

Diversi sono i canali della comunicazione finanziaria e pertanto diversi sono il livello di accessibilità e fruizione delle informazioni. È possibile distinguere tra canali diretti o indiretti. Nel primo caso vi è simultaneità nei flussi informativi e la comunicazione è molto ricca soprattutto quando vi è compresenza fisica tra emittente e ricevente (incontri e presentazioni contro audiovideo e *webcast*). Nel secondo caso, invece, vi è uno sfasamento temporale tra emissione e ricezione del messaggio, pertanto la comunicazione sarà meno ricca, ma il messaggio è conservato e può essere recuperato in qualsiasi momento (per esempio la posta elettronica o quella tradizionale oppure la sezione *investor relations* sul sito aziendale).

La comunicazione economico-finanziaria si serve di alcuni mezzi tipici delle relazioni pubbliche soprattutto quando vi è la necessità di integrare la comunicazione finanziaria con quella pubblica. Nei confronti della stampa si serve di comunicati, interviste, conferenze stampa, prodotti editoriali (*annual report*, relazione semestrale, prospetto informativo, ecc.); nei confronti degli investitori istituzionali di incontri *one-to-one*, seminari, *roadshows*, visite in azienda, prodotti editoriali (bilancio sociale, video, presentazioni multimediali, ecc.); nei confronti dei dipendenti *convention*, *house organ, newsletter*, video e formazione [Corvi, 2007].

2.7.3 Il ruolo di Internet nella comunicazione economico-finanziaria

Soprattutto per le imprese di grandi dimensioni vi è la necessità di integrare le informazioni diffuse nel bilancio annuale attraverso canali alternativi come i già citati comunicati stampa, gli incontri *one-to-one* con operatori ed investitori e la sezione *investor relations* del sito aziendale. Infatti una riflessione specifica va dedicata ad Internet[17], che ha assunto una rilevanza sempre maggiore, ampliando la dimensione informativa dal punto di vista qualitativo, quantitativo, spaziale e temporale [Minnetti, 2006].

---

[17] Agli inizi degli anni Novanta ci sono stati i primi processi di regolamentazione e in particolare è stato l'*International Organization of Security Commision* (IOSCO) ad occuparsi per primo dei principi fondamentali di Internet *disclosure*. L'Unione Europea è poi intervenuta con la direttiva sulla firma digitale dei documenti (Direttiva CEE 99/1999), mentre in Italia la Consob e Borsa Italiana hanno fornito indicazioni in merito. L'AIAF (Associazione Italiana Analisti Finanziari) ha stilato un decalogo che detta regole sulle modalità di trasmissione dei dati finanziari *on-line*. Vi è poi una guida dettagliata delle procedure da seguire per costruire una sezione di *Investor Relations*, conosciuta come *WIR* (*Web Investor Relations*) fornita dalla *Securities and Exchange Commision* Relazioni Pubbliche e Istituzionali.

Le ragioni per cui le aziende sviluppano siti web sono molteplici, quali la pubblicità dei prodotti aziendali, facilitare il commercio elettronico (promozione e acquisto del prodotto), promuovere l'identificazione del marchio e rafforzare l'immagine aziendale (sviluppo del prodotto, opportunità di lavoro, attività filantropiche) [Asbaugh, Johnstone e Warfield, 1999; Minnetti, 2006].

Internet costituisce un importante veicolo per facilitare il funzionamento dei mercati finanziari, fornendo agli investitori informazioni aggiornate e tempestive, che non solo riducono l'incertezza, ma consentono anche l'allocazione efficiente delle risorse e aumentano la trasparenza degli affari aziendali. Secondo il *Financial Accounting Standards Board* i principali motivi che spingono le imprese a fornire informazioni finanziarie su Internet sono: la riduzione dei costi e dei tempi di diffusione delle informazioni, l'ampliamento del pubblico di destinatari, il supporto delle tradizionali pratiche di comunicazione, aumento della quantità e del tipo di informazioni comunicate e un maggiore accesso ai potenziali investitori per le piccole imprese [Ali Khan e Ismail, 2011]. Pertanto i vantaggi di Internet nella reportistica finanziaria sono la sua convenienza, la sua velocità, il suo dinamismo e flessibilità.

Per questi motivi molte imprese impiegano l'IFR (*Internet Financial Reporting*), attraverso il quale costruiscono e mantengono relazioni con l'insieme dei portatori di interesse, anche se con differenze in tempestività e facilità di accesso ai dati.

L'IFR prevede che il sito web aziendale riporti il bilancio completo, incluse note e il rapporto di revisione; per di più deve essere connesso al report annuale aziendale tramite Internet o collegato al SEC (*Security and Exchange Commission*) o al sistema EDGAR (*Electronic Data Gathering Analysis and Retrevial*). Per le aziende più grandi e redditizie comunicare con gli azionisti attuali e potenziali è un'importante ragione per stabilire la loro presenza sul web e per questo adottano l'IFR. Infatti quest'ultimo riduce i costi di diffusione delle informazioni. Inoltre, è un veicolo attraverso cui le imprese possono comunicare con consumatori prima difficilmente identificabili. Aderendo all'IFR, infatti, l'informazione finanziaria diviene un bene pubblico ad accesso libero e in tal modo l'impresa può ampliare il suo pubblico. Infine, l'IFR facilita la diffusione di

dati finanziari disaggregati e incrementali e l'analisi di informazioni idiosincratiche [Asbaugh, Johnstone e Warfield, 1999].

L'IFR può essere conveniente, veloce e flessibile nel formato e accessibile a tutti gli utilizzatori dentro e fuori i confini nazionali. Gli indici Internet sono utili per confrontare le pratiche IFR adottate dalle aziende, dai settori e dai Paesi. Contenuto e presentazione che sono le dimensioni più comunemente adottate dagli studiosi per misurare la qualità dei siti web aziendali. Per quanto riguarda il contenuto viene misurato il tipo di informazione finanziaria pubblicata o la disponibilità di informazioni finanziarie dell'azienda; il formato di presentazione influisce sulla leggibilità, facilità di accesso e comprensibilità delle informazioni finanziarie, grazie a siti web *user-friendly*.

Anche tempestività, tecnologia e supporto agli utenti rientrano tra le dimensioni preferite. La tempestività viene misurata valutando l'integrazione organizzativa della reportistica Internet, come la disponibilità di rassegne stampa o informazioni sui prezzi azionari; in merito alla tecnologia si valuta quali delle più avanzate caratteristiche vengono impiegata dalla imprese; infine il supporto all'utente viene misurato in termini di *design* e *layout* del web. Sfortunatamente molte aziende si focalizzano di più sul supporto agli utenti e sul contenuto informativo che sulla tempestività e sulla tecnologia [Ali Khan e Ismail, 2011].

Francesco Avallone ha sintetizzato quattro forme di comunicazione finanziaria via Internet:

• Il primo modello (tradizionale) prevede la semplice pubblicazione di informazioni obbligatorie: si tratta di dati orientati al passato e privi di ogni indicazione sul mercato di riferimento o sul *business model*;

• Il secondo modello (archivio digitale) si basa sulla stessa tipologia di informazioni del precedente, ma sfrutta la capacità di archiviazione di grandi massi di dati del web;

• Il terzo modello rispecchia la cultura della trasparenza e rende disponibili informazioni dal maggiore contenuto prospettico e non solo limitate alle variabili economico-finanziarie;

• Infine il quarto modello ("*the cutting-edge*") ha contenuti molto approfonditi e tecniche di diffusione dei dati innovative.

Internet ben si presta a nuovi modelli di reporting aziendale più orientati alla *forward-looking information* e con la possibilità di interazione dell'utente. Coinvolgendo i diversi pubblici di riferimento e personalizzando l'offerta comunicativa, l'azienda può migliorare la propria immagine e credibilità strategica, con vantaggi di costo sull'acquisizione del capitale [Avallone, 2005].

Numerosi sono gli studi che hanno misurato la qualità della comunicazione finanziari *on-line*, in termini sia di forma (sicurezza e accuratezza dei dati) che di contenuto (completezza delle notizie diffuse), la quale risulta essere un fattore determinante di attrazione degli *stakeholders* e quindi una leva per consolidare il successo aziendale. Per esempio Bini e Dainelli hanno riscontrato che nel 2003 le imprese curavano meglio gli aspetti formali piuttosto che i contenuti. Inoltre la qualità dei dati finanziari risultava indipendente dalla struttura finanziaria e dall'assetto societario. Infine le imprese più grandi e innovative tendevano a informare meglio. Tuttavia a livelli di qualità più elevata non sembrava corrispondere una maggiore attenzione da parte degli analisti finanziari. Questo risultato gettava ombre sull'efficienza dei mercati finanziari: flussi informativi di alta qualità non miglioravano l'immagine aziendale e quindi non riducevano il costo del capitale [Bini e Dainelli, 2005].

Lombardi e Dainelli hanno messo a punto delle tecniche di misurazione della qualità della comunicazione *on-line*, che permettono di esprimere un giudizio sintetico sul valore qualitativo della comunicazione stessa. In particolare sono state misurate le caratteristiche della sezione finanziaria (es. esistenza sezione finanziaria, *legal disclaimer*, lingue disponibili, file audio o video, data di aggiornamento della sezione, indirizzo *e-mail* specifico), il suo contenuto (es. informazioni sulla quotazione e sull'andamento del proprio titolo, sulla struttura e sull'evoluzione del gruppo, presenza di un calendario degli eventi finanziari) e i dati di bilancio (es. completezza del fascicolo di bilancio, presenza del bilancio consolidato, di prospetti riclassificati, di indicatori di analisi di bilancio, archivio dei bilanci, possibilità di *download*). Lo studio

giunge alla conclusione che mediamente le caratteristiche, il contenuto delle sezione finanziaria e i dati di bilancio sono di qualità sufficiente. Inoltre il livello di qualità dell'informazione finanziaria dipende dal settore industriale di appartenenza e non dalla dimensione, dalla redditività o solidità patrimoniale. In particolare, l'elemento determinante la qualità dell'informazione è soprattutto la cura con cui vengono riportati i dati di bilancio [Lombardi e Dainelli, 2003].

Internet si è dimostrato uno strumento di comunicazione finanziaria non solo efficace ed efficiente, ma anche duttile ed accessibile per molte imprese che per la prima volta hanno emesso titoli azionari destinati alla quotazione. Nelle IPO (*Initial Public Offering*) infatti la comunicazione ha un ruolo strategico fondamentale in quanto consente di costruire il "capitale immagine" necessario ad acquisire la visibilità e la fiducia sul mercato e a diffondere il valore creato, dato che essa fornisce informazioni sulla strategia finanziaria dell'impresa. Per le società quotate la comunicazione è, infatti, cruciale per colmare il *gap* tra valore creato, valore comunicato e valore percepito dai mercati finanziari.

Le aziende quotande solitamente utilizzano Internet in modo massiccio e allo stesso tempo presentano un forte orientamento all'attività di *investor relations.* Il sito Internet costituisce un mezzo che integra e supporta i tradizionali canali comunicativi, grazie alla diffusione capillare delle informazione e a costi marginali quasi nulli. Secondo uno studio condotto da Perrini e De Lisio in molti casi il flusso di informazioni *on-line* riportato dalle aziende italiane sembra essere ancora troppo legato agli obblighi di legge e allo steso tempo la tempestività e continuità delle informazioni lascia a desiderare. Si riscontra, al contrario, un miglioramento continuo della qualità delle informazioni dovuto a una maggiore richiesta di informazioni da parte degli investitori, dalle mutate condizioni del mercato e da un management più aperto alla comunicazione. Un'altra carenza delle aziende italiane riguarda la mancanza di informazioni strategiche e qualitative così come di informazioni finanziarie di breve e di lungo periodo. Dall'analisi empirica emerge che ad un'elevata qualità della comunicazione via Internet corrisponde un elevato numero di analisti e un'elevata capitalizzazione. È possibile osservare come le aziende di più recente quotazione offrano in media una maggiore

qualità di comunicazione via Internet che si rispecchia in una certa omogeneità, per quanto di valore molto basso, del livello di *analyst coverage*. Pertanto ancora una volta è dimostrato che la comunicazione finanziaria porti dei benefici alle società quotate in termini di maggiori premi di mercato, aumento dell'interesse e della visibilità con la comunità finanziaria e incremento dell'attenzione da parte degli analisti [Perrini e De Lisio, 2001].

2.8 Gli obiettivi della comunicazione finanziaria

Gli obiettivi della comunicazione finanziaria sono molteplici e variano a seconda del ciclo di vita o del momento particolare che l'azienda sta vivendo.

Innanzitutto la comunicazione finanziaria risponde ai bisogni informativi delle istituzioni e della comunità finanziaria, consentendo agli *stakeholders* di giudicare la gestione dell'impresa, accrescendo il consenso attorno ad essa. Naturalmente per le società quotate una comunicazione finanziaria frequente mantiene alto l'interesse della comunità verso il titolo quotato, così da poter attrarre nuovi investitori.

In generale gli obiettivi principali della comunicazione finanziaria sono due :

• Instaurare un rapporto continuativo e improntato alla trasparenza con gli investitori (istituzionali e privati), così da ottenere fiducia e legittimazione;

• Costruire una credibilità strategica e operativa, così da migliorare la propria immagine, costruendo una buona reputazione che induce un atteggiamento positivo e disponibile degli interlocutori aziendali. L'impresa, quindi, comunica per migliorare se stessa (propria identità) e la propria immagine (identità percepita) al fine di ottenere un successo duraturo [Corvi, 1994 e 2007].

Non bisogna dimenticare che le società quotate sono soggette a maggiori obblighi volti a tutelare gli investitori diffusi tra il pubblico e devono rispettare i regolamenti emessi in materia da Borsa e Consob.

In particolare, le società quotate sfruttano la comunicazione allo scopo di ottenere capitali per l'espansione dell'azienda, di farsi accettare dall'*establishment* finanziario, mantenere un clima favorevole ai propri titoli, incrementare il valore delle azioni, aumentare il volume degli scambi, supportare le operazioni finanziarie, assicurarsi l'appoggio degli azionisti e di coloro che influenzano il mercato finanziario, mantenere

la credibilità e l'immagine dell'azienda e infine prevenire scalate ostili o *take over* [Masullo, 1995].

La comunicazione economico-finanziaria non riguarda solo le aziende quotate in Borsa, ma anche le società non quotate perché consente di valorizzare e rinnovare il tradizionale rapporto con il sistema bancario, migliorandone l'efficacia e l'efficienza operativa[18]. Anche se non quotate le imprese si trovano a dialogare con un gran numero di soggetti che richiedono informazioni [Brogi, 1999]. Essa richiede comunque uno sforzo di comunicazione continuativo, organico e qualificato che ha lo scopo di informare, sensibilizzare e fidelizzare il proprio pubblico di riferimento [Corvi, 2007].

Pertanto la comunicazione economico-finanziaria è un fattore competitivo per tutte le imprese, sia società quotate, quotande e non quotate. Si tratta di un fattore cruciale anche per il sistema bancario, che è soggetto ad un ulteriore vigilanza da parte dei pubblici poteri. Infatti la flessibilità operativa e la possibilità di assumere rischi da parte delle banche sono subordinate a una dotazione patrimoniale adeguata e quindi queste sono per forza portate a rivolgersi al mercato dei capitali. Inoltre essendo aziende di servizi, l'immagine aziendale è molto importante nell'instaurare e mantenere un rapporto con i clienti. La comunicazione finanziaria è quindi un indicatore di valore essenziale per le aziende di servizi finanziari [Brogi, 1998].

2.9 I destinatari della comunicazione finanziaria

2.9.1 *Stakeholders* finanziari

La prima macrocategoria di destinatari della comunicazione finanziaria è rappresentata dagli *stakeholders* finanziari composta da azionisti, investitori, società di rating, organi di vigilanza, intermediari e analisti, ognuno dei quali ha un differente fabbisogno informativo.

Gli azionisti

Gli azionisti sono sicuramente i principali soggetti destinatari delle comunicazioni d'impresa, dato che sono di fatto i proprietari dell'impresa. Gli azionisti (di maggioranza o di minoranza), detenendo quote di capitale sociale, possono influenzare

[18] Giorgio Chirivì, cit.

le scelte strategiche aziendali. Essi necessitano di continue e tempestive informazioni sulle condizioni economico-finanziarie e sulle prospettive future dell'impresa per valutare la convenienza del proprio investimento. La composizione dell'azionariato, infatti, è importante per definire le relazioni con la comunità finanziaria.

Gli investitori

Gli investitori costituiscono i cosiddetti operatori *buy side*, vale a dire gli utenti finali dell'informazione in base alla quale assumono la decisione di acquisto e si distinguono in investitori istituzionali ed investitori *retail* o privati. I primi dispongono di importi cospicui da investire e possono condizionare maggiormente il corso di un titolo. Esempi di investitori istituzionali sono i fondi comuni di investimento, i fondi pensione, le banche e gli istituti di credito, le compagnie di assicurazioni, le società di brokeraggio, le *merchant bank,* ecc. Gli investitori privati, invece, sono più numerosi, con vincoli di investimento più stringenti e molto attenti alle notizie divulgate. Tale categoria ricopre un ruolo importante soprattutto nel contesto italiano per l'elevata diffusione del capitalismo familiare. Gli investitori istituzionali preferiscono gli incontri diretti con l'*investor relator* e con il management, impossibili da organizzare con i *retailers* ai quali possono essere indirizzate di più le interviste con i media. Tra gli investitori privati finanziari vi sono poi i creditori, vale a dire gli obbligazionisti, che hanno bisogno di informazioni di screening preliminari alla concessione del prestito, al fine di valutare il merito creditizio dell'affidatario.

Le società di *rating*

Anche le società di *rating* sono un'importante interlocutore per le aziende quotate in quanto il loro giudizio sul rischio di insolvenza della società emittente influisce sul prezzo di un titolo, sull'immagine aziendale e sul prestigio della società emittente. Sempre più insistenti sono le critiche rivolte alle agenzie di *rating* per il moltiplicarsi di dissesti non annunciati[19]. Soprattutto la crisi finanziaria del 2007 e, non ultimi, i recenti sviluppi del panorama economico internazionale hanno fatto emergere la mancanza di

[19] Per esempio nel caso di Enron, Moody's e Standard&Poor's avevano mantenuto fino a cinque giorni prima del fallimento un giudizio di società *investment grade*, ossia società solida e con capacità di rimborso soddisfacenti.

indipendenza di questi operatori economici e di prudenza nei giudizi attribuiti a determinati strumenti finanziari.

Gli organi di vigilanza

Infine vi sono le autorità pubbliche di vigilanza (come per esempio l'Antitrust, la Banca d'Italia, la Consob, Borsa Italiana) che necessitano di informazioni specifiche sui risvolti finanziari di particolari operazioni realizzate dalle imprese allo scopo di tutelare gli interessi generali della collettività e dei risparmiatori.

Gli intermediari informativi

Nel processo di comunicazione finanziaria assumono un ruolo importante gli intermediari informativi, che si interpongono tra risparmiatore e impresa sia nelle fasi di negoziazione dei titoli di prima emissione sia nella trasmissione di informazioni sul mercato primario e su quello secondario. «*Ciascun intermediario è allo stesso tempo utilizzatore, produttore e divulgatore di informazioni e contribuisce alla circolazione ed elaborazione di informazioni, dando vita ad una vera e propria information industry*» [Bertinetti, 1996: 148].

Tali intermediari vengono definiti operatori *sell side* e possono essere puri come nel caso di analisti e *mass* media oppure misti come i *broker* (mediatori puri), i *dealer* (negoziatori in proprio e per conto di terzi) o i *market maker* (negoziatori specializzati su particolari titoli o tipologie).

Gli intermediari hanno il compito di selezionare i potenziali acquirenti, di analizzare i loro portafogli e di individuare i titoli con omogeneo profilo di rischio-rendimento. Inoltre saranno gli stessi intermediari a definire il contenuto dei messaggi da inviare alle diverse categorie di investitori e ad occuparsi della diffusione di tali messaggi. Sfruttando le proprie conoscenze e competenze cercano di inserire i titoli delle aziende "nuove" per il mercato, per le quali non vi è ancora una relazione di clientela consolidata. Naturalmente bisognerà scegliere il tipo di intermediazione più idoneo, in base alle esigenze di liquidità del titolo: infatti quanto più i titoli sono noti e già trattati sul mercato, tanto meno sarà necessario l'intervento dell'intermediario [Bertinetti, 1996].

Gli analisti finanziari

Importantissimi sono gli analisti finanziari, ossia professionisti che, monitorando la storia delle società, devono redarre periodici finalizzati all'orientamento dei potenziali investitori. Gli analisti, infatti, mettono in luce le strategie di crescita, la capacità finanziaria e reddituale delle imprese e forniscono un giudizio complessivo sul titolo. Le tipologie di informazioni richieste sono varie (per esempio l'esposizione bancaria, i budget, i piani strategici di *business*, la posizione finanziaria netta, ecc.), ma sempre molto dettagliate, analitiche e tempestive. L'*investor relator* deve fare in modo che il numero di analisti che seguono il corso di un titolo sia elevato, vista l'importanza delle loro previsioni sugli utili che incorporano informazioni tempestive [Brown and Rozeff, 1978; Brown *et Al*., 1987; Fried e Givoly, 1982] e le loro previsioni influiscono sui prezzi delle azioni [Givoly and Lakonishok, 1979; Lys and Sohn, 1990; Francis and Soffer, 1997].

2.9.2 *Stakeholders* non finanziari

La seconda macrocategoria è costituita dagli *stakeholders* non finanziari, composta da lavoratori, clienti e fornitori e *mass* media.

I lavoratori

I lavoratori necessitano di informazioni utili alla comprensione dei risvolti sul percepimento degli stipendi o delle possibilità di carriera. La comunicazione nei confronti dei lavoratori ha anche lo scopo di favorire il coinvolgimento e la dedizione nel portare avanti lo sviluppo aziendale.

Clienti e fornitori

Vi sono poi i clienti, che necessitano di informazioni specifiche per riporre fiducia nell'impresa, e i fornitori, che hanno bisogno di informazioni per valutare la solvibilità dei clienti specie nel caso in cui la fornitura richieda elevati investimenti specifici.

I *mass* media

Tra i *mass* media rientrano le agenzie di stampa e di diffusione di dati economici-finanziari, i quotidiani e i periodici economici-finanziari (in Italia Il Sole 24 Ore), gli *opinion makers* nazionali ed esteri. I *mass* media si occupano di reperire le informazioni

principali, di elaborarle e di diffonderle nel mercato. Tale categoria ha un notevole impatto sull'opinione pubblica in virtù dell'ampia diffusione di alcune testate e pertanto la loro importanza non deve essere trascurata.

2.10 Gli effetti della comunicazione finanziaria

2.10.1 Comunicazione finanziaria ed efficienza informativa

In generale una maggiore comunicazione finanziaria riduce inevitabilmente le asimmetrie informative e quindi l'efficienza dei mercati sarà tanto più elevata quanto più gli investitori elaborano le loro aspettative, tenuto conto di tutte le informazioni possibili, anche quelle detenute dagli *insiders*. Comunicare tempestivamente dati e informazioni sempre più integrati con il sistema informativo del management è il modo più efficace per minimizzare le asimmetrie informative e aumentare l'efficienza di mercato. Certamente le nuove tecnologie informatiche consentono di rilasciare un volume considerevole di informazioni, ma allo stesso tempo rende più difficoltoso selezionare quelle effettivamente rilevanti per risolvere le asimmetrie informative e verificare la loro attendibilità [De Cicco, 2010].

Tutti i dati e le notizie che affluiscono al mercato ne influenzano in qualche modo i volumi di scambio e i movimenti nei prezzi dei titoli; in particolare le informazioni che più di altre contribuiscono alle quotazioni sono legate alla diffusione di dati inattesi. Gao ha dimostrato che una maggiore comunicazione finanziaria aumenta uniformemente l'efficienza del mercato: infatti fornire informazioni pubbliche porta i prezzi azionari sempre più vicino al valore fondamentale. Inoltre, in un mercato competitivo, fornire una maggiore e migliore reportistica finanziaria incentiva il carattere informativo dei prezzi azionari per tutti i partecipanti al mercato. Infatti uno degli scopi della reportistica finanziaria è di fornire agli operatori di mercato informazioni relativamente al valore fondamentale di un'azienda e quindi fornire informazioni sui futuri flussi di cassa [Gao, 2008].

2.10.2 Costo del capitale, liquidità dei titoli e seguito degli analisti

Una maggiore efficienza di mercato e, quindi, una riduzione delle asimmetrie informative dovrebbero ridurre lo sconto al quale sono vendute le azioni e quindi ridurre i costi di emissione del capitale.

In letteratura molti studi hanno indagato il legame tra la comunicazione e il costo del capitale. Barry e Brown hanno notato che il costo del capitale è più basso per le imprese con alti livelli di *disclosure*, e quindi con un basso rischio informativo [Barry e Brown, 1986]. Inoltre altri autori hanno riscontrato che per le imprese con alti livelli di *disclosure*, gli investitori possono essere relativamente sicuri che tutte le transazioni azionarie si verificano ad un "giusto prezzo", aumentando la liquidità delle azioni (misurata dal *bid-ask spread*). Per di più un'ampia divulgazione e liquidità del titolo saranno associate ad una maggiore responsabilizzazione istituzionale [Diamond e Verrecchia, 1991; Kim e Verrecchia, 1994].

In secondo luogo le politiche di comunicazione delle imprese influiscono sulla velocità con cui le informazioni si traducono nei prezzi e sul grado di liquidità del mercato. Il continuo problema di selezione avversa riduce la liquidità di base del mercato durante i periodi di mancata comunicazione. Pertanto il mercato sarà liquido (illiquido) nei periodi di non comunicazione quando gli specialisti attribuiscono un'elevata (bassa) probabilità che un'azienda comunicherà senza mezzi termini quando si verifica un evento importante. Quindi esiste una relazione negativa tra le politiche di comunicazione delle aziende e i *bid-ask spreads* (adottati come misura della liquidità del mercato) nei periodi durante i quali non c'è *disclosure.* Welker e Sengupta hanno dimostrato che le imprese con alti *rating* di *disclosure* hanno, in media, minor *bid-ask spreads* e minori costi del debito [Welker, 1995; Sengupta, 1998] .

Inoltre Healy, Hutton e Palepu hanno riscontrato che le imprese con incrementi nei *rating* della comunicazione mostrano miglioramenti in una serie di variabili, compresi i *bid-ask spreads.* Un cambiamento nella reportistica segnala un sostanziale impegno aziendale a comunicare di più rispetto ad un aumento della sola comunicazione volontaria. Un cambiamento nei principi contabili adottati (per esempio il passaggio ai principi contabili statunitensi GAAP o IAS) porta ad una minore

asimmetria informativa la quale implica una minore selezione avversa e, a sua volta, minori *bid-ask spreads*, maggiori volumi di negoziazione e minore volatilità dei prezzi [Healy, Hutton e Palepu, 1999]. Quindi è l'impegno ad aumentare la comunicazione e non meramente la comunicazione volontaria a portare ad una riduzione del costo del capitale [Leuz e Verrecchia, 2000].

Naturalmente la comunicazione finanziaria influisce anche sul prezzo di un titolo di una società quotata: non è sufficiente comunicare bene per ottenere un valore maggiore per il proprio titolo, il quale dipende anche da altre variabili (es. il tasso di crescita degli utili, la qualità del management, la qualità della comunicazione finanziaria e le prospettive del settore). Luca Barbarito ha dimostrato che un buon management ha anche una buona comunicazione finanziaria. Inoltre in un'ottica di lungo periodo entrambe le variabili incidono positivamente sul prezzo dei titoli (P/BV), mentre la variazione degli utili e le prospettive del settore non sembrano influire su tale rapporto. In aggiunta l'importanza della qualità del management e della comunicazione finanziaria è maggiore per le imprese di grandi dimensioni rispetto alle piccole. Il lavoro ha inoltre dimostrato che l'effetto di una variazione della comunicazione finanziaria sul prezzo del titolo è maggiore per le imprese che già comunicano bene: i rapporti P/BV più elevati rispetto alla media sono più sensibili a variazioni sia nella qualità del management che nella comunicazione finanziaria. Quindi per le imprese che hanno maggiori P/BV, cioè hanno un buon management, un buon disegno strategico e una buona comunicazione finanziaria la qualità di quest'ultima è più importante rispetto alle imprese mediocri e che hanno un minor valore percepito [Barbarito, 2002].

Infine una *disclosure* ampia consente agli analisti finanziari di creare informazioni di valore (previsioni e raccomandazioni di acquisto/vendita), aumentando la domanda del loro servizio. In più la comunicazione volontaria riduce i costi per l'acquisizione dell'informazione da parte degli analisti e quindi aumenta la loro offerta. Il numero di analisti che seguono un'impresa dipende non solo dalla dimensione aziendale, dalla volatilità degli utili e dal prezzo delle azioni, ma anche dalle politiche di comunicazione adottate. Infatti le imprese con una maggiore *disclosure* informativa hanno un seguito elevato di analisti, meno dispersione nelle previsioni degli analisti e meno volatilità

nella revisione delle previsioni [Bushan, 1989a, b; Lang e Lundholm, 1993]. Il contatto diretto con l'azienda è la primaria fonte di informazione per gli analisti e per tale motivo comunicazioni imminenti, soprattutto nell'area *investor relations*, attraggono più analisti sia perché queste comunicazioni aumentano la domanda di report degli analisti sia perché riducono i costi sostenuti dagli analisti per fornirli [Lang e Lundholm, 1996]. Inoltre per le imprese con pochi analisti a seguito esiste una significativa relazione negativa tra il costo del capitale proprio e la misura della loro *disclosure* volontaria [Botosan, 1997].

I *rating* attribuiti alla *disclosure* dalla *Association for Investment Management and Research* (AIMR) circa il livello di l'informatività delle pratiche comunicative sono importanti nell'attrarre determinate tipologie di investitori, in particolare quelli istituzionali. Le imprese che migliorano le loro pratiche di comunicazione (e quindi hanno elevati *rating* di *disclosure*) è più probabile che riscontrino un aumento nella volatilità dei rendimenti azionari, almeno nel breve periodo, a causa dell'attrazione di "*transient institutions*", ossia di investitori che hanno orizzonti di breve periodo, preferiscono aziende con alti tassi di crescita, rischiosità elevata e performance azionaria forte. Al contrario, i "*quasi-indexers institutions*" preferiscono imprese con una debole performance di mercato, elevati PBV e *rating* azionari e sono inoltre interessati alla liquidità. Una riduzione della *disclosure* danneggia la capacità di questi investitori di monitorare la performance aziendale in modo efficace, provocando una riduzione nelle loro partecipazioni al fine di prevenire future perdite. Quindi i "*quasi-indexers institutions*" rispondono ai miglioramenti nella *disclosure* più lentamente rispetto ai "*transient institutions*" a causa del loro orizzonte di investimento più lungo. Tuttavia solo cambiamenti nella proprietà dei *transient* sono significativamente associati a cambiamenti nel beta (misura del rischio sistematico), indicando una maggiore sensibilità del prezzo delle azioni ai movimenti di mercato [Bushee e Noe, 2000].

Riassumendo quindi la comunicazione finanziaria è un fattore vincente per qualsiasi impresa per tre motivi fondamentali. In primo luogo una comunicazione chiara e completa riduce le asimmetrie informative e il rischio di liquidità. Inoltre, come già

affermato, ogni azienda può ridurre il costo del capitale e aumentare il prezzo azionario attivando efficaci scambi di informazione con il mercato. Infine un'attenta attività di *investor relations* aumenta il numero di analisti finanziari che seguono l'azienda, aumentando il consenso verso di essa. Il crescente interesse non solo per il corso di un titolo, ma anche per l'assetto organizzativo e istituzionale delle imprese ha portato ad una comunicazione finanziaria sempre più efficiente e tempestiva, confermata dalla diffusione della figura dell'*Investor Relations Manager* [Tamarowski e Renzetti, 2000].

2.10.3 Motivi ed effetti di un mancata comunicazione

Recenti ricerche condotte dalla *National Investors Relations Institute* (NIRI) confermano la tendenza delle imprese a fornire previsioni discontinue o solo quelle annuali in modo tale da focalizzare l'attenzione degli investitori sulla performance di lungo periodo. Innanzitutto la presenza di informazioni sfavorevoli circa la performance futura induce le imprese a cessare di fornire previsioni sugli utili. Inoltre in un ambiente più incerto i manager comunicano di meno, dato che maggiore è la volatilità ed è più difficile fare previsioni sugli utili futuri. Infine le aziende che sperimentano un calo negli investitori informati nella loro base azionaria saranno più propense a smettere di fornire previsioni sugli utili. Pertanto gli "*stoppers*", ossia imprese che cessano di fornire previsioni sugli utili attesi, presentano una prestazione precedente scarsa, un aumento nell'incertezza e una diminuzione degli investitori informati. Tali aziende riscontrano un aumento nella dispersione della previsione degli analisti e una diminuzione della loro precisione, ma nessun cambiamento nella volatilità dei rendimenti o nel seguito degli analisti.

Per di più l'annuncio pubblico di rinuncia alle previsioni indica un certo impegno da parte dell'impresa ad una politica di non divulgazione e fa sì che la mancata comunicazione non venga interpretata come una cattiva notizia dal mercato. Solitamente i manager assumono questo genere di impegno quando si aspettano di non avere buone notizie da comunicare in futuro. Inoltre le imprese sono più propense ad annunciare lo stop delle previsioni se hanno più investitori di lungo periodo perché questi per definizioni negoziano meno frequentemente e subiscono meno pressioni da parte degli analisti. L'evidenza conferma che gli "*announcers*" sono caratterizzati da

minore incertezza, da una prestazione passata più scarsa e da un'alta percentuale di investitori di lungo periodo [Chen, Matsumoto e Rajgopal, 2011].

2.10.4 Le comunicazioni della Banca Centrale

Le comunicazioni da parte della autorità monetarie influiscono sugli sviluppi del mercato finanziario, ma devono essere impiegate con la massima cura. È auspicabile che vi sia trasparenza informativa riguardo allo stato attuale dell'economia dato che questo conduce a una minore volatilità nel tasso di interesse atteso e aiuta i mercati finanziari ad anticipare le decisioni di politica monetaria [Weber, 2010].

Le banche centrali comunicano regolarmente circa la stabilità finanziaria del mercato attraverso la pubblicazione dei *Financial Stability Reports* (FSR) e per mezzo di discorsi e interviste. Gli FSR, da un lato, "creano notizie" nel senso che le prospettive espresse in questi documenti muovono il mercato azionario nella direzione attesa, riflettendosi nei rendimenti azionari in modo duraturo; dall'altro, "riducono il *noise*" nel senso di volatilità di mercato. I discorsi e le interviste, invece, più flessibili e corti, hanno un effetto modesto e non possono ridurre la volatilità. In entrambi i casi l'effetto di questo tipo di comunicazioni dipende dalle condizioni generali di mercato, nonché dal Paese in cui vengono fatte [Born, Ehrmann e Fratzscher, 2011].

Per esempio le comunicazioni della banca centrale statunitense producono effetti significativi sui ritorni e sulla volatilità del mercato finanziario: la reazione del mercato è relativamente più ampia quanto più formale è la comunicazione e importante il ruolo ricoperto dall'interlocutore all'interno della *Federal Reserve* (in particolare il presidente e il vice-presidente esercitano un'influenza più ampia). Con riguardo alle comunicazioni della banca centrale, il mercato tende a reagire alle notizie rilasciate dalle agenzie di stampa anziché dare una propria interpretazione della fonte originaria dell'informazione. Questo porta a dedurre che le notizie originate da interventi o da comunicazioni formali e diffuse dai media guidano i mercati finanziari in misura maggiore. Tuttavia molte della comunicazioni informali dei funzionari della FED contengono informazioni utili sul corso della politica monetaria, ma non tutte sono riportate dai notiziari [Hayo, Kutan e Neuenkirch, 2008].

CAPITOLO 3

LE *INVESTOR RELATIONS* E LA FIGURA DELL'*INVESTOR RELATIONS MANAGER*

3.1 Introduzione

Nel capitolo precedente è stata ampiamente illustrata l'importanza della comunicazione economico-finanziaria per garantire all'impresa la giusta visibilità e credibilità. Infatti, se la comunicazione economico-finanziaria è progettata in modo corretto, essa rappresenta una fonte di vantaggio competitivo per tutte le aziende che sono in competizione nella raccolta di capitale nel mercato. ≪*That competition is won not just by the better company- that helps, of course, but by the company that's better known, better understood, and has done a better job of building investor confidence.*≫ [Marcus e Wallace, 1997: 2].

La parte iniziale del capitolo è dedicata all'illustrazione del concetto di *investor relations*, sottolineando la loro importanza strategica e il loro ruolo nella creazione e diffusione del valore aziendale. Si prosegue poi descrivendo la figura professionale dell'*Investor Relations Manager* (IRM), gli obiettivi e compiti che è chiamato ad assolvere, nonché le competenze richieste per ricoprire tale ruolo. La seconda parte del capitolo affronta nel dettaglio i principali obiettivi ed effetti delle attività di *investor relations*, con particolare attenzione agli aspetti organizzativi. Le relazioni con gli investitori, infatti, non consistono semplicemente nel fornire informazioni economico-finanziarie, ma anche nell'organizzazione di incontri con la comunità finanziaria che necessitano di una corretta pianificazione e gestione come qualsiasi attività di comunicazione. Infine verrà illustrata l'evoluzione subita da tali attività nel corso del tempo grazie anche all'avvento di Internet e all'emergere di tematiche come la responsabilità sociale d'impresa che le *investor relations* sono chiamate ad affrontare.

3.2 Le relazioni con gli investitori e il loro ruolo nella diffusione del valore

3.2.1 Che cosa si intende per *investor relations*?

Dato che la comunicazione è fortemente condizionata dalle specificità di ciascuna impresa e dalla caratteristiche dei diversi destinatari è necessario trovare equilibrio tra contenuti e messaggi comunicati. Una politica di comunicazione integrata e allargata allora si può comporre di due elementi [Minnetti, 2006]:

- *Investor relations*, che hanno lo scopo di stabilizzare l'andamento del titolo, di ampliare l'assetto societario e di modificare la composizione dell'azionariato, rivolgendosi principalmente agli *stakeholders* finanziari per mezzo di visite in azienda, pubblicità finanziarie e periodiche, incontri *one-to-one*, ecc.;
- *Media relations*, che hanno lo scopo di aumentare la notorietà del top management e di rafforzare l'immagine aziendale, rivolgendosi agli *stakeholders* non finanziari per mezzo dei media tradizionali e prodotti editoriali come l'*house organ*, *magazine* interni, ecc.

In questa sede si analizzeranno le *investor relations*, che il *National Investor Relations Institute* (NIRI) definisce come:

«*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*» [NIRI, 2011].

Mentre Marston come: «*the link between a company and the financial community, providing information to help the financial community and the investing public evaluate a company*»[Marston, 1996: 477].

Le aziende quotate hanno l'obbligo di comunicare tutti gli elementi relativi alla loro operatività sul mercato, nonché le strategie messe in atto e gli obiettivi raggiunti. Per questo motivo le *investor relations* sono fondamentali per garantire trasparenza agli azionisti, soprattutto in occasione di eventi straordinari (acquisizioni, fusioni, cambiamento nella struttura capitale) e per scongiurare i reati di abuso di mercato. In tale contesto risulta fondamentale l'attività dell'*Investor Relations Manager* (IRM) o

Officer (IRO) che, grazie ad una conoscenza aggiornata e puntuale della normativa disciplinante la comunicazione finanziaria, affianca il top management nella gestione dei rapporti con la comunità finanziaria.

3.2.2 L'importanza strategica delle *investor relations*

L'importanza strategica delle IR ha spinto molte imprese a nominare responsabili interni o ad avvalersi della consulenza esterna di aziende specializzate. In base ad uno studio sull'andamento dei prezzi azionari di aziende che hanno annunciano la nomina di un responsabile IR o l'assunzione di un'azienda specializzata in tale funzione si è riscontrato in media un ritorno positivo enorme nel giorno dell'annuncio stesso [Vlittis e Charitou, 2011]. L'investimento in attività di *investor relations* è stato percepito come un impegno alla trasparenza e un segnale del buon governo dell'impresa, contribuendo al suo valore, riducendo il costo del capitale e aumentando il flusso di cassa. Inoltre l'analisi *cross-sectional* ha indicato che le imprese con valutazioni più basse (misurate dalla q di Tobin), scarsa liquidità (misurata dalla media dei *bid-ask spreads*), più elevato rischio idiosincratico e maggiore pacchetto azionario posseduto dal CEO hanno beneficiato maggiormente di questi investimenti nelle IR. Per di più nell'anno successivo l'annuncio c'è stata una riduzione dell'asimmetria informativa e un significativo aumento della liquidità, visibilità e valutazione delle IR aziendali.

Dallo studio è emerso che le aziende che si sono rivolte a specialisti esterni possono trarre vantaggio dall'esperienza e specializzazione che i professionisti hanno in questa funzione e possono anche beneficiare dei contatti che queste aziende hanno con la comunità finanziaria. Inoltre avere a che fare con una ditta di IR rispettabile non fa altro che aggiungere credibilità allo sforzo aziendale e lanciare un segnale positivo al mercato. Dall'altro lato, creare un dipartimento interno di IR con la nomina di un esperto consente alle imprese di controllare e coordinare meglio la funzione. Un IRM è potenzialmente più informato riguardo all'azienda e può comunicare il messaggio aziendale meglio rispetto ad un ufficio esterno, nonché dà un segnale di impegno di lungo termine. Si è riscontrata una significativa diminuzione dei *bid-ask spreads* e un aumento dei volumi per le aziende con IR esterno, mentre c'è aumento del seguito e della proprietà da parte di investitori istituzionali per le aziende con IR interno. Quindi

le imprese di IR esterne aumentano la liquidità, possibilmente attraverso un migliore copertura dei media e una migliore distribuzione delle informazioni alla comunità finanziaria, mentre i dipartimenti interni di IR sono creati soprattutto per attrarre analisti e investitori istituzionali.

In conclusione, gli investimenti in IR sono segnali positivi del valore aziendale, facendo sì che il prezzo delle azioni rifletta in modo più accurato i fondamentali. Tra gli aspetti negativi delle IR vi sono che alcune attività possono aumentare temporaneamente e artificialmente i prezzi delle azioni e portare a schemi "*pump and dump*"[20]. Inoltre gli investimenti in IR possono portare imprese di piccola e media capitalizzazione ad imitare il comportamento di aziende più grandi o i *late adopters* ad imitare coloro che per prime hanno adottato la funzione IR, senza necessariamente goderne dei benefici [Vlittis e Charitou, 2011].

3.2.3 *Investor relations* e il valore d'impresa

Le *investor relations* sono attività strategico-istituzionali che devono fornire un'accurata rappresentazione della performance economico-finanziaria dell'impresa, del suo modello di *business* e delle prospettive future con lo scopo di diffondere sul mercato il valore creato all'interno del percorso di sviluppo aziendale [Lambiase, 2001]. Bulgari è un esempio di come le IR hanno contribuito alla diffusione e comunicazione del valore e dell'elevato potenziale di crescita dell'impresa, nonostante le dimensioni limitate e un'azionariato interamente familiare. Le IR hanno quindi permesso di raccogliere capitali nel mercato finanziario, di agevolare i rapporti di convivenza tra gli azionisti portando ad una crescita del fatturato del 30% tra il 1992, anno della quotazione, e il 1998 [Tamarowski e Renzetti, 2000].

Il compito principale delle relazioni con gli investitori è quello di diffondere al mercato le informazioni finanziarie, patrimoniali e reddituali dell'impresa, dando visibilità al suo valore intrinseco e alle strategie presenti e future.

---

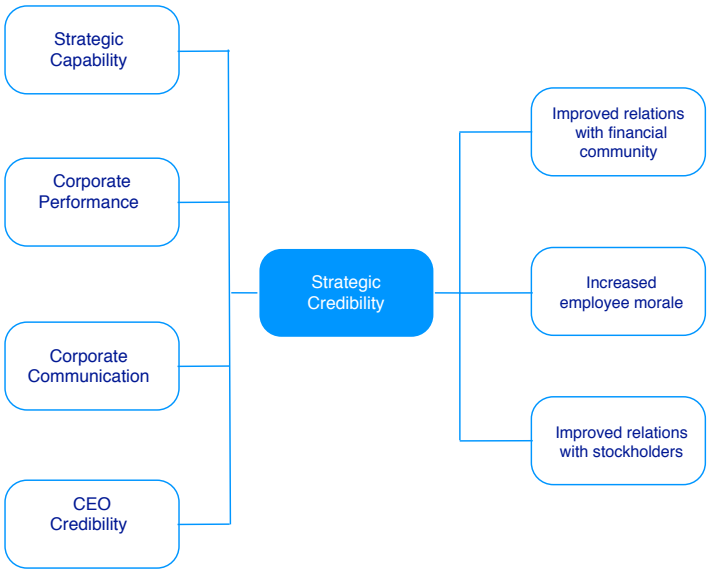
[20] ≪Con il termine *pump & dump* (tradotto "pompa e sgonfia") ci si riferisce ad una tipologia di frode che consiste nel far lievitare artificialmente il prezzo di un'azione a bassa capitalizzazione con l'obiettivo finale di vendere titoli azionari acquistati a buon mercato ad un prezzo superiore. Mentre una volta la truffa veniva attuata attraverso telefonate, oggi grazie a Internet è possibile raggiungere via mail un numero sempre più elevato di utenti in pochi secondi≫ (Borsa Italiana, 2011).

Per valore d'impresa si intende il valore economico del capitale e per le società quotate la capitalizzazione di borsa viene spesso considerata come una stima del valore aziendale, perché si crede che sia il mercato a decidere in ultima istanza quanto valga un'impresa. L'*investor relations manager* consente un adeguato apprezzamento del valore economico del capitale da parte del mercato e permette di ridurre il *gap* esistente tra il valore di mercato e quello intrinseco, dovuto alle asimmetrie informative che non consentono di riflettere interamente il potenziale d'impresa [Perrini e De Lisio, 2001]. Una corretta gestione di tale *gap* comporta numerosi vantaggi tra cui un migliore controllo strategico e, quindi, una riduzione del rischio di scalate ostili e l'attrazione di investitori nazionali ed internazionali.

Le variazioni del valore aziendale sono strettamente legate al numero e alla tipologia di analisti che seguono il titolo. Infatti, l'investitore istituzionale si serve molto delle ricerche e dei giudizi formulati dagli analisti, che influiscono sul corso di un titolo. Per questo motivo la relazione tra valore aziendale e *investor relations* è ancor più forte e importante: quanto più accurato è il lavoro dell'IRM con l'analista, tanto più chiari saranno i fattori chiavi del modello di *business* dell'azienda [Chen, Chan e Steiner, 2002].

Il valore aziendale si esprime attraverso la credibilità strategica dell'impresa, che è il frutto della combinazione di quattro elementi, ossia la performance passata, la strategia di comunicazione aziendale (aperta, specifica e tempestiva), la credibilità del CEO (in termini di immagine, reputazione e visibilità) e la capacità strategica. In particolare, la capacità strategica è la determinante principale della credibilità strategica che, a sua volta, è determinata dalla solidità della strategia aziendale e dall'efficacia dei processi di pianificazione (Figura 3.1).

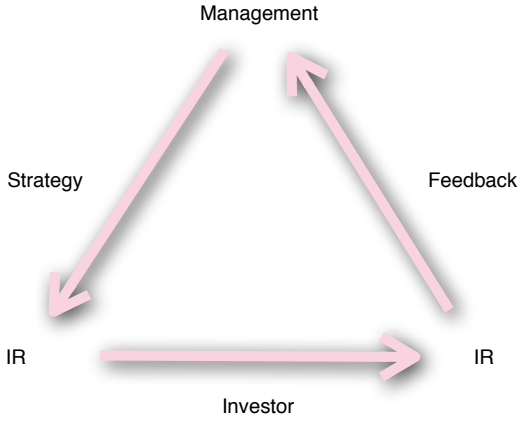
Figura 3.1: Il modello della credibilità strategica



Fonte: Higgings, 2000, 12

I fattori chiave di successo delle comunicazioni strategiche e finanziarie partono sempre dal supporto, dall'impegno e dall'attivo coinvolgimento del top dell'organizzazione. Infatti il CEO è il primo a contribuire alla credibilità strategica dell'azienda; la mancanza di visibilità o la scarsa accessibilità potrebbero smorzare l'interesse di analisti e investitori verso l'azienda. Naturalmente questo non significa che una strategia di comunicazione di successo si fermi all'apice della piramide organizzativa, ma è il frutto di uno sforzo collaborativo e di uno stretto collegamento tra il *senior management*, le IR e coloro che si occupano di comunicazione. Il segreto di un approccio integrato e ben coordinato alla comunicazione è attribuibile all'organizzazione delle attività di *investor relations*. Esse, infatti, costituiscono un link tra l'azienda e la comunità finanziaria, il quale informa ed educa gli operatori esterni circa la strategia aziendale, le future direzioni, i prodotti chiave. A sua volta l'IR prende le visioni degli operatori esterni condividendole con il *senior management*. Il flusso informativo per le IR è sostanzialmente un triangolo che include il management, le IR e gli investitori. Le informazioni strategiche fluiscono dal management agli investitori attraverso le IR e il ritorno dagli investitori al management attraverso le IR (Figura 3.2).

Figura 3.2: Il triangolo delle IR



Fonte: Higgings, 2000, 78

Pertanto le IR stanno diventando parte integrante del circolo interno del management e del circolo informativo. La figura dell'IRM si è evoluta passando da semplice messaggero di informazioni finanziarie al mercato ad *asset manager* e collaboratore nel processo di creazione del valore per gli azionisti [Higgings, 2000].

3.3 La figura dell'*investor relations manager*

3.3.1 Chi è l'*investor relator*?

Già nel corso del secondo capitolo si era sottolineato che diversi sono i soggetti coinvolti nell'attività di comunicazione economico-finanziaria, dal presidente all'amministratore delegato, dal direttore finanziario al responsabile ufficio relazioni esterne. «*La comunicazione economico-finanziaria deve essere vista e gestita come una grande orchestra che si avvale di molti musicisti e di svariati strumenti, ma di un medesimo partito musicale che deve essere interpretato da tutti sebbene con toni differenti*» [Corvi, 2000: 588]. Dato per assodato ciò, bisogna tuttavia sottolineare come molte imprese sia avvalgono di un particolare "direttore d'orchestra" (per riprendere la metafora appena citata), ossia dell'*Investor Relations Manager* (IRM) o *Officer* (IRO).

Tale figura professionale nasce ufficialmente nel 1969, a seguito della fondazione del NIRI con il quale si cercò di promuovere la diffusione di principi e criteri deontologici importanti per il corretto svolgimento di questa particolare attività di comunicazione finanziaria.

In generale l'IRM rappresenta una società quotata all'interno della comunità finanziaria ed ha il compito di gestire e coordinare i rapporti con investitori ed intermediari, nazionali ed internazionali. L'*investor relator* rappresenta il punto di contatto tra i vertici aziendali ed gli analisti finanziari, cioè il punto di snodo dei flussi informativi, in entrata e in uscita dall'azienda, che possono influire sul prezzo del titolo. Egli ha il compito di convincere il mercato della bontà delle strategie di creazione del valore e alimentare la fiducia degli investitori, creando una buona *value proposition* [Giussani, 2004]. Come già accennato nel capitolo precedente tale figura professionale è rilevante anche per quelle imprese che ancora non hanno scelto il mercato dei capitali come opportunità di crescita, ma che ugualmente si confrontano con soggetti istituzionali rilevanti [Lambiase, 2001].

L'*investor relations manager* dovrebbe essere parte integrante della cerchia interna del management. Questo significa che deve essere coinvolto, attivamente impegnato e partecipante insieme al *senior management* alle attività e iniziative dell'azienda: tanto più è vicino al top management tanto maggiore sarà la sua credibilità presso gli investitori [Higgings, 2000].

3.3.2 L'evoluzione del ruolo dell'IRM

Mano a mano che la gestione delle relazioni con la comunità di investimento è diventata significativamente più complessa anche la figura dell'IRM, che si è evoluta nel corso del tempo. Fino al 1975 tale ruolo era ricoperto da personale PR spesso con scarsa comprensione del mondo finanziario, ai quali veniva richiesto di inviare i prospetti dei dividendi o degli utili agli investitori e talvolta di organizzare gli incontri. Lo scandalo di Enron e i cambiamenti legislativi delle banche di investimento hanno indotto le imprese a comunicare direttamente con gli investitori istituzionali più di frequente. Le nuove dinamiche di mercato, quindi, hanno fatto sì che le imprese si avvalessero di persone con un'acuta perspicacia finanziaria e una forte esperienza per essere al servizio del top management [Randerson, 2007]. Oggi l'IRM è una persona con un forte background finanziario e con una profonda conoscenza sia della finanza aziendale sia del mercato dei capitali [Marcus e Wallace, 1997].

L'*investment banker* aziendale sembra allora essere il candidato ideale per ricoprire questo ruolo, tuttavia si occupa solo di una dimensione delle IR e non è in grado di fornire un servizio di ampia scala. Spesso il suo punto di vista è limitato alla propria attività e i contatti con la comunità finanziaria rientrano nel circolo di amici e delle relazioni di *business,* portando ad un conflitto di interesse.

Le imprese di grandi dimensioni con elevati budget a disposizione si dotano di un IRO interno il quale conosce bene l'azienda, il management, le attività, gli obiettivi e può diventare quindi il portavoce dell'impresa meglio di chiunque altro. Egli deve avere contatto diretto, ascolto e rispetto da parte del CEO o CFO; in caso contrario non godrà di credibilità e fiducia nelle comunità finanziaria.

In molti casi le imprese si rivolgono anche ad un IRO esterno, cioè un vero specialista che si occupa del sito, dei contatti personali, opera in stretto contatto con la comunità e la stampa finanziaria, è un esperto di marketing, conoscitore delle regolamentazioni e una fonte affidabile di informazioni economico-finanziarie [Marcus e Wallace, 1997].

In Italia gli IRO sono riuniti all'interno dell'Associazione Italiana Investor Relations (AIR), che ha lo scopo di promuovere tale figura professionale e la qualità della comunicazione istituzionale tra società quotate e comunità finanziaria. L'associazione, quindi, diventa un punto di riferimento per chi esercita tale professione, offrendo opportunità di crescita professionale grazie allo sviluppo di specifiche competenze e diffondendo l'adozione di un codice di comportamento e di *best practise.* Infatti i membri dell'associazione devono accettare l'adozione di alcuni standard di condotta nello svolgimento delle attività di *investor relations*. Innanzitutto deve operare con lealtà e correttezza nei confronti sia della società rappresentata sia della comunità finanziaria, rispettando gli standard di professionalità e garantire il trattamento paritario di tutti gli *stakeholders*, assicurando la diffusione tempestiva di informazioni veritiere, complete e chiare, senza abusare della propria posizione e di notizie non ancora rese pubbliche. Deve rispettare le regolamentazioni ed è suo impegno collaborare con l'autorità di mercato. Inoltre AIR offre alle società quotate l'opportunità di ricercare

figure professionali da inserire nell'area delle *investor relations*, dotandole di maggiore visibilità [associazioneir.it].

3.3.3 Gli obiettivi e i compiti dell'IRM

I principali obiettivi dell'*investor relations manager* sono i seguenti:

a) Aumentare il *coverage* degli analisti finanziari al fine di garantire una maggiore visibilità all'impresa con conseguente aumento dei volumi di negoziazione e ripercussioni sul valore del titolo;

b) Diminuire la dipendenza dagli investitori nazionali, dato che il mercato finanziario italiano è costituito da investitori istituzionali dalle dimensioni ridotte e con un portafoglio di investimenti molto diversificato. Pertanto per le imprese italiane è molto difficile attrarre l'attenzione dei grandi fondi di investimento esteri. A tal proposito l'*investor relations manager* sfrutta i *roadshows* con gli investitori stranieri per far conoscere le strategie di sviluppo futuro dell'azienda;

c) Monitorare i concorrenti. L'attività di *benchmarking*, anche finanziario, permette di capire il posizionamento dell'impresa all'interno del settore di riferimento e le principali scelte strategiche dei concorrenti, soprattutto in tema di rilascio della *guidance*;

d) Ridurre il *gap* tra valore aziendale e di mercato, favorendo la corretta valutazione dell'azienda da parte di intermediari e investitori. Dato che il mercato non è completamente perfetto ed efficiente possono verificarsi sovravalutazioni/ sottovalutazioni delle potenzialità della società che l'*investor relations* avrà il compito di "correggere".

L'IRM assume il ruolo di tramite tra l'imprese e il mercato nell'assicurare un'immagine coerente con l'orientamento strategico di fondo e quindi capace di attrarre capitali sufficienti. Tramite correttezza, tempestività e attendibilità delle informazioni si costruisce un rapporto di fiducia con il mercato che porta ad un maggiore afflusso di capitali, a minori costi e ad una maggiore liquidità del titolo [Terzani, 2004].

L'*investor relator* è coinvolto nella redazione e nel controllo della documentazione obbligatoria, soprattutto nelle società più piccole. Egli si occupa poi della più svariate attività di comunicazione finanziaria (sito istituzionale, supporto al top

management, CSR, ecc.), avendo come interlocutori principali gli analisti *sell-side*, gli investitori istituzionali, gli analisti *buy-side*, gli azionisti di maggioranza, le agenzie di *rating*, gli azionisti *retail*, Borsa Italiana, Consob, investitori CSR e la stampa [Giussani, 2011]. Da uno studio condotto da AIR nel 2010 emerge che egli dedica più tempo alle relazioni con gli analisti *sell-side*, alle presentazioni della società (con un buon mix tra *layout* e contenuto delle presentazioni), ai *roadshows*, alle *conference calls*, alle relazioni con la parte *buy-side*, agli investitori, agli azionisti, ai doveri legali, alla stampa e al sito web, alle attività educative e, infine, alle relazioni con le agenzie di *rating*.

Non è possibile valutare l'operato dell'IRM separatamente da quello dell'impresa nel suo complesso, difficoltà dovuta anche all'assenza di una precisa normativa. Per tale motivo è importante definire in modo preciso l'attività e il campo d'azione specifico delle IR [Terzani, 2004]. Solitamente la qualità delle attività dell'IRM viene valutata in base al numero di *roadshows* e di conferenze di settore tenute durante un anno, oppure al numero di analisti che seguono il titolo aziendale o alla base azionaria, ma in generale la quotazione di un titolo non è direttamente correlabile all'attività dell'IRM perché ci sono troppe variabili che non possono essere controllate da quest'ultimo.

La formazione e l'aggiornamento di queste figure professionali è medio-alta, anche se poco tempo viene dedicato alle tecniche di comunicazione. Le principali aree di miglioramento sono, quindi, la comunicazione verso l'interno, l'identificazione degli azionisti, la raccolta dei dati finanziari, il monitoraggio dei concorrenti e il *benchmarking* con essi [Giussani, 2011].

3.3.4 Le competenze e le conoscenze per gestire le relazioni con gli investitori

Al fine di mantenere e diffondere la credibilità dell'azienda, l'IRM deve avere una conoscenza completa della propria impresa e mettere in evidenza le prospettive di crescita future. La sua conoscenza del mercato dei capitali è alla base delle competenze richieste per comunicare con il pubblico degli investitori istituzionali, capire ed interpretare le attese del mercato e a monitorare i concorrenti. Inoltre, deve comunicare e trasmettere le informazioni non finanziarie che non trovano esplicitazione nelle voci di bilancio, ma che hanno importanza strategica per l'impresa. Le sue competenze sono

quindi una *summa* di discipline diverse, cioè di finanza e bilancio, di diritto, di marketing e comunicazione [Lambiase, 2001].

In particolare, risulta essere importante il background finanziario di queste figure professionali, tant'è che gli IRM con esperienza finanziaria guadagnano il 20% in più rispetto ai colleghi che provengono da aree come il marketing o la comunicazione. Inoltre una comunicazione più dettagliata incoraggia discussioni a livello quantitativo che richiedono effettivamente all'IRM di avere una completa comprensione del bilancio. Un altro fattore che richiede all'IRM di avere un forte background quantitativo è l'influenza discendente degli analisti *sell-side*. Questi, infatti, a causa della forte riduzione dei compensi, sono passati agli *hedge fund* alla ricerca di guadagni più alti, lasciando agli IRM il compito di comunicare direttamente con gli investitori istituzionali [Randerson, 2007].

Pertanto l'IRM non solo deve conoscere in modo approfondito l'attività operativa e finanziaria dell'impresa, le sue politiche e strategie, ma deve possedere anche competenze amministrative e legali (dato che è responsabile dell'informativa obbligatoria e volontaria), nonché capacità di analisi e contrattazione per valutare il lavoro svolto dai professionisti esterni a cui si aggiungono competenze tecniche specifiche del mondo della comunicazione e dei media. Le doti comunicative di tale figura professionale sono, infatti, estremamente importanti e per questo motivo fino a poco tempo fa in molti organigrammi aziendali italiani la funzione delle IR era subordinata a quella delle relazioni pubbliche [Corvi, 2000].

Oggi l'IRM opera a stretto contatto e interagisce continuamente con le altre funzioni aziendali al fine di raccogliere le informazioni utili e garantire una comunicazione continua e tempestiva nei confronti degli interlocutori esterni. In particolare, ha un rapporto diretto con l'Amministratore Delegato con il quale cerca di condividere strategie e contenuti della comunicazione finanziaria; grazie poi al supporto dell'area amministrazione, finanza e controllo e (se presente) anche dell'area M&A, vengono attinti i dati strategici ed economico-finanziari da spiegare all'esterno. Pertanto l'IR è strettamente interconnesso con le altre funzioni aziendali interne, ma allo stesso

tempo deve essere indipendente e nella condizione di poter riportare direttamente al CEO, senza intermediari.

Oltre ad elevate competenze sono richieste anche rilevanti qualità personali come il rigore etico, lo spessore professionale e la capacità di suscitare la fiducia dei propri interlocutori [Corvi, 2000].

3.4 Gli obiettivi e gli effetti delle attività di IR

3.4.1 L'applicazione del concetto di marketing alle *investor relations*

Uno degli aspetti che contribuiscono al successo delle *investor relations* è il concetto di relazione. Vengono infatti impiegate un serie di tecniche, strategie e pratiche di comunicazione allo scopo di comunicare, educare e convincere i soggetti ad investire in una data impresa. La relazione tra fornitore e investitore non è altro che un processo di marketing[21], i cui principi vengono spesso ignorati nel campo delle IR. Al campo delle *investor relations* è possibile applicare i principi guida del *service marketing*, dato che un investimento ha caratteristiche simile a quelle di un servizio [Marcus e Wallace, 1997].

In tale contesto il marketing non è certamente inteso come vendita del titolo sul mercato, ma come disciplina di cui si sfruttano gli strumenti per l'individuazione del *target*, per la scelta dei contenuti e la definizione del piano di azione [Lambiase, 2001].

Saper veicolare i prodotti e i servizi verso il *target audience* è sicuramente importante, ma lo é altrettanto focalizzarsi e presentare il proprio messaggio, cioè come ci si posiziona rispetto al *target*. Un buon posizionamento consiste nel definire le aspettative dei consumatori, cercare di soddisfare tali aspettative con un prodotto nuovo e infine cercare di indirizzare il mercato verso il prodotto. Naturalmente il posizionamento è dinamico e può cambiare nel corso del tempo ed è efficace se distingue un'impresa da tutte le altre [Marcus e Wallace, 1997].

---

[21] Tradizionalmente il marketing è stato inteso come l'insieme della attività dirette al flusso di beni e servizi dal produttore al consumatore (American Marketing Association, 1948: 210), i cui unici strumenti erano le 4P del marketing mix (*Product, Price, Place, Promotion*). Oggi la definizione di marketing è molto più ampia, dato che viene visto come l'insieme di attività e processi per la creazione, comunicazione, distribuzione e scambio di beni e servizi che ha valore per clienti, consumatori, partner e per la società in generale (American Marketing Association, 2007).

Come già detto le *investor relations* consistono in un sistema di interazione e comunicazione a due vie frequente, estensivo, pro-attivo e diversificato. A tal proposito Tuominen ha sviluppato il concetto di *investor relationship marketing*, ossia l'attività continua e pianificata di gestione che identifica, stabilisce e mantiene le relazioni benefiche di lungo periodo tra l'azienda e i suoi investitori attuali e potenziali. Gli investitori quindi potrebbero essere disposti a sacrificare i premi di breve periodo nell'attesa dei benefici di lungo periodo dalla relazione con l'impresa [Tuominen, 1997:47-50].

Per tale motivo la relazione stessa tra impresa e investitori può essere analizzata da una prospettiva di marketing, che nella gestione delle *investor relations* può aumentare la performance di mercato e così il valore per gli azionisti, riducendo il costo dell'attivismo degli azionisti.

Lo *shareholder activism* (che può essere operativo, tattico o strategico) deriva dalla separazione tra autorità e controllo, che, come già visti nei capitoli precedenti, dà luogo ai problemi di agenzia. Gli azionisti, in quanto proprietari dell'impresa, hanno il diritto di opporsi al consiglio di amministrazione se credono che questo non sia stato in grado di controllare l'operato del management. Gli azionisti, allora, hanno tre alternative: vendere le loro azioni (*exit*), tenere le loro azioni e manifestare il loro disappunto (*voice*) oppure tenere le loro azioni e non fare nulla (*loyalty*).

Allo scopo di evitare un calo nella performance di mercato e, quindi, del valore azionario, il marketing può intraprendere della azioni per ridurre gli eventuali disallineamenti tra lo stato desiderato e quello attuale della relazione impresa-investitori, usando cinque fattori relazionali (orizzonte temporale, attitudine e percezione del rischio, orientamento alla relazione, fiducia, impegno e reciprocità) come leve del cambiamento [Srivastava *et Al.*, 1998].

Per scongiurare il rischio di attivismo, gli orizzonti temporali tra azionisti e impresa dovrebbero essere allineati e l'attitudine e percezione del rischio delle parti conformi. Inoltre il comportamento dell'impresa e degli investitori dovrebbe essere guidato da un orientamento alla relazione di tipo cooperativo, in cui entrambe le parti ricercano il bene comune. Le parti devono poi avere forte fiducia l'un l'altra e

impegnarsi nella relazione, portando a motivazione, coinvolgimento e obbedienza alle politiche organizzative [Hoffman e Pennings, 2009].

Un approccio di marketing relazionale è, quindi, particolarmente adatto per approfondire la relazione tra cliente e venditore di servizi finanziari. Tra le caratteristiche principali della relazione vi è la fiducia, indispensabile per il suo sviluppo e mantenimento, soprattutto perché le aziende finanziarie sono responsabili della gestione dei fondi dei propri clienti e della natura dei servizio finanziario fornito. Altrettanto importanti sono la qualità del servizio e il tempo di attesa. La rilevanza e la comprensibilità dell'informazione sono importanti così come il coinvolgimento, cioè il grado di importanza e di rilevanza dell'attaccamento del cliente alle informazioni dei servizi finanziari. Dalla relazione possono scaturire soddisfazione, lealtà e impegno dei clienti, cioè dimensioni che indicano la qualità e la forza della relazione stessa [Hansen, 2010].

3.4.2 Gli obiettivi delle attività di IR

Le *investor relations* devono fornire agli investitori (attuali e potenziali) tutte le informazioni necessarie per una corretta valutazione dell'investimento nei titoli dell'impresa [Corvi, 2000]. Si tratta, quindi di consentire ai portatori di interesse di formarsi un'opinione corretta del *business* su cui investono.

Tra gli obiettivi primari delle IR vi è quello di aumentare la visibilità dell'azienda e quindi la sua conoscenza all'interno della comunità finanziaria.

Per fare ciò è necessario innanzitutto individuare la tipologia di investitori e analisti interessati al profilo finanziario dell'impresa. Tramite le IR si cerca di attrarre investitori coerenti con i bisogni di risorse finanziarie dell'azienda, di aumentare la flessibilità delle fonti di risorse, di ridurre il costo del capitale e la dipendenza dal mercato dei capitali nazionale, modificare la base azionaria, scoraggiare tentativi di scalata e garantire un prezzo dell'azione coerente con il potenziale dell'impresa. Un efficace programma di IR spiega il settore di riferimento dell'impresa e il suo ambiente, enfatizza le future prospettive, si focalizza sulle strategie e opportunità di lungo termine, spiega i recenti sviluppi e decisioni, evita la creazione di eccessive aspettative e affronta le notizie cattive in modo aperto e onesto [Farragher, Kleiman e Bazaz, 1994].

Inoltre bisogna individuare i *key investment messages* da comunicare alla comunità finanziaria (es. la strategia di *business*, i risultati finanziari, il valore degli *asset* intangibili, la politica dei dividendi, ecc.), selezionare gli argomenti trattati, incontrare gli investitori con frequenza e regolarità per renderli partecipi.

Infine bisogna individuare i criteri di valutazione delle attività di IR, come ad esempio il prezzo dei titoli, la volatilità, i volumi trattati, ecc. Uno strumento efficace è il *perception study*, ossia il confronto tra le interviste ad un campione di investitori, analisti e gestori e le risposte fornite dal management interno [Dell'Edera, 2003].

Criteri più generali considerati per valutare la comunicazione finanziaria e l'attività di *investor relations* sono la tempestività e aggiornamento (obblighi normativi, esigenze di agenda del CdA, sovrapposizione comunicazione dei concorrenti); la forma e struttura (schemi riclassificati, fruibilità delle informazioni, presentazioni aziendali e comunicati stampa, continuità degli strumenti e schemi di comunicazione); l'ampiezza e comparabilità (informazioni pubbliche e facilmente reperibili, info di settore a pagamento); l'informativa volontaria (bilancio sostenibile, *risk management*, profili manageriali e meccanismi di remunerazione del top management); la copertura temporale; l'apertura internazionale; l'analiticità e completezza dell'informativa.

Comunicano meglio le società che hanno desiderio di comunicare meglio, con una buona struttura di amministrazione e controllo, che decidono di investire sulla funzione IR, a cui il top management dedica del tempo. Non esiste quindi una comunicazione corretta, ma un modo corretto di comunicare.

È possibile riassumere gli scopi principali delle *investor relations* in:

a) Utili e flussi di cassa. Rappresentano i ritorni dell'investimento compiuto e costituiscono solo una parte delle capacità dell'impresa di avere successo (sono infatti una misura del passato immediato e non del futuro). Ciò che conta è il grado con cui queste misure di solidità finanziaria dimostrano la capacità continuativa dell'impresa di guadagnare e il loro contributo al valore;

b) Management. Si riferisce non solo alle capacità, al vigore, all'intelligenza, ma anche all'abilità dei manager di vedere chiaramente l'impresa, il settore e l'intera

economia. La capacità del management di gestire giorno per giorno i problemi aziendali e di elaborare piani realistici di lungo termine;

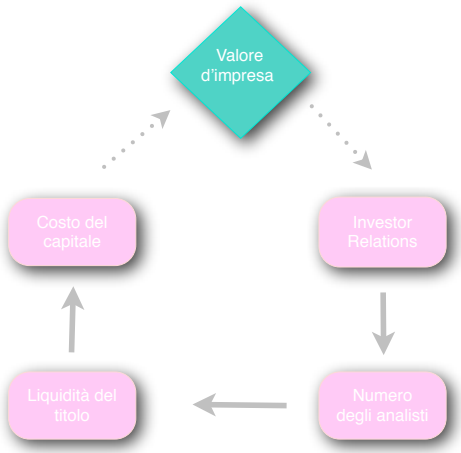
c) Piani, ossia i programmi strategici che l'impresa intende metter in atto, gli obiettivi e le relative conseguenze.

Qualora questi tre elementi siano compresi dalla comunità finanziaria e progettati in modo coerente e credibile, allora l'impresa può competere con successo nel mercato dei capitali e dedicarsi alle IR. Il *feedback* da parte della comunità finanziaria permette di misurare il successo e, in generale, la performance delle attività di IR. In particolare si riflette nella facilità con cui l'impresa si relaziona con il mercato dei capitali (dalle banche al mercato azionario), in un aumento della liquidità e in un'elevata valutazione delle azioni d'impresa [Marcus e Wallace, 1997].

3.4.3 Gli effetti prodotti dalle relazioni con gli investitori

Brennan e Tamarowski propongono un interessante schema secondo cui la comunicazione economico-finanziaria e, in particolare, le *investor relations* influiscono indirettamente sul valore di mercato delle azioni di un'impresa. In base a tale schema, infatti, esiste una forte correlazione tra le attività di comunicazione finanziaria e il numero di analisti che seguono l'impresa: una maggiore copertura dei titoli incrementa la loro liquidità, comportando una riduzione del costo del capitale e apportando, quindi, un beneficio al loro prezzo (Figura 3.3) [Brennan e Tamarowski, 2000].

Figura 3.3: Gli effetti delle *investor relations*



Fonte: elaborazione personale.

Il primo elemento è rappresentato dagli analisti finanziari, i quali sono la categoria di interlocutori più importanti con i quali le *investor relations* stringono un rapporto stretto e costante di comunicazione. I fattori che inducono gli analisti a seguire i titoli di un'azienda sono fondamentalmente due: da un lato, i livelli di commissioni garantiti alle *investment bank* (per cui lavorano gli stessi analisti) e, dall'altro, il costo sostenuto per la raccolta ed elaborazione delle informazioni necessarie alla valutazione dell'impresa. In generale, quindi, la scelta degli analisti di seguire o meno un'impresa dipende da un semplice calcolo costi-benefici. I benefici dipendono dalla dimensione aziendale, dal numero di potenziali investitori e dalla liquidità del mercato che indica la misura in cui un'informazione può essere sfruttata prima che il prezzo la rifletta. I costi dipendono dalla dimensione e complessità delle operazioni, nonché da quanto l'impresa rende disponibile e accessibile un'informazione agli investitori. Tutte le attività che riducono il costo delle informazioni, stimolano pertanto il seguito di azionisti e analisti, aumentando l'accordo e l'accuratezza delle loro previsioni [Brennan e Tamarowski, 2000].

Solitamente gli analisti preferiscono seguire aziende di medie/grandi dimensioni con capitalizzazione di mercato importante, dotate di poche linee di business che consentono una maggiore e più facile trasparenza e in cui il flottante sia equamente distribuito tra gli azionisti, evitando che la quota dell'azionista di maggioranza sia troppo elevata [Bhushan, 1989b]. L'analista è interessato non solo alla performance dell'impresa e alle scelte del management, ma anche alle competenze e alla professionalità del soggetto deputato alla gestione dei rapporti con la comunità finanziaria, in cui riporre la propria fiducia.

Il compito dell'*investor relations manager* non consiste solo nel comunicare con gli analisti che già seguono il titolo, ma aumentare il loro numero, facendo percepire quali sono gli elementi sui quali l'impresa vuole fondare il proprio valore in futuro. Altrettanto importante è anche la scelta di *broker* con sufficiente esperienza per garantire valutazioni corrette.

Il secondo elemento è rappresentato dalla liquidità del titolo azionario, cioè se è prontamente ed economicamente vendibile. La liquidità può essere misurata in base al

tempo e al costo necessari per trovare una controparte con cui effettuare la transazione. Dato che il mercato non è efficiente, esistono dei costi di negoziazione, primo fra cui il *bid-ask spread,* ossia la 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 in quel momento. Un maggior numero di analisti riduce il peso delle asimmetrie informative e, quindi, porta a ridurre anche questa differenza di prezzo. Inoltre negoziazioni di importanti dimensioni provocano un movimento nel prezzo dei titoli, anche per motivi di tipo informativo, dato che gli operatori meno informati seguono gli autori di tali operazioni, nella convinzione che possiedano informazioni riservate. La liquidità degli strumenti finanziari è quindi importante nella valutazione d'impresa e del tasso di rendimento dei titoli azionari, che aumenta al diminuire della liquidità. Per un'azienda come Mediaset le attività di *investor relations* sono state un fattore chiave per la riuscita dell'IPO nel 1996, portando ad una minore volatilità del titolo e aumentandone la liquidità [Tamarowski e Renzetti, 2000].

Infine ultimo elemento è il costo del capitale che, naturalmente, è inversamente correlato al valore economico d'impresa. Infatti una *disclosure* tempestiva e trasparente può ridurre il costo del capitale riducendo la stima del rischio e l'asimmetria informativa tra investitori e *insiders.*

Riassumendo, quindi, l'attività degli analisti è associata ad una maggiore liquidità delle azioni che ha un maggiore impatto sul volume di negoziazione, sul valore di mercato dell'impresa e sul prezzo delle azioni. Infatti quanto più elevata è la liquidità tanto minore sarà il costo delle negoziazioni e, quindi, il costo del capitale, aumentando così il prezzo delle azioni.

Questo risultato è coerente con il ruolo degli analisti quali intermediari di informazioni, i cui report riducono l'asimmetria informativa, come confermato da altri studi. Dempsey [1989] dimostra che in presenza di un maggior numero di analisti minori sono le sorprese riguardo agli annunci degli utili. Brennan *et Al.* [1993] dimostrano come il prezzo delle azioni si aggiusta più velocemente alle notizie macroeconomiche quanto più è elevato il numero di analisti che seguono un titolo. Secondo Hong *et Al.* [1998] il prezzo delle azioni si aggiusta alle informazioni negative

riguardo ad una specifica azienda più lentamente se sono pochi gli analisti che la seguono.

Per di più l'evidenza empirica suggerisce che esiste un una forte relazione tra i cambiamenti nei prezzi di mercato e nelle raccomandazioni degli analisti sulle azioni, dovuta non solo al riconoscimento degli analisti dal mercato, ma anche dal riconoscimento del *brand* della banca di investimento, dai depositi remunerati, dalla fase del ciclo economico e dalla dimensione del cambiamento.

Certamente le raccomandazioni dipendono dal *target price*[22], ma non è vero il contrario. Infatti il *target price* riflette il premio e lo sconto che il mercato applica per una maggiore crescita, la struttura di capitale, la quota di mercato, ecc. La raccomandazione non solo riflette il punto di vista degli analisti riguardo ad una certa azione, ma anche il relativo potenziale picco (positivo/negativo) confrontato con il suo *target price.* Le raccomandazioni degli analisti (*buy*, *hold* e *sell*) sembrano influire in modo significativo sui cambiamenti del prezzo delle azioni piuttosto che su quelli del *target price* [Giussani, 2011].

Infine è stata riscontrata una relazione significativa negativa tra la qualità delle *investor relations*, misurata dalla valutazione annuale espressa dalla *Financial Analysts Federation Corporate Information Committee*, e la dispersione delle previsioni degli analisti sugli utili per azione. Non sembra esserci, invece, alcuna relazione significativa tra la qualità delle IR e l'accuratezza delle previsioni sugli utili per azione [Farragher, Kleiman e Bazaz, 1994].

Oltre agli effetti indicati nello schema degli autori, non bisogna dimenticare che un valido programma di gestione delle relazioni con gli investitori consente di ottenere il giusto riconoscimento e credibilità all'interno della comunità economica. Riconoscimento e credibilità, a loro volta, possono migliorare il morale e la fedeltà dei propri dipendenti, aiutare le vendite e contribuire a buone relazioni con il governo e la stampa [Ellis, 1985].

---

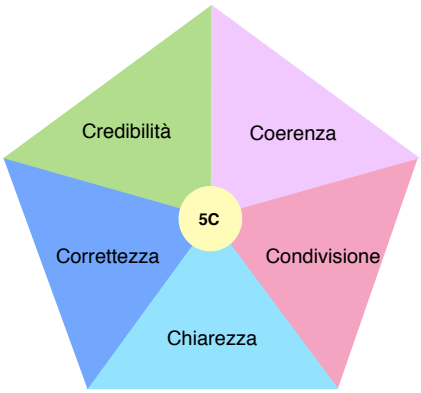
[22] Gli analisti costruiscono dei modelli valutativi nei quali inseriscono le proprie previsioni circa i ricavi e le altre grandezze fondamentali riguardanti i risultati aziendali, per giungere ad una valutazione di medio/ lungo periodo di quale possa essere il *target price* del titolo azionario considerato. 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.

3.5 Aspetti organizzativi e strutturali della funzione di IR

3.5.1 La pianificazione e gestione delle *investor relations*

Nel comunicare con il mercato è importante seguire alcuni principi base che Dell'Edera definisce come "metodo delle 5 C" (Figura 3.4):

Figura 3.4: Il metodo delle 5C



Fonte: elaborazione personale

1) Coerenza, ossia mettere in pratica le azioni necessarie per conseguire gli obiettivi prefissati e comunicati al mercato, spiegando le ragioni di un loro eventuale cambiamento;

2) Condivisione, intesa come impegno a comunicare tempestivamente e completamente al mercato tutti gli accadimenti, siano essi positivi o negativi;

3) Chiarezza, cioè veicolare i messaggi senza ambiguità;

4) Correttezza, intesa come rispetto delle normative che disciplinano il corretto funzionamento dei mercati finanziari;

5) Credibilità, quale risultato dell'osservanza dei principi precedenti e della compatibilità tra le potenzialità esprimibili e la storia dell'impresa [Dell'Edera, 2003].

La gestione delle relazioni con gli investitori varia da impresa a impresa a seconda della dimensione aziendale e la frequenza dei rapporti che si intende instaurare con gli investitori.

Le *investor relations* possono essere svolte all'interno dell'impresa e nelle aziende di maggiori dimensioni esiste un vero e proprio *investor relations department*, diretto da

professionisti finanziari ben addestrati con competenze in materia di finanza, comunicazione e marketing, con una profonda conoscenza della strategia aziendale e che sono in grado di comunicare in modo dettagliato ed efficace gli obiettivi della propria azienda.

In altri casi, invece, la gestione delle relazioni con gli investitori sono delegate all'esterno ad aziende di servizi che forniscono consulenza per l'impostazione di una strategia di comunicazione, la pianificazione e la realizzazione della stessa.

Infine le IR possono essere svolte da una figura professionale specializzata che opera a stretto contatto con gli intermediari ed investitori, il quale può essere interno oppure esterno (per le aziende quotate nel segmento STAR deve necessariamente essere interno, in modo da poter essere coinvolto pienamente nelle decisioni strategiche). Viene quindi stipulata una *partnership* fra l'impresa e un professionista piuttosto che un semplice rapporto di fornitura di servizi.

Alla base di ciascun programma di IR vi è un piano, formulato sulla conoscenza del settore di riferimento, dell'analisi storica della *performance* d'impresa e della definizione delle prospettive di crescita. L'individuazione dei *value drivers* è molto importante, così come degli obiettivi e delle responsabilità della funzione delle IR e delle risorse disponibili [Lambiase, 2001].

Grazie a ricerche e indagini sul campo, l'IRM individua le diverse tipologie di pubblico e i bisogni informativi di ciascun gruppo. In una fase successiva si occuperà di trasmettere dei messaggi appropriati ai *target* individuati, scegliendo i canali e i mezzi più efficaci. Infine, si valuteranno i risultati del processo di comunicazione e si procederà ad un'eventuale rettifica per ridurre lo scostamento tra obiettivi e risultati. Sinteticamente un corretta strategia di IR prevede quattro fasi:

1) Analisi e valutazione della situazione attuale, ossia far emergere i *value drivers* che rendono l'impresa un investimento interessante e delineare il profilo dei *supportive shareholders* (investitori con metodi e finalità di investimento compatibili con le strategie d'impresa) di cui l'impresa ha bisogno;

2) Fissazione degli obiettivi con la partecipazione del top management al fine di assicurare coerenza tra tra gli obiettivi specifici del programma e quelli generali aziendali;

3) Pianificazione del programma di comunicazione, ossia definire le politiche di *disclosure* che si intendono adottare, sfruttando anche i nuovi mezzi di comunicazione, senza dimenticare che l'informazione deve essere sia quantitativa che qualitativa;

4) Controllo e valutazione dei risultati, ossia la gestione operativa del programma di comunicazione e di continuo monitoraggio del mercato, nei parametri dell'immagine aziendale, della performance del titolo azionario, dell'atteggiamento degli investitori, dei cambiamenti nella base azionaria, dei *ratings* assegnati ai titoli, ecc. [Corvi, 2000].

È richiesta coerenza in tutti i programmi di comunicazione e le IR non sono da meno. Una semplice regola da rispettare nella divulgazione delle informazioni è di non dire nulla di più riguardo le buone notizie in tempi buoni di quanto non si è disponibili a dire sulle cattive notizie in tempi cattivi.

La gestione più efficace e meno costosa delle *investor relations* è quella rivolta agli investitori istituzionali che dominano il mercato, dato che in un decennio sono passati dal detenere da meno del 30% al oltre il 70% delle azioni delle aziende pubbliche. Sono sempre più potenti perché sono investitori a tempo pieno, ben organizzati e informati riguardo ad una grande varietà di investimenti e soggetti ad una minore pressione fiscale. Si differenziano dagli investitori privati per tipo e dimensione, ma soprattutto per diverso approccio al mercato, diverso orizzonte temporale, modo di operare, reazione di fronte ai cambiamenti di prezzo, ecc. Grandi nel patrimonio, ma relativamente pochi in numero, la strategia di marketing migliore è quella che si focalizza sul contatto diretto e si basa sul concetto di marketing industriale (B2B).

Un buon programma di IR rivolto agli investitori istituzionali risponde anche agli interessi degli investitori privati. Infatti molti enti (es. fondi pensione, assicurazioni, ecc.) rappresentano gli interessi di investitori individuali e l'impegno a fornire informazioni agli investitori istituzionali aumenta le informazioni a disposizione di quelli individuali.

Oltre a ciò, l'IRM può segmentare il mercato, concentrandosi su quel segmento che vedrà le azioni dell'impresa inserirsi nei portafogli che sta gestendo. Le aziende più piccole potrebbero concentrarsi sulle istituzioni più grandi, rendendosi conto che il loro flottante è troppo piccolo per le esigenze di liquidità di queste istituzioni. Un altro modo per segmentare il mercato è in linea con la posizione patrimoniale attuale e prospettica che le diverse istituzioni possono avere in azienda. Una volta definito il target, l'IRM procede con la vendita diretta tipica del B2B [Ellis, 1985].

3.5.2 Gli incontri con la comunità finanziaria: i *roadshows*

Tra le attività principali che rientrano nelle *investor relations* vi sono gli incontri con la comunità finanziaria. Una società aperta al pubblico e disponibile a confrontarsi con i mercati finanziari troverà maggior favore quando effettuerà aumenti di capitale o emetterà obbligazioni e contribuirà a rendere più efficiente il mercato [www.borsaitaliana.it].

Con il termine *roadshows* si indicano gli incontri periodici con analisti ed investitori istituzionali anche al di fuori degli obblighi trimestrali di presentazione dei bilanci, durante i quali vengono illustrati i risultati e le strategie aziendali. In questo genere di appuntamenti prevalgono gli incontri diretti *one-to-one* tra gli esponenti della società ed il soggetto interessato e per tale motivo vengono organizzati nelle piazze più ricche di potenziali investitori.

L'organizzazione dei *meetings* non è solo una questione logistica, ma anche e soprattutto strategica, dato che bisogna invitare le persone giuste. Gli invitati vengono contattati solitamente via e-mail o posta tradizionale tre o cinque settimane prima dell'incontro, anche se è bene contattare telefonicamente le persone più importanti. Dopo due settimane dall'invito viene fatto un *follow-up* telefonico e agli invitati che confermano la loro presenza viene inviato del materiale cartaceo relativo all'impresa (report annuale e trimestrale, profilo aziendale, ecc.). Il giorno dell'incontro viene poi fatta una telefonata di *reminder*.

La scelta degli invitati varia: nel caso di programmi di IR consolidati e di grande potenziale di investimento verrà invitato un piccolo gruppo di soggetti migliori e più interessati. In caso contrario è utile ampliare il numero di invitati, così come per le

imprese che intraprendono per la prima volta le attività di IR, visitano per la prima volta una città e quando vogliono raggiungere più investitori possibili.

La presentazione dovrebbe avvalersi di *slide*, video e audio in modo da renderla interessante e coinvolgente, così come incontri e conferenze virtuali elettroniche.

Spesso vengono organizzate colazioni di lavoro con gli analisti e a volte anche con i *broker*, in cui vengono fornite informazioni in modo veloce, dato che oggi analisti e *money manager* hanno molte opportunità di ottenere le informazioni. Queste colazioni dovrebbero essere organizzate in un luogo privato, come club o ristoranti con sale private e il numero dei partecipanti limitato (dai cinque ai sette invitati) in modo da poter soddisfare tutte le richieste di informazioni e non durare troppo a lungo (un'ora e mezza) [Marcus e Wallace, 1997].

3.5.3 L'evoluzione delle *investor relations* negli anni

Negli anni Cinquanta la prosperità del dopoguerra e il *boom* del mercato azionario attirarono un gran numero di investitori individuali, facendo emergere l'importanza delle relazioni con il popolo degli azionisti. Un ulteriore impeto fu dato dalla rapida crescita della professione degli analisti e la domanda di informazioni finanziarie più dettagliate. In questo clima la General Electric fu la prima impresa a dotarsi di un dipartimento di *investor relations* nel 1953 e nel 1958 l'*American Management Association* tenne una conferenza sulle IR; le successive conferenze gradualmente diedero vita all'*Investor Relations Association* che nel 1969 si trasformò nel *National Investor Relations Institute* (NIRI). Negli anni Ottanta il crescente attivismo degli investitori istituzionali e la formazione di gruppi di difesa dei diritti degli azionisti resero la professione della gestione delle IR ancora più importante [Vlittis e Charitou, 2011].

Le *investor relations* costituiscono una componente *core* dei programmi di comunicazione aziendale e influiscono sull'immagine dell'impresa. Infatti le comunicazioni con gli investitori sono sempre di più uno strumento strategico, dato che la reputazione finanziaria è importante così come quella mediatica, la quale può aumentare la performance complessiva e aiutare l'impresa ad attrarre personale di qualità, bassi costi, prezzi più alti e creare barriere competitive [Dolphin, 2004].

Esempio di ciò è stata Luxottica che nel 1990 fu la prima azienda italiana a quotarsi alla Borsa di New York prima che alla Borsa di Milano (avvenuta nel 2003). In tal modo si è rivolta ad un ampio gruppo di investitori (non solo italiani) e ha costruito una base di maggiore credibilità per l'espansione all'estero. La quotazione non ha rappresentato solo un momento per raggiungere obiettivi finanziari legati alla raccolta di capitale, ma anche obiettivi strategici sia di immagine che imprenditoriali. Infatti la quotazione ha contribuito ad un salto di qualità nella notorietà dell'impresa, che è stata considerata non più azienda artigianale, ma realtà industriale di portata internazionale. Il management di Luxottica ha definito la quotazione al NYSE come "*un'operazione di pubbliche relazioni a costi molto contenuti*", ossia un'operazione di marketing finanziario vero e proprio [Masullo, 1995].

Dopo essersi evolute dal ruolo iniziale di pubbliche relazioni nei confronti degli azionisti di un'impresa, le IR sono diventate sempre più una funzione di *asset management*, che solitamente ricade sotto la direzione del CFO (*Chief Financial Officer*): infatti secondo uno studio del NIRI il 42% degli IRM ha un background finanziario. Pertanto le IR sono prima di tutto una funzione finanziaria, la quale fornisce informazioni finanziarie agli operatori del mercato finanziario. Il collegamento con la finanza, tuttavia, va a la di là del tipo di informazioni comunicate. Infatti gli IRM con background finanziario sono più abili nel capire il tipo di informazioni che investitori come agenzie di *rating* e istituti di credito necessitano. Pur rimanendo sempre una funzione di comunicazione, tuttavia emergono delle nuove pratiche di *investor relations* per il modo di lavorare, per come il valore aziendale e l'efficienza di mercato sono influenzate da queste. È noto che le comunicazioni con gli investitori devono soddisfare le normative, le quali gettano le basi della comunicazione finanziaria, ma raramente soddisfano il livello richiesto o desiderato. Per questo motivo molte imprese decidono di andare oltre tale livello di *disclosure*. Le IR si sono quindi evolute per rispondere ai cambiamenti nel campo degli investimenti e della finanza aziendale. Tre sono i trend che hanno contribuito a questi cambiamenti. Primo, le istituzioni possiedono una crescente percentuale del patrimonio di enti pubblici soprattutto nei Paesi anglosassoni; secondo, a seguito del crollo del mercato azionario del 1987 e delle deregolamentazione

delle commissioni di brokeraggio, c'è stato una riduzione del numero di analisti intermediari e delle loro ricerche, rendendo le IR e i contatti diretti con gli investitori sempre più importanti. Infine, molti IR hanno aumentato i contatti con investitori istituzionali in risposta ai tentativi di acquisizione o scalate [Byrd *et Al.*, 1993].

Adottando alcune tecniche proprie del marketing, le IR si sono evolute da una pratica passiva ad una attiva, in cui gli investitori sono trattati come veri e propri clienti. Sicuramente l'istituzionalizzazione del mercato azionario statunitense, la globalizzazione e i cambiamenti tecnologici (Internet, e-mail, *conference call*, ecc.) hanno reso il lavoro delle IR ancora più impegnativo, stimolante e complesso, man mano che è aumentata l'eterogeneità degli investitori. Pertanto le IR sono passate da un ruolo principalmente passivo e comunicazione unilaterale ad una funzione di marketing attiva, o meglio interattiva [Higgings, 2000].

Nel ventunesimo secolo sono intervenuti molti cambiamenti e soprattutto nuove dimensioni nel relazionarsi con nuovi ampi bacini di capitali in modi mai pensati prima. Inoltre, è cresciuta la rapidità con cui l'informazioni viaggia e cambia la natura dell'informazione stessa. Ciò che più di tutto contribuisce a far sì che l'IRM sia in grado di differenziare l'informazione a seconda del target in modo tale da convincere i soggetti ad investire in un'azienda piuttosto che in un'altra sono le sue capacità di marketing, ossia la sua capacità di capire bisogni e desideri e la capacità di comunicare l'abilità di far incontrare tali bisogni e desideri. Negli ultimi decenni il mercato dei capitali è cresciuto sia in dimensione che in complessità, rendendo le pratiche di IR più sofisticate e la necessità di specializzazione da parte delle imprese su un aspetto o l'altro di tali pratiche [Marcus e Wallace, 1997].

Le pratiche di *investor relations* in Europa sono variate e continuano a variare tra le nazioni per diversi motivi. C'è stata una considerevole crescita della finanza degli investimenti tramite i mercati azionari e un calo dell'importanza dei fondi e del controllo del governo. Le differenze tra le imprese non sono dovute al Paese di appartenenza, ma soprattutto alle dimensioni aziendali che sono strettamente legate allo sforzo e alle attività di IR. Inoltre le imprese con un basso *market-to-book-value* hanno un *budget* di IR più elevato, dato che le loro azioni sono sottovalutate [Marston, 2004].

Oggigiorno le IR vanno al di là della semplice comunicazione per svolgere un ruolo pro-attivo che consiste nell'identificare un particolare target di investitori, soprattutto istituzionali, per raggiungere la diversificazione degli azionisti e organizzare con questi degli incontri. Una nuova forma di *corporate governance* è il rapporto di investimento che richiede un ruolo di IR più ampio, che deve consentire il flusso di informazioni tra management e istituzioni, soprattutto quando ci sono cambiamenti strategici e opportunità. Quindi le IR hanno cambiato la vecchia immagine di promozione e pubbliche relazioni per diventare componente strategica del valore aziendale [Byrd *et Al.*, 1993].

3.5.4 L'organizzazione della funzione IR

In letteratura sono stati condotti molti studi (tramite interviste personali e questionari) sugli aspetti organizzativi dei dipartimenti di *investor relations* all'interno delle imprese, sopratutto britanniche e americane. Le IR nascono storicamente negli USA per poi estendersi al Regno Unito e agli altri Paesi europei, in cui l'importanza dei mercati azionari era storicamente inferiore e la contabilità orientata più alla protezione dei creditori che al fornire informazioni agli azionisti. Molte imprese europee si sono quotate allora nei listini americani e oltremare.

Per tale motivo in Europa sono sorte imprese come *IR Associates* e *Investor Consult*, le quali aiutano le imprese che incontrano difficoltà a stabilire una propria funzione IR o nelle *investor relations* in generale. In Italia nel 2001 è stata fondata IR TOP che fornisce consulenza specialistica sulle IR, sfruttando l'ampio network di relazioni e combinando competenze nell'ambito della finanza, della normativa, del marketing e della comunicazione. L'azienda presenta una newsletter (*10 o' clock*) che consente di essere costantemente informati e un *blog* riservato ai commenti e alle opinioni degli utenti sugli aspetti normativi, sulle tematiche di IR e sulle news provenienti dalle società italiane. L'azienda è anche attiva sul fronte delle pubblicazioni, mettendo a disposizione la guida pratica alle attività di *investor relations*, che fornisce una quadro sullo state dell'arte di questa professione e i suoi possibili sviluppi. Oltre a svolgere studi e ricerche, l'azienda redige *Journal of IR*, una rivista italiana

specializzata in IR che racchiude il punto di vista dei personaggi più qualificati in tema di comunicazione finanziaria e relazione con gli investitori [www.irtop.com].

Il risultato principale degli studi sull'organizzazione delle relazioni con gli investitori è che è assolutamente sbagliato comunicare a compartimenti stagni e che le IR sono sempre di più una componente della strategia di comunicazione aziendale totale.

Nei primi anni Novanta vi era già il coinvolgimento dei dirigenti nella gestione e svolgimento della funzione IR, soprattutto dell'amministratore delegato e del direttore finanziario. In molti casi le IR venivano delegate alla funzione di comunicazione e relazioni pubbliche o di finanza; solitamente infatti le *investor relations* costituivano solo una parte delle responsabilità delle persone interne incaricate delle relazioni con gli investitori e solo in rari casi questi si dedicavano esclusivamente a tale attività [Marston, 1996].

Negli anni Duemila la maggior parte delle aziende europee possedeva un dipartimento IR in media da sette anni e le IR continuavano ad essere gestite per lo più dal responsabile di comunicazione, seguito dal dipartimento IR, dalla divisione finanza e, infine, dall'ufficio legale. Da un lato, la specifica funzione IR era gestita da personale interno, dall'altro, si verificava il fenomeno del cosiddetto "accorpamento" con altre funzioni aziendali per garantire una precisa comunicazione "numerica" agli analisti che svolgevano ricerche sulla società. Nella maggior parte dei casi, quindi, le persone incaricate di tali attività erano professionisti della comunicazione (PR, direttori dell'ufficio comunicazione o manager del dipartimento IR) che vi si dedicavano a tempo pieno, nella convinzione che le relazioni con il popolo degli investitori richiedessero un certo grado di sofisticazione, giustificando così il ricorso a professionisti esterni [Marston e Straker, 2001; Perrini e De Lisio, 2001; Dolphin, 2004].

In questi anni i principali metodi di comunicazione adottati erano gli incontri *one-to-one*, seguite da *conference calls* (in media nove durante l'anno) e *roadshows*, in cui i principali temi di discussione erano la strategia aziendale, i nuovi progetti e sviluppi. La quasi totalità delle imprese era dotata di un servizio IR sul proprio sito web, dato la

consapevolezza dell'importanza di questo strumento. I *webcast* venivano utilizzati in media due/tre volte all'anno, anche se alcune imprese li ritenevano costosi e difficili da realizzare dal punto di vista tecnico. Le imprese consideravano buoni o molto buoni i report degli analisti sulla loro impresa e altrettanto buone le relazioni con la parte *buy-side* [Marston, 2004].

Oggi più che mai le IR sono una pratica al limite tra finanza e comunicazione e la sinergia tra le due aree è essenziale. La cooperazione tra tutte le parti è richiesta per promuovere standard etici di contabilità e trasparenza e aumentare il valore aziendale tramite una comunicazione efficace. L'IRM, infatti, interagisce in modo continuativo con gli altri dipartimenti aziendali, soprattutto con il direttore finanziario, la pianificazione e controllo, il CEO e le relazioni esterne.

Nella maggior parte dei casi le *investor relations* vengono svolte in dipartimenti dedicati ed è il CFO che supervisiona le attività di IR relative alla comunicazione di informazioni che influiscono sul prezzo azionario, mentre in rari casi la comunicazione e le relazioni pubbliche sono di sua responsabilità. I cambiamenti nella struttura proprietaria e le pratiche di *corporate finance* richiedono alle imprese di impegnarsi nella comunicazione con gli investitori e nel costruire e mantenere relazioni più che nella semplice pubblicazione delle informazioni finanziarie. Le nuove sfide richiedono nuovi approcci, nuove *skills* e conoscenze strategiche, che possono essere prese in prestito dalla comunicazione strategica e dalle relazioni pubbliche [Laskin, 2009].

In base ad una ricerca condotta da AIR nel dicembre del 2010 circa la struttura, la funzione e le questioni critiche dei dipartimenti IR, 190 aziende dichiarano pubblicamente di avere almeno una persona all'interno dell'azienda che si occupa di IR ed emerge che ad una minore capitalizzazione corrispondono proporzionalmente meno persone per gestire le relazioni con gli investitori. Infatti l'esistenza di un responsabile interno di IR è legata alla dimensione aziendale, a quotazioni internazionali e allo stile di direzione. Come in passato così oggi le aziende più grandi hanno staff più grandi e possono permettersi di pagare professionisti esterni. Inoltre anche la quotazione oltreconfine è importante dato che essa richiede una preparazione specifica, ampliando il pubblico di IR e richiedendo molto più tempo. Infine le aziende con rischio specifico

alto e uno stile di direzione improntato alla trasparenza sono più propense a rivolgersi all'ufficio IR per spiegare agli investitori la situazione [Marston, 1996].

Le principali attività i cui i soggetti sono coinvolti sono *roadshows*, presentazioni, conferenze e rispondere alle domande di azionisti, analisti e *broker*. Altre attività sono fornire informazioni al top management o altri dipartimenti, incontri *one-to-one*, negoziazioni, ricerche, analisi e preparazione di report. I fondi e gli investitori istituzionali occupano la maggior parte dei tempo dell'IRM, anche perché influenzano di più il prezzo delle azioni, seguiti dalla copertura degli analisti e dal pubblico interno. La maggior parte degli IRO ha una formazione in finanza, contabilità, management o marketing, soprattutto universitaria (MBA). Solo il 10% ha una formazione nel campo della comunicazione come giornalismo o relazioni pubbliche.

I principali problemi che gli IRM affermano di dover affrontare oggi riguardano le regolamentazioni che sono confusionarie e crescenti che non accrescono l'informazione, ma solo la burocrazia. Inoltre molti accusano la mancanza di risorse e il fatto che devono lottare per ottenere il supporto del *senior management* e il riconoscimento delle IR quale funzione chiave per l'azienda e il suo impegno a dimostrare il valore dell'impresa [Laskin, 2009].

3.5.5 Le IR e la *corporate social responsability*

Appare importante indagare la relazione tra comunicazione finanziaria e CSR (*Corporate Social Responsability*), dato che quest'ultima rappresenta un'area di investimento sempre maggiore. La reputazione aziendale, intesa come rispetto degli impegni presi dall'azienda nei confronti degli *stakeholders*, costituisce una leva del vantaggio competitivo, creando dei circoli virtuosi con i portatori di interesse che a loro volta creano valore. La responsabilità sociale d'impresa valuta l'azienda in un contesto allargato e non solo in quanto soggetto economico. È sicuramente difficile valutare il contributo delle CSR in termini di valore economico, anche se alcuni studi dimostrano che le aziende che le applicano ottengono delle performance economiche migliori.

Le IR si occupano sempre di più delle questioni relative alla CSR: gli investitori, infatti, considerano anche una serie di informazioni non finanziarie nella valutazione delle imprese, tra cui anche la responsabilità sociale d'impresa. In particolare, gli

azionisti si focalizzano soprattutto sugli investimenti socialmente responsabili (SRI) e la loro crescita ha creato una maggiore pressione sulle imprese che producono report sociali come modi per comunicare le loro prospettive sulla loro responsabilità.

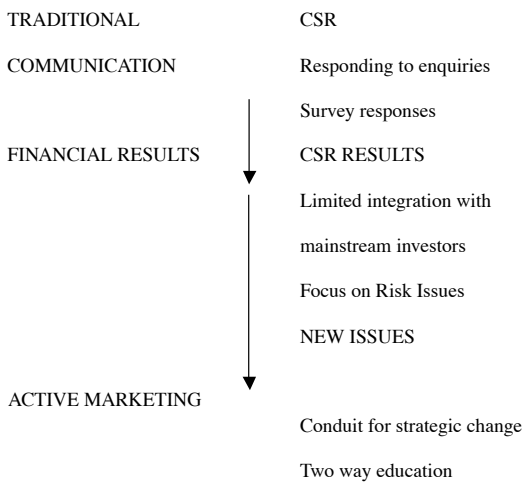
L'interesse degli azionisti per le CSR può essere considerato guardando due diversi gruppi di investitori: quelli tradizionali e gli SRI. I primi sono interessati alla responsabilità sociale solo se influisce sul costo del capitale o sui risultati economici; gli IRM si aspettano che analisti e investitori considerino sempre di più criteri ambientali e sociali nel valutare le imprese. I secondi, invece, hanno interesse alla natura specifica delle interazioni tra azienda e portatori di interesse. Gli investitori socialmente responsabili possono decidere di investire in società in base alla convinzione che una maggiore responsabilità porti ad un più alto valore oppure di evitare di investire in certi settori (es. industria bellica, tabacco, ecc.) o imprese con stile direzionale irresponsabile.

L'approccio tradizionale delle IR si focalizza sulla valutazione del valore dell'impresa. Marcus e Wallace evidenziano come ci sia stata un'evoluzione della natura del ruolo delle *investor relations* attraverso tre fasi. Inizialmente consisteva nella semplice comunicazione delle azioni dell'impresa, rispondendo a domande e sondaggi; poi si è focalizzata sui risultati e rischi finanziari e, infine, nelle aziende più avanzate, si verifica un trend verso un marketing attivo allo scopo di incoraggiare gli investitori ad acquistare e tenere le azioni aziendali così come assicurare che l'impresa sia valutata correttamente [Marcus e Wallace, 1997].

Il ruolo delle IR rispetto alle CSR sta cambiando dalla semplice trasmissione delle politiche sociali verso una gestione più interattiva delle relazioni. Gli IRM vogliono avvertire analisti e investitori sul valore potenziale del loro comportamento pro-attivo, da un lato, e giocano un ruolo chiave nell'identificazione delle questioni emergenti e mettere in guardia il management dei rischi potenziali, dall'altro. Inoltre le aziende si impegnano con SRI per monitorare le emergenze sociali ed ambientali di pubblico dominio. Gli IRM hanno anche un ruolo nell'educare analisti e investitori nell'affrontare le questioni sociali e ambientali. Alcuni dipartimenti IR organizzano eventi al di fuori degli incontri programmati in cui gli investitori dedicano uno o due

giorni per imparare la *vision*, la strategia e le questioni più importanti dell'azienda (Figura 3.5).

Figura 3.5: Il ruolo delle *investor relations* nel contesto delle CSR

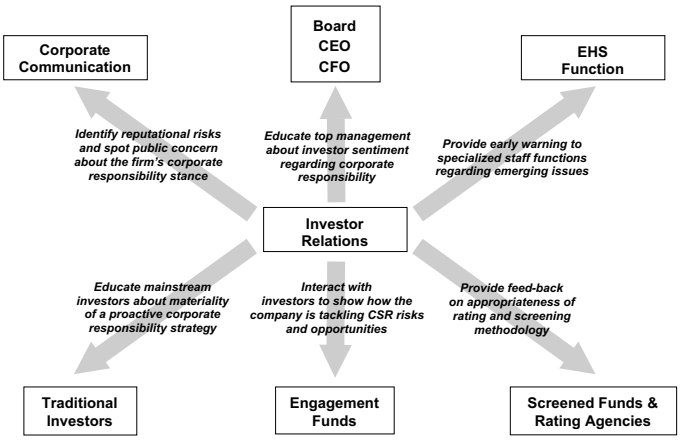


Fonte: Hockerts e Moir, 2004, 95.

In base ad interviste (personali o telefoniche) a responsabili delle IR a venti aziende appartenenti al *CSR Europe* e membri del *UK Investor Relations Society*, sono emersi due concetti chiave: la responsabilità e sostenibilità aziendale, entrambi usati per riferirsi alla dimensione sociale, ambientale ed economica. La performance sociale d'impresa viene percepita come difficile da gestire e le differenze nazionali (legali e culturali) rendono ancor più problematico trasferire le politiche da un Paese all'altro. Per gli investitori tradizionali e gli analisti i *drivers* del valore costituiscono il focus principale, mentre l'interesse per le CSR sembra essere confinato agli SRI che affrontano la responsabilità sociale attraverso conversazioni telefoniche oppure in incontri diretti.

L'impegno nelle questioni di CSR amplia i doveri e il pubblico delle IR, comprese le organizzazioni non governative. Inoltre porta ad una maggiore integrazione delle IR con gli altri dipartimenti aziendali: infatti rispondere alle richieste degli SRI è frutto dello sforzo collaborativo di diverse funzioni (Figura 3.6).

Figura 3.6: Il ruolo delle IR nel comunicare la performance CSR



Fonte: Hockerts e Moir, 2004, 92

Molti dei responsabili IR dicono di dedicare meno di due/tre ore alla settimana alle questioni di responsabilità aziendale; tuttavia tutti sono concordi nell'affermare che l'ammontare di tempo speso è cresciuto negli ultimi cinque anni. I funzionari IR impiegano molto del tempo dedicato ai SRI a compilare sondaggi e a rispondere alle richieste di fondi pensione o lobby [Hockerts e Moir, 2004].

3.5.6 Le *investor relations* nell'era di Internet

Negli ultimi decenni lo sviluppo dell'*e-business* e delle tecnologie informatiche ha fatto sì che il sistema economico divenisse sempre più digitale. Internet permette di rispondere alle crescenti esigenze informative delle diverse categorie di *stakeholders* e alle imprese di migliorare la propria immagine. Per questo motivo molte aziende quotate usano Internet come canale per informare gli investitori attuali e potenziali circa la propria performance economica [Popa, Blidisel e Pop, 2008].

Internet ha avuto un importante e profondo effetto sulle IR, dato che è uno strumento formidabile di comunicazione che, tuttavia, non sostituisce il tradizionale materiale cartaceo. Internet consente di comunicare e fornire informazioni in un modo innovativo e le informazioni riportate nei siti IR devono essere tempestive, dettagliate, interattive, flessibili e ridurre qualsiasi ridondanza. Nonostante ciò molti siti web ripubblicano semplicemente informazioni disponibili altrove, spesso senza trarre vantaggio dall'interattività offerta dai nuovi mezzi [Higgings, 2000; Ryan, 2010].

È possibile identificare tre differenti stadi delle *investor relations* in Internet [Hedlin, 1999]. Il primo indica la presenza di Internet come mezzo alternativo per fornire informazioni generiche sull'azienda, già disponibili in altri formati o da altre fonti (es. report annuale trimestrale riportato sul sito Internet); nel secondo, invece, la rete è utilizzata per migliorare la comunicazione con gli investitori (es. comunicati stampa e altri servizi informativi via Internet) e, infine, nel terzo stadio l'azienda sfrutta i vantaggi specifici di Internet, come facilitare il contatto o l'informazione degli investitori (es. e-mail, riprese audio o video, partecipazione *on-line* ai *meetings*).

Diversi sono gli studi che indagano l'utilizzo di Internet nelle relazioni con gli investitori in differenti Paesi, in cui il confronto avviene in base alle caratteristiche del sito aziendale: bilancio e report temporanei, vantaggi di esposizione, comunicati stampa, contatti diretti via e-mail e mailing list, incontri annuali, conferenze degli analisti e *chat*, file audio e video (anche se usati da un ristretto numero di imprese) [Deller, Stubenrath e Weber, 1999].

Uno di questi studi è quello condotto sulle aziende quotate alla Borsa paneuropea Euronext, nata nel 2000 dalla fusione delle borse di Parigi, Amsterdam e Bruxelles. Dallo studio emerge che quasi tutte le imprese hanno un *homepage* e utilizzano Internet come uno mezzo per le IR, presentando la relazione annuale e trimestrale, così come i comunicati stampa. La partecipazioni a riunioni *on-line* è, invece, una vera rarità. Si riscontra un effetto dimensione per cui le aziende più grandi utilizzano Internet in modo più esteso rispetto a quelle più piccole. In generale Internet rappresenta uno strumento importante per le IR, ma non completamente sfruttato. Molte delle informazioni finanziarie riportate sul sito sono il duplicato digitale delle copie cartacee [Geerlings, Bollen e Hassink, 2003].

Anche in base alla ricerca condotta sulle società quotate alla Borsa di Bucarest nel 2007 emerge che le società rumene si trovano per lo più al primo o secondo stadio e pertanto utilizzano Internet per diffondere informazioni e non per comunicare con i loro investitori (la maggior parte dei siti web non è aggiornato da più di tre mesi). Inoltre la partecipazione *on-line* agli incontri del comitato direttivo e gli *hyperlinks* e i *cookies*

utilizzati per facilitare l'accesso ad altre informazioni di interesse non sono tecniche diffuse [Popa, Blidisel e Pop, 2008].

Data l'importanza di Internet è interessante indagare la struttura, i processi organizzativi e le pratiche manageriali retrostanti ai siti web di *investor relations*, allo scopo di identificare delle *best practices* nell'organizzazione e gestione di tale processo.

Moltissime aziende quotate hanno una sezione del sito dedicata alla comunicazione con gli investitori, in cui forniscono un'ampia serie di informazioni finanziarie e non [23]. Dato che la relazione con gli investitori viene gestita tramite sito web grande attenzione viene prestata al *design*, alla struttura, alla navigabilità e al contenuto informativo e un suo malfunzionamento influenza la credibilità e reputazione della società stessa. Gli elementi principalmente considerati sono: l'interattività e completezza dei contenuti, l'aggiornamento delle informazioni, la facilità di navigazione e una grafica coerente con l'immagine aziendale [www.irtop.com].

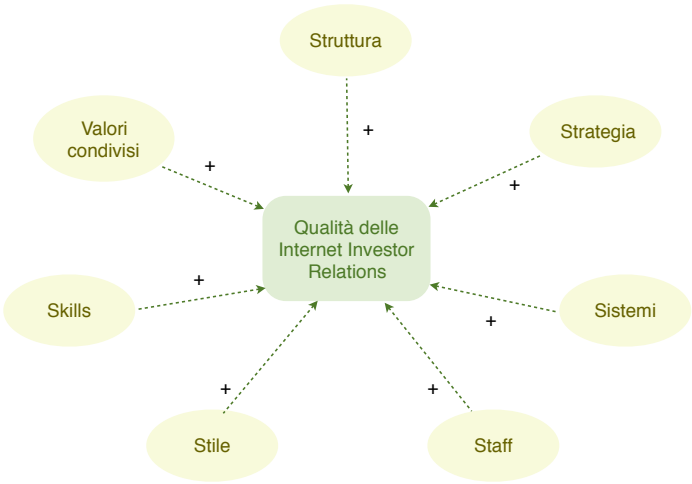
Inizialmente l'interesse per le *Internet investor relations* (IIR) era giustificato dal risparmio di costi, perché le pubblicazioni cartacee potevano essere sostituite dalle versioni elettroniche. Successivamente la crescita delle IIR è stata incoraggiata dalla crescente richiesta di informazioni veloci, trasparenti e facili da comprendere. Le differenze in termini di IIR tra le imprese non consistono solo nella struttura proprietaria, nella performance finanziaria o nella dimensione, ma è necessario ricorrere anche ad altre variabili, relative alle attività del management e ai processi organizzativi dei siti di IR.

In particolare, è possibile prendere in considerazione sette elementi [Waterman *et Al.,* 1980; Pascale e Athos, 1981] del processo organizzativo che influiscono sull'efficacia e qualità dei siti di *investor relations* (Figura 3.7).

---

[23] Per esempio il gruppo Geox ha un apposito portale *on-line* (www.geox.biz) in cui fornisce le principali informazioni e novità sulla *holding*, presentandosi come una finestra sempre aggiornata e aperta sull'azienda.

Figura 3.7: Le determinanti organizzative delle IIR



Fonte: rielaborazione di Bollen et Al., 2008, 188

Il primo elemento è rappresentato dalla struttura, intesa come concentrazione di autorità e livello di coordinamento. La centralizzazione dell'autorità nei processi valutativi è positivamente collegata alla qualità delle *internet investor relations* così come la separazione tra staff e unità di *business* nella catena di fornitura delle informazioni ha un effetto positivo sulla qualità di queste attività.

Inoltre l'esistenza di una strategia intenzionale ed emergente di *web investor relations* che identifica gli obiettivi, il target, gli standard di usabilità, il numero di visitatori, ecc. sono positivamente correlate alla qualità delle IIR.

Il terzo elemento è costituito dai sistemi, ossia dalle procedure (formali e informali), dalle linee guida e dai sistemi tecnici usati per gestire le attività IIR giornaliere. In particolare, le aziende con elevata qualità usano un *content management system* per la pubblicazione e l'approvazione dei contenuti. Molte imprese usano manuali e linee guida e il supporto tecnico è posizionato all'interno di strutture come un dipartimento aziendale ICT.

Il quarto elemento è rappresentato dallo staff che si riferisce al numero di persone dell'Internet *team* e la percentuale di tempo dedicato al processo delle IR. Le aziende di elevata qualità hanno creato un Internet *team*, di piccole dimensioni e altamente dedicato, in cui i membri sono raggruppati in base al loro *expertise*.

Lo stile, invece, si riferisce al modo in cui le persone coinvolte nell'IIR comunicano tra loro e al modo in cui organizzano il loro tempo. I manager delle aziende di elevata qualità dedicano molto tempo alle IR e possiedono qualità comunicative e conoscenze tecniche relative ad Internet.

Il sesto elemento è costituito dalle *skills* che si riferiscono alle competenze tecniche dell'azienda e alla maturità delle tecnologie informatiche. Le aziende migliori sono attive nei settori dove è alto il livello di maturità delle IT.

Infine i valori condivisi, cioè le credenze comuni condivise dal personale all'interno di un'organizzazione. La creazione di corpi specializzati riguardo alle questioni di IIR è positivamente collegata alla qualità delle *web investor relations* [Bollen *et Al.*, 2008].

Influenze interne ed esterne hanno un ruolo chiave nel cambiare le regole e le routine del funzionamento dei siti web IR. Vi è la necessità di un'educazione formale della gestione dei siti di *investor relations* e di sviluppare una guida adatta per questa attività [Ryan, 2010]. In Italia l'Associazione Italiana Analisti Finanziari (AIAF) in collaborazione con Milano Finanza ha istituito un oscar di bilancio e comunicazione finanziaria *on-line* considerando tre aspetti delle pagine web delle società quotate (caratteristiche tecniche, contenuti e fruibilità). La stessa Consob invita a tenere costantemente aggiornata la sezione *investor relations* del sito di una società quotata e ha dettato regole e principi per un'informativa finanziaria *on-line* simmetrica. Infatti le imprese hanno l'obbligo di indicare nel sito tutte le informazioni privilegiate di cui sono a conoscenza, sempre nel rispetto dei principi di veridicità, completezza e chiarezza [Direttiva CEE 6/2003; Consob, n. DME/6027054 del 28 marzo 2006].

Pertanto la sezione IR del sito aziendale di un'azienda costituisce un elemento consolidato della presenza di Internet. Variabili come la dimensione aziendale, il livello di internazionalizzazione, la proporzione di azioni disponibili per gli investitori individuali e l'ambiente di comunicazione sono significativamente collegati alla portata delle attività di IR su Internet.

Per quanto riguarda la dimensione, le aziende più grandi sono più attive nei mercati internazionali e hanno una base azionaria più ampia e, quindi, sono più

propense ad adottare IFR, ammortizzando in tal modo gli elevati costi fissi di un sito web. Quindi la qualità delle IR è positivamente collegata alla dimensione aziendale.

Per tutte le aziende con un forte orientamento internazionale, che quindi si rivolgono ai mercati esteri per sfruttare nuove opportunità o nuovi capitali ci si aspetta un'elevata qualità della sezione IR del sito aziendale. Inoltre ci si aspetta che le aziende investano di più nella qualità della sezione IR del sito se una quota elevata delle sue azioni è disponibile agli investitori istituzionali.

Per quanto riguarda la performance aziendale è probabile che le aziende con prestazione medio-alta siano più propense a diffondere informazioni, anche al di là di quelle richiesta dalla normativa per sottolineare i buoni livelli di performance. In realtà la qualità della sezione IR non è influenzata dalla performance aziendale. Infine, il livello tecnologico influisce positivamente sulla qualità della sezione IR così come il contesto di divulgazione finanziaria [Bollen, Hassink e Bozic, 2006].

Un caso particolare di *web investor relations* è quello del segmento STAR del MTA di Borsa Italiana SpA dedicato alle imprese di media e piccola capitalizzazione, creato per assicurare loro una corretta valorizzazione e visibilità, dato che spesso sono ritenute poco attraenti dagli investitori istituzionali europei.

Per una valutazione delle web IR da parte di queste società viene ripreso il modello di Quagli che considera come elementi determinanti l'innovatività delle forme di reporting e il contenuto informativo legato al *business* [Quagli, 2000]. Sono state poi considerate altre variabili (es. motore di ricerca interna al sito, e-mail dell'IRM, storia dell'azienda, bilanci, prezzo del titolo, rassegne stampa, ecc.). Dall'analisi è emerso che le aziende STAR pongono maggiore attenzione alle modalità di presentazione dei propri risultati piuttosto che alla consistenza in termini quali-quantitativi e infatti preferiscono investire sullo sviluppo della facilità d'uso del web. Inoltre è scarso l'utilizzo delle tecnologie più innovative come il *webcasting* durante le *conference calls* e vi è una certa riluttanza a fornire metadati maggiormente fruibili per l'utente (mancata pubblicazione dei dati di bilancio in formato excel, file pdf molto pesanti e parziale *download* dei documenti), grafici interattivi e report degli analisti. Inoltre vi è una scarsa

personalizzazione delle pagine e un utilizzo limitato del *profiling* dell'utente [Pelilli, 2004].

Tra le tecniche più innovative, veloci, sicure e poco costose per gestire le relazioni con gli investitori vi è il *webcasting*, che permette di trasmettere in tempo reale il segnale audio o video sul web grazie allo streaming. Oltre all'audio è possibile sincronizzare la presentazione in *slide* come se l'utente fosse presente alla conferenza. Inoltre il *webcasting* può essere interattivo, dato che possono essere inviate domande a chi presenta e avere una risposta in tempo reale. Infine vi è un archivio accessibile agli investitori per un periodo che va dai trenta ai novanta giorni fino ad una anno [Brooks, 2001].

CAPITOLO 4

LA QUALITA' DELLE *INVESTOR RELATIONS*, LE CARATTERISTICHE ORGANIZZATIVE DELL'UFFICIO IR E LA SUA OPERATIVITA'

4.1 Introduzione

Nel corso del terzo capitolo è stato ampiamente discusso il ruolo delle *investor relations* all'interno dell'impresa e l'importanza della figura dell'*investor relations manager* in quanto responsabile delle relazioni che la società costruisce con gli investitori.

Questo quarto ed ultimo capitolo sarà interamente dedicato alla valutazione della qualità delle *investor relations* sulla base delle risposte fornite ad un questionario nel 2011 dai responsabili IR di settantacinque aziende quotate. A tal proposito verrà descritto nel dettaglio la composizione del campione oggetto di analisi, indicando il settore e il segmento di mercato di appartenenza delle aziende.

Successivamente verrà indicato la metodologia di analisi prescelta, soprattutto per quanto riguarda le variabili considerate, la specificazione della loro misura e l'analisi delle risposte fornite nel questionario in merito a questi aspetti. Per di più, alcuni dati verrano confrontati con quanto emerso in un'indagine del 2002 per valutare la loro evoluzione nel tempo. Naturalmente è stato specificato anche il quadro concettuale e le domande di ricerca che hanno guidato l'analisi empirica svolta.

La parte centrale del capitolo è dedicata alla presentazione dei risultati emersi, in particolare la forza del legame esistente tra le variabili considerate che verrà testato tramite delle regressioni. Infatti l'intento della presente tesi è la costruzione di un modello che verifichi la correlazione esistente tra la qualità delle IR, le principali caratteristiche organizzative dell'ufficio che gestisce le relazioni con gli investitori e, infine, la sua operatività. Il capitolo si conclude con la presentazione del modello, indicando anche le sue principali limitazioni.

4.2 Il campione

L'organizzazione dell'ufficio di *investor relations* e le attività svolte variano da impresa ad impresa a seconda del peso e dell'importanza attribuita a tale funzione da parte delle aziende. A tal proposito, con il patrocinio dell'Associazione Italiana Investor Relations, è stato sottoposto un questionario ai responsabili dell'ufficio IR di aziende quotate alla Borsa Italiana di Milano nel periodo che va dal 22 dicembre 2010 al 28 febbraio 2011.

Il questionario, inviato via e-mail all'indirizzo dell'ufficio IR, è stato strutturato a domande chiuse per agevolarne la compilazione e si compone di cinque sezioni principali di seguito elencate:

1. Anagrafica societaria
2. Caratteristiche organizzative dell'ufficio IR
3. Operatività dell'ufficio IR
4. Misure e premi dell'attività di IR
5. Caratteristiche qualitative dell'attività di IR .

Le risposte fornite sono state poi analizzate e alcune di esse anche confrontate con quanto emerso da un'indagine precedentemente realizzata nel 2002, condotta presso l'Università Bocconi di Milano e coordinata dal professor Bertinetti, allo scopo di verificare l'evoluzione e le modifiche subite dall'attività di *investor relations* nel corso dell'ultimo decennio.

Le società che hanno risposto al questionario del 2011 sono complessivamente settantacinque, di diversi settori (principalmente del settore finanziario, dell'industria e dei beni di consumo), di cui cinquantadue appartenenti al segmento MTA, ventuno allo STAR e due all'AIM Italia, che al momento del sondaggio conta solo otto società quotate (Grafico 4.1 e 4.2).

Grafico 4.1 Settori di appartenenza del campione

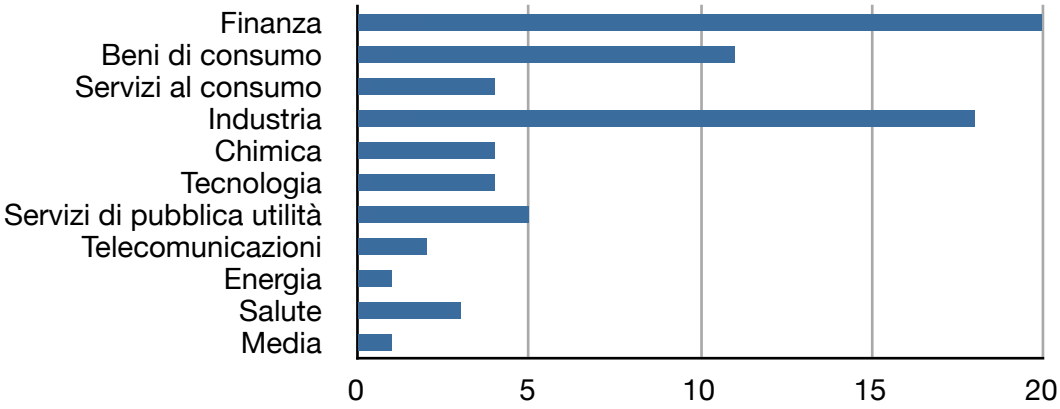
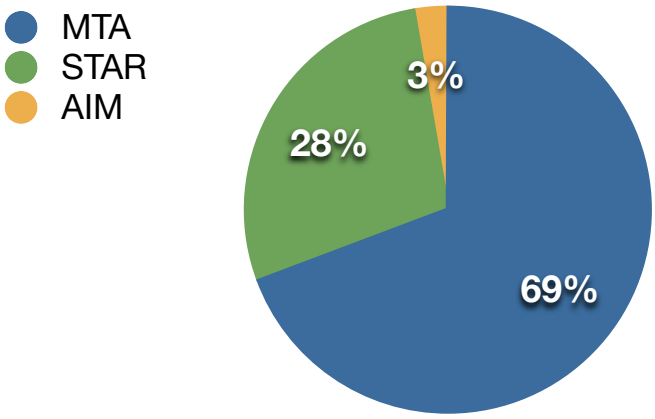


Grafico 4.2 Segmenti di mercato del campione



4.3 Metodologia di analisi

4.3.1 Caratteristiche organizzative e operatività dell'ufficio IR

L'analisi dettagliata delle risposte fornite nei questionari è stata oggetto di una precedente tesi e per tale motivo nel corso del capitolo ci si focalizzerà solo su due aspetti che verranno poi impiegati nell'analisi empirica (in Appendice A vengono riportate le sezioni dei questionari degli anni 2011 e 2002 prese in considerazione).

Il primo aspetto riguarda le caratteristiche organizzative dell'ufficio IR, in particolare verrano considerati tre elementi:

• il numero di persone che si dedicano alla gestione delle relazioni con gli investitori;

• le ore settimanali dedicate complessivamente dalla società alle IR;

• il numero di anni di svolgimento di tali attività

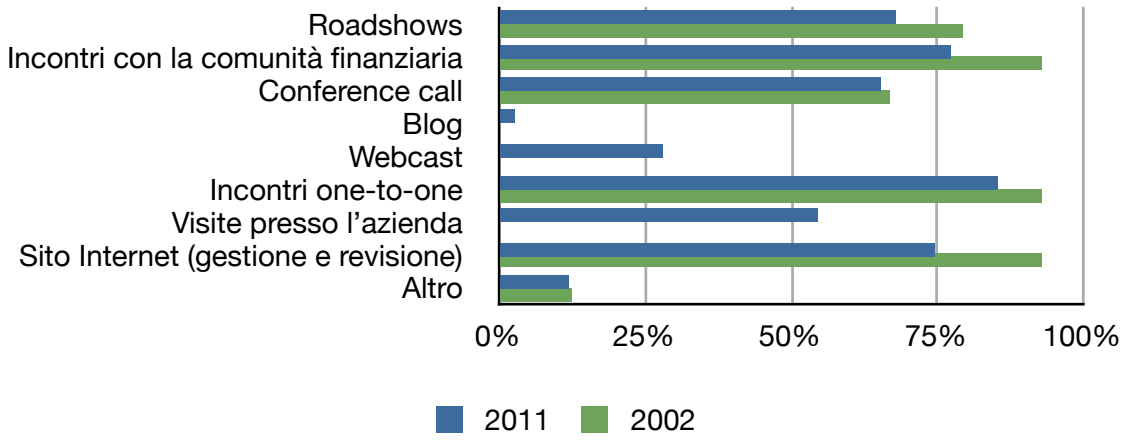
In base alle risposte fornite nel questionario del 2011 (oltre il 90% del campione considerato) le aziende impiegano in media due addetti per la gestione delle *investor relations* e non sempre a tempo pieno: naturalmente questo dato è variabile e fortemente influenzato dalla dimensione aziendale e dall'ammontare di budget annuale a disposizione dell'ufficio IR. Per quanto riguarda il secondo elemento, emerge che le aziende in media dedicano complessivamente quarantotto ore alla gestione delle relazioni con gli investitori (in questo caso la percentuale dei rispondenti è pari al 65% del campione). Infine, le attività di *investor relations* vengono svolte da almeno sei anni all'interno delle aziende intervistate, che quindi hanno maturato una certa esperienza in tale campo.

Il secondo aspetto che verrà considerato in questa sede riguarda l'operatività dell'ufficio IR, che è stata misurata tramite due differenti *proxy*.

Una prima misura è rappresentata dalla tipologia e dal numero annuale di attività operative organizzate dall'ufficio IR, ossia i roadshows, gli incontri con la comunità finanziaria (analisti, investitori, ecc.), le conference call, i blog, i webcast, gli incontri *one-to-one*, le visite organizzate presso l'azienda e la gestione e revisione del sito Internet aziendale.

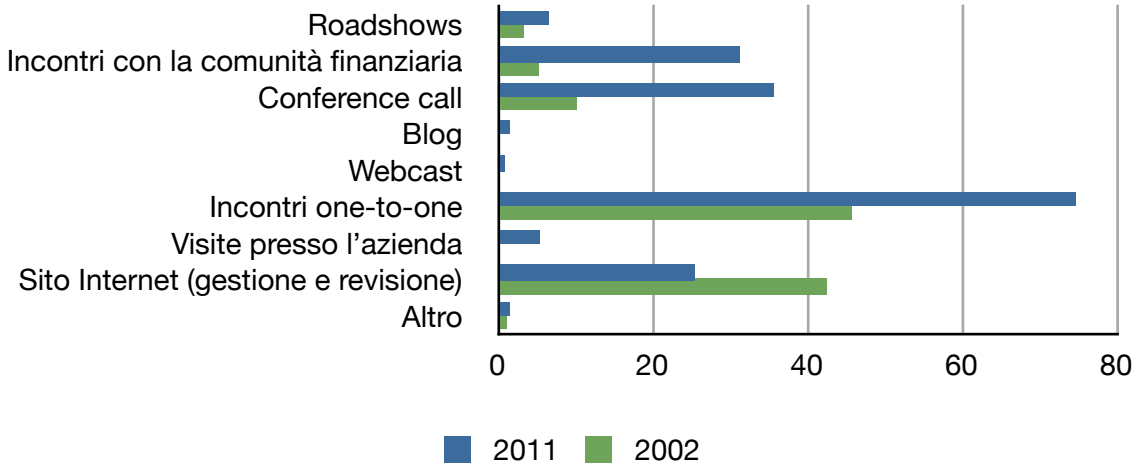
Le risposte fornite nei questionari del 2002 e del 2011 sono coerenti tra loro, facendo emergere che le attività operative principalmente organizzate dall'ufficio IR sono costituite dagli incontri *one-to-one* e quelli con la comunità finanziaria, seguiti dall'attività di gestione e revisione del sito Internet aziendale e dall'organizzazione di roadshows e conference calls. Rispetto al 2002, il 28% del campione del 2011 si serve anche di webcast come strumento per intrattenere rapporti con la comunità di investitori, mentre poco diffusi sono i blog, utilizzati da meno del 3% della aziende intervistate (Grafico 4.3).

Grafico 4.3: Attività operative ufficio IR



Nel corso degli otto anni che sono trascorsi tra le due indagini si può notare come ci sia stato un aumento dei valori medi annuali di tutte le attività operativa, unica eccezione fatta per la gestione e revisione del sito Internet che nel 2011 è diminuita rispetto al 2002, probabilmente per il fatto che tale attività è diventata di competenza di altri uffici e non più di quello che si occupa di gestire le relazioni con gli investitori (Grafico 4.4).

Grafico 4.4 Attività operative ufficio IR (valore medio annuale)



In particolare, con riferimento al questionario del 2011, emerge che mediamente il numero complessivo di attività operative organizzate dall'ufficio IR durante l'anno è pari a centoquarantatré. In base ai dati forniti (infatti come si può osservare dalla Tabella 4.1 non tutte le aziende del campione hanno specificato per ciascuna attività

operativa il loro numero annuale), in media ogni mese si organizzano sei incontri *one to one* e poco più di due incontri con la comunità finanziaria, mentre si ha un roadshow uno ogni due mesi e un totale di trentacinque conference call all'anno. Infine la gestione e revisione del sito web aziendale viene effettuata all'incirca due volte al mese. Come già detto in precedenza, quest'ultimo dato si è sensibilmente ridotto rispetto al 2002, ma è bene osservare che solo il 57% del campione ha fornito una risposta precisa a tale domanda del questionario (Tabella 4.1).

Tabella 4.1: Numero di attività operative organizzate all'anno

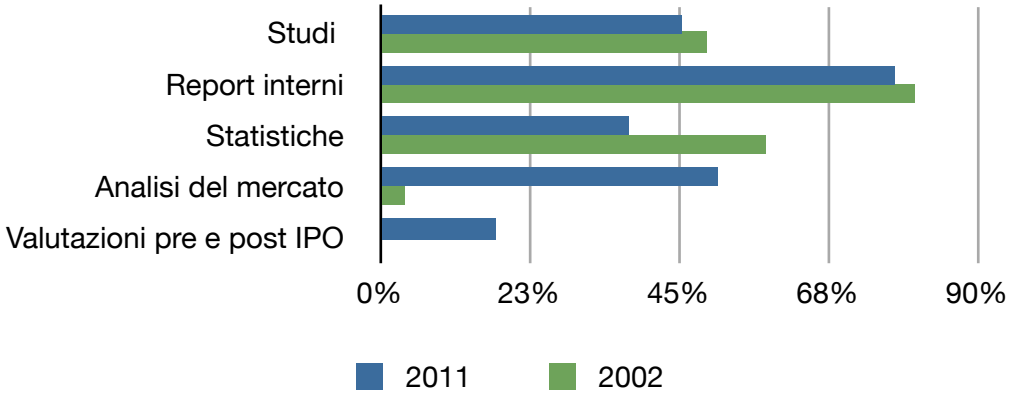
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Nroadshows	70	6.442857	10.18615	0	51
Ncomfin	62	31.17742	96.82323	0	500
Nconference	66	35.56061	187.8362	0	1500
Nblog	72	1.444444	12.25652	0	104
Nwebcast	68	.7941176	1.598122	0	6
Nonetoone	58	74.62069	102.9333	0	360
Nvisite	64	5.265625	16.17586	0	125
NsitoInternet	43	25.34884	76.63453	0	365
Naltro	70	1.428571	9.616669	0	80
NAttivitaIR	75	143.2533	279.6242	0	1741

Una seconda misura dell'operatività è rappresentata dalla tipologia di output prodotti dall'ufficio IR, ossia gli studi, i report ad uso interno, le analisi del mercato, le statistiche e, infine, le valutazioni pre e post IPO (*Initial Public Offering*).

Nel 2002 i report ad uso interno rappresentano l'output maggiormente prodotto dall'ufficio IR, seguito da statistiche e studi, mentre le analisi del mercato occupano l'ultimo posto. In base alle risposte fornite nei questionai del 2011, l'output principale è rappresentato dai report ad uso interno, seguiti da analisi del mercato, studi e statistiche, mentre poco frequenti sono le valutazioni pre e post IPO. Quest'ultimo dato è giustificabile dal fatto che sono poche le imprese che nell'anno di indagine e in quelli immediatamente precedenti e/o successivi hanno dovuto affrontare un'offerta pubblica di acquisto. Pertanto l'unica differenza rispetto a 2002 è che la redazione di analisi del mercato ha soppiantato quella di statistiche, probabilmente per la maggiore necessità

rispetto al passato di monitorare costantemente l'ambiente in cui opera l'azienda e le strategie dei concorrenti in un periodo di forte instabilità economica come quello che ha caratterizzato gli ultimi anni l'economia mondiale (Grafico 4.5).

Grafico 4.5 Output prodotti



4.3.2 La qualità delle IR

Dopo aver illustrato e analizzato le caratteristiche organizzative dell'ufficio che gestisce le relazioni con gli investitori e l'operatività dell'ufficio IR in termini sia di attività operative organizzate sia di output prodotti, verrà ora considerato un ulteriore elemento utile per l'analisi empirica: la qualità delle IR.

Già nel corso del secondo capitolo è stata sottolineata l'importanza della qualità della comunicazione finanziaria e soprattutto delle relazioni con gli investitori come mezzo per la diffusione del valore creato dalle imprese. Numerosi sono gli studi che hanno trattato il tema della qualità delle IR, proponendo diverse modalità di misurazione. A tal proposito, per costruire un indicatore della qualità delle pratiche IR adottate dalle aziende del campione, è stato preso spunto dallo studio condotto da Hoffmann, Tutic e Wies [2011] tra i professionisti di IR che lavorano in aziende incluse nell'indice borsistico Euronext 100. L'originalità del lavoro consiste nell'aver dimostrato come un'elevata qualità delle *investor relations* e un basso livello dell'attivismo degli azionisti si accompagnino ad una certa diversità del background formativo del team di IR. In particolare, la presenza di esperti di marketing e di comunicazione nel team delle IR contribuisce ad un livello elevato della qualità e a limitati episodi di attivismo degli azionisti.

Gli autori, al fine di misurare la qualità, hanno raccolto le informazioni sulle pratiche IR controllando i siti web aziendali. La classificazione delle attività di IR è stata creata in accordo con i criteri internazionalmente riconosciuti dall'ABAF (Associazione Belga degli Analisti Finanziari), molto diffusi e utilizzati dai professionisti europei delle IR. Inoltre, al fine di garantire la completezza dell'indice, gli autori hanno anche condotto delle interviste telefoniche con i professionisti del settore. In particolare, sono state prese in considerazione ventuno pratiche IR in base alle quali le aziende sono stata valutate: a ciascuna è stata attribuito un punteggio, che, sommati tra loro, permettono di giungere ad un punteggio complessivo della qualità delle IR.

Prendendo spunto dal lavoro degli autori, si è pertanto deciso di misurare la qualità delle IR delle aziende del campione in base alle notizie reperibili all'interno del sito Internet aziendale. Gli items ritenuti indicatori della qualità delle pratiche IR sono stati ridotti da ventuno a dodici (Tabella 4.2), classificati in tre categorie:

a) informazioni operative relative all'azienda;

b) canali di comunicazioni offerti;

c) *disclosure* delle informazioni

Tabella 4.2: Items considerati per la valutazione della qualità delle IR

Informazioni operative	**Canali di comunicazione**	**Disclosure delle informazioni**
Storia aziendale	Link alla sezione IR	Prezzo azionario
Mission aziendale	Contatti	Navigabilità del sito
Portafoglio prodotti	Comunicati stampa	Bilancio annuale
	Area analisti	Dirigenti
		Assemblea azionisti

Anche in questo caso è stato assegnato un punteggio a ciascuna caratteristica, nello specifico da 1 a 4 (in cui 1 indica un livello insufficiente e 4 un livello ottimo), che sommati fra loro permettono di giungere ad un punteggio complessivo della qualità delle IR (in Appendice A è riportato il dettaglio degli elementi considerati nell'assegnazione dei punteggi).

Grafico 4.6 Qualità totale delle IR

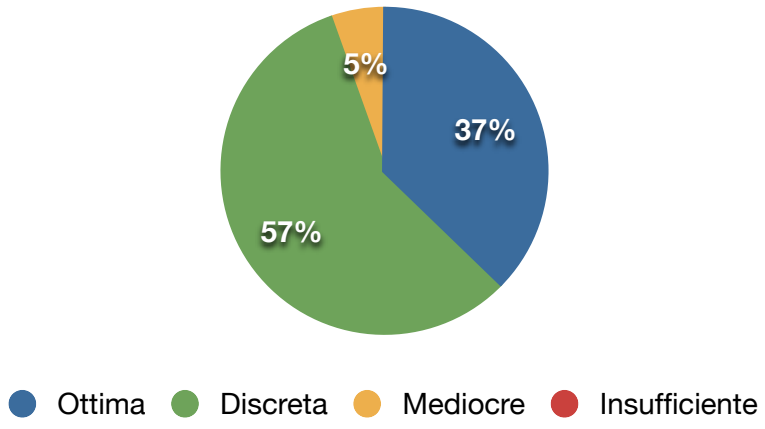


Tabella 4.3: Livelli di qualità totale delle IR

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Insufficiente	0				
Mediocre	4	23	1.414214	21	24
Discreta	43	31.27907	3.445671	25	36
Ottima	28	39.82143	2.722384	37	45

Come si può notare dal Grafico 4.6 e dalla Tabella 4.3, il 57% delle aziende del campione presenta un indice complessivo di qualità delle IR buono (punteggi che oscillano da un minimo di 25 ad un massimo di 36), seguito da un livello ottimo (per le imprese con punteggi compresi tra 37 e 48). Solo il 5% presenta una qualità complessiva mediocre (per le imprese con punteggi compresi tra 13 e 24), mentre nessuna azienda presenta una qualità insufficiente.

Nel complesso, dunque, le aziende del campione presentano una qualità apprezzabile e, quindi, soddisfacente delle pratiche di *investor relations* a testimonianza dell'importanza riconosciuta a tali attività da parte delle imprese, che per tale motivo hanno deciso di inserire all'interno del loro sito Internet una serie di informazioni approfondite e utili alla comunità degli investitori.

Tabella 4.4: Valutazione singoli items della qualità delle IR

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Storia	75	3.36	.8950313	1	4
Mission	75	2.4	1.335584	1	4
Portfolio	75	3.6	.7352146	1	4
LinkIR	75	3	.2324953	2	4
Contatti	75	2.733333	.8436301	1	4
News	75	3.213333	.4439787	2	4
Analisti	71	2.422535	.8890118	1	4
Prezzo	56	2.928571	1.041976	1	4
Comfort	75	2.72	.8630555	1	4
Bilancio	75	3.066667	.7593264	1	4
Dirigenti	75	2.84	.9449725	1	4
Assemblea	75	2.613333	.7145842	1	3

In particolare, la maggior parte delle imprese fornisce informazioni dettagliate e precise sul portafoglio dei prodotti e servizi offerti e sulla storia dell'impresa. Infatti, i punteggi più elevati riguardano proprio questi due aspetti delle informazioni operative relative alla società, mentre in media le informazioni relative alla *mission* e ai valori aziendali sono esposte in modo poco chiaro, raggiungendo un livello poco più che sufficiente (Tabella 4.4).

Livelli buoni sono raggiunti anche nei canali di comunicazione utilizzati, soprattutto i comunicati stampa e la presenza di una sezione dedicata alle *investor relations* (tuttavia nessuna azienda del campione articola tale sezione in base alle categorie di *audience*). Solo cinquantasei aziende del campione riportano informazioni sul prezzo azionario, che mediamente sono di livello quasi discreto, che però varia abbastanza da impresa a impresa (Tabella 4.4).

Infine, le principali informazioni divulgate sono rappresentate dai bilanci annuali: la maggior parte dei siti, infatti, riporta una sezione dedicata ai bilanci e alle relazioni annuali aggiornati e l'archivio degli ultimi anni. Solo diciotto imprese, invece, riportano anche la registrazione di conference call e webast o statistiche di mercato o sull'attività della società. Infine, le imprese riportano mediamente informazioni relative ai propri dirigenti in modo più che sufficiente, indicando il loro nome e la carica ricoperta; nel 30% dei casi viene specificato il loro profilo professionale e in un altro 31% anche i

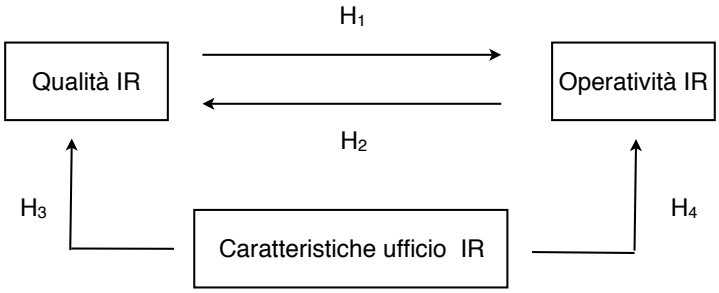
loro compensi annuali. Questo dato indica la grande trasparenza dell'impresa e del management stesso nei confronti dei suoi investitori (Tabella 4.4).

4.4 Quadro concettuale ed ipotesi

L'analisi che segue ha come obiettivo la costruzione di un modello che tenti di spiegare la correlazione esistente tra l'operatività dell'ufficio IR, le sue caratteristiche organizzative e soprattutto con la qualità delle *investor relations.*

Vista la disponibilità dei dati relativi sia alla qualità delle pratiche IR sia all'operatività dell'ufficio IR sia delle sue caratteristiche organizzative solo per le aziende che hanno risposto al questionario del 2011, l'analisi empirica verrà svolta solo su quel campione, in base al seguente quadro concettuale (Figura 4.1):

Figura 4.1 Framework di riferimento



Fonte: elaborazione personale

La prima parte dell'analisi è tesa a verificare l'esistenza e il tipo di relazione tra la qualità delle pratiche IR e l'operatività del relativo ufficio, intesa quest'ultima solo come l'organizzazione di attività tese a intrattenere le relazioni con gli investitori ed il loro eventuale numero. Si è ritenuto, infatti, che con riferimento alle *investor relations*, l'organizzazione di roadshows, di incontri *one-to-one* e attività simili fosse una misura più significativa dell'operatività dell'ufficio IR rispetto alla redazione di report interni, statistiche o analisi del mercato.

H1: La qualità delle IR influisce sull'operatività dell'ufficio IR?

H2: L'operatività dell'ufficio IR influisce sulla qualità delle IR?

In secondo luogo, si è proceduto a verificare se le caratteristiche organizzative dell'ufficio IR fossero in qualche modo collegate sia alla qualità delle pratiche IR messe in atto dalle imprese sia all'operatività dell'ufficio.

H3: Le caratteristiche dell'ufficio IR influiscono sulla qualità delle IR?

H4: Le caratteristiche dell'ufficio IR influiscono sull'operatività dell'ufficio IR?

Infine, si è cercato di mettere insieme i risultati raggiunti nelle precedenti analisi per costruire un modello capace di verificare se la combinazione sia dell'organizzazione delle attività operative sia delle caratteristiche organizzative dell'ufficio IR potesse influenzare la qualità totale delle *investor relations.*

È bene precisare che le variabili considerate sono condizionate da una moltitudine di fattori interni ed esterni, che in quest'analisi non potranno essere considerate del tutto, date le informazioni limitate a disposizione. Pertanto le conclusioni a cui giunge questa tesi, seppure significative, dovranno essere interpretate senza generalizzazioni eccessive, che potrebbero dimostrarsi fuorvianti. In particolare, la misurazione della qualità delle IR è avvenuta considerando soltanto alcuni elementi e non vuole affatto costituire un indicatore unico e assoluto.

Per testare l'esistenza di un qualche legame tra le variabili sopra descritte si è proceduto al calcolo del coefficiente di correlazione, il quale, come è noto, indica la loro tendenza a variare insieme, ma non implica necessariamente una relazione di causa-effetto tra le variabili. Nel caso in cui entrambe le variabili fossero discrete è stato calcolato il coefficiente di correlazione lineare, mentre nel caso in cui una delle variabili fosse di tipo dicotomico (per esempio 1 sta ad indicare l'organizzazione di un evento, 0 altrimenti) si è proceduto al calcolo del coefficiente di correlazione punto-biseriale (Appendice B).

Una volta stabilita l'esistenza di un legame tra le variabili si è proceduto a svolgere delle regressioni, inizialmente semplici e successivamente sempre più complesse per arrivare alla costruzione di uno o più modelli in grado di descrivere la relazione di causa-effetto tra gli elementi sopra descritti (Appendice C e D).

In particolare, si è deciso di svolgere delle regressioni che utilizzano dati di tipo *panel*, le quali considerano le osservazioni sugli individui (dette unità *cross-section*) in

più momenti temporali. Nel caso in esame gli individui sono rappresentati dalle settantacinque imprese che costituiscono il campione, per le quali le osservazioni riguardano solo l'anno 2011. Pertanto è stato scelto un modello a effetti fissi, in quanto osserva come variano i fattori tra le diverse unità (imprese), ma rimanendo costanti rispetto al tempo (*fixed effects* appunto). Tale modello, infatti, ipotizza *n* intercette differenti, invarianti rispetto al tempo, una per ogni unità, assumendo la stessa pendenza e varianza costante tra i soggetti.

La variabile considerata per la costituzione del *panel* è rappresentata dal settore di mercato di appartenenza al fine di tenere in considerazione eventuali caratteristiche aziendali riconducibili a tale elemento.

Le statistiche, le correlazioni e infine le regressioni qui di seguito riportate sono stata svolte grazie all'ausilio del software statistico Small Stata 12.0.

4.5 Evidenze empiriche

4.5.1 Operatività ufficio IR e qualità delle *investor relations*

In riferimento all'organizzazione delle attività operative da parte dell'ufficio IR, sono soprattutto le conference call, i roadshows, gli incontri *one-to-one* e i blog (anche se in misura minore rispetto ai precedenti) ad essere maggiormente correlati con l'indice di qualità totale delle IR (Tabella 4.5). Le altre attività, vale a dire gli incontri con la comunità finanziaria, i webcast, le visite presso l'azienda e la revisione del sito Internet, presentano una correlazione con la qualità delle IR più bassa e, quindi, meno significativa e pertanto ora non verranno considerate. In ogni caso tutti i risultati a cui si è pervenuti durante l'analisi sono disposizione del lettore e riportati integralmente in Appendice B e C.

Tabella 4.5: Correlazione (punto-biseriale) tra le principali attività operative e la qualità totale delle IR

Attività	Indice	Np	p	Nq	q	Coef.	t	P>|t|
Roadshows	QualitàIR	51	0.70	22	0.30	0.4384	4.1103	0.0001
Conference call	QualitàIR	49	0.67	24	0.33	0.6532	7.2699	0.0001
Blog	QualitàIR	2	0.03	71	0.97	0.2879	2.5334	0.0135
Incontri one to one	QualitàIR	64	0.88	9	0.12	0.4380	4.1057	0.0001

Obs=73 df=71

Np = numero di osservazioni per le quali la variabile dicotomica è pari a 1

Nq = numero di osservazioni per le quali la variabile dicotomica è pari a 0

p,q = rispettivi rapporti

Soprattutto si può notare come ci sia una relazione positiva (non sempre molto forte) tra una qualità totale delle IR discreta (comune alla maggior parte delle aziende del campione) e l'organizzazione delle principali attività operative, stando ad indicare che ad una migliore qualità solitamente corrisponde la decisione delle imprese di organizzare una serie di eventi tesi a mantenere e sviluppare i rapporti con la comunità di investitori (Tabella 4.6).

Tabella 4.6: Correlazione (punto-biseriale) tra le principali attività operative e qualità delle IR discreta

Attività	QualitàIR	Np	p	Nq	q	Coef.	t	P>|t|
Roadshows	Discreta	23	0.56	18	0.44	0.2865	1.8675	0.0694
Comunità finanziaria	Discreta	33	0.80	8	0.20	0.4017	2.7391	0.0092
Conference call	Discreta	22	0.54	19	0.46	0.4943	3.5508	0.0010
Incontri one to one	Discreta	34	0.83	7	0.17	0.3388	2.2489	0.0302
Visite presso l'azienda	Discreta	20	0.49	21	0.51	0.1116	0.7012	0.4873
Sito Internet	Discreta	32	0.78	9	0.22	0.1104	0.6935	0.4921

Obs=41 df=39

Np = numero di osservazioni per le quali la variabile dicotomica è pari a 1

Nq = numero di osservazioni per le quali la variabile dicotomica è pari a 0

p,q = rispettivi rapporti

Valutando anche la relazione tra il numero totale di tali attività operative organizzate e la qualità delle IR emerge una correlazione positiva pari allo 0.3177. In particolare, gli items della qualità maggiormente correlati positivamente al numero totale di eventi sono la sezione del sito riservata agli analisti (ρ=0.3445) e ai contatti dell'ufficio IR (ρ=0.2441), seguiti dall'indicazione della *mission* (ρ=0.2361) e della storia aziendale (ρ=0.2204).

Inoltre, considerando solo le aziende che hanno specificato il numero di attività organizzate all'anno per ciascuna tipologia, è emerso che esiste una relazione positiva interessante tra il numero di incontri *one-to-one*, di roadshows, di webcast e, infine, il numero di volte all'anno in cui viene gestito e revisionato il sito aziendale (Tabella 4.7).

Tabella 4.7: Correlazione tra il numero annuale di attività operative e la qualità totale delle IR

obs=41

	Nonetoone	Nroadshows	Nwebcast	Nsito	QualitaIR
Nonetoone	1.0000				
Nroadshows	0.6437	1.0000			
Nwebcast	0.5953	0.3282	1.0000		
Nsito	0.5425	0.5057	0.2934	1.0000	
QualitaIR	0.5676	0.3119	0.3870	0.2300	1.0000

Focalizzandoci sempre sulle aziende con qualità delle IR discreta, viene confermata la relazione positiva già riscontrata in precedenza: pertanto quanto più la qualità delle IR è buona tanto maggiore sarà il numero di attività operative organizzate nel corso dell'anno, soprattutto il numero di incontri *one-to-one* (ρ=0.4788) e di roadshows (ρ=0.3617) con gli investitori.

Detto ciò, per le aziende che presentano una qualità ottima delle IR ci si aspetterebbe una relazione altrettanto positiva e anche più forte con il il numero di eventi organizzati all'anno. Tuttavia, in base ai dati del campione, emerge una leggera correlazione negativa (ρ= −0.1225), in particolare tra la qualità ottima e le attività principalmente diffuse tra le aziende (roadshows, conference call, incontri *one-to-one* e gestione del sito), mentre si riscontra una correlazione positiva con gli strumenti meno utilizzati come i blog (ρ=0.3919) e i webcast (ρ=0.2291). Probabilmente questo dato è

dovuto al fatto che il numero di attività organizzate da imprese con qualità elevata non è aumentato in modo proporzionale al crescere della qualità, ma è in linea con quelle tradizionalmente organizzate da aziende con qualità discreta, le quali si dedicano poco o niente ad attività più moderne ed innovative per gestire le relazioni con gli investitori, come appunto i blog e i webcast.

4.5.2 Influenza della qualità delle *investor relations* sull'operatività dell'ufficio IR

La prima ipotesi di questa tesi si riferisce all'influenza della qualità delle IR sull'operatività dell'ufficio incaricato di gestire le relazioni con gli investitori.

Vista la correlazione elevata riscontrata, si è proceduto a regredire l'indice di qualità totale delle IR rispettivamente su l'organizzazione di roadshows, conference call e di incontri *one-to-one*. Dalla Tabella 4.8 emerge che in tutti e tre i casi la qualità delle *investor relations* è significativamente diversa da zero, stando ad indicare che effettivamente il livello qualitativo delle relazioni con gli investitori influisce sulla decisione delle imprese di organizzare i principali eventi e attività per mantenere tali relazioni quali sono appunto i roadshows, le conference call e gli incontri individuali.

Tabella 4.8: L'influenza della qualità delle IR sull'organizzazione delle attività operative

	1	2	3
VARIABLES	Roadshows	Conference	Onetoone
QualitaIR	0.198***	0.390***	0.278**
	(0.00330)	(0.000290)	(0.0213)
Observations	62	62	40
Chi2-value	0.0007	0.0000	0.0028
Number of Settore	7	7	3

pvalue in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Inoltre si è deciso di testare anche la relazione tra il numero annuale di attività organizzate dall'ufficio IR e la qualità, che in base ai risultati della Tabella 4.7 sembra

essere abbastanza forte. Anche in questo caso la regressione conferma che il coefficiente della variabile esplicativa è significativamente diversa da zero e che, quindi, la qualità delle relazioni con gli investitori influenza positivamente il numero totale di eventi che verranno organizzati all'anno, soprattutto il numero di incontri *one-to-one,* di webcast e di roadshows (Tabella 4.9).

Tabella 4.9: Influenza della qualità IR sul numero annuale di attività operative organizzate

	1	2	3	4
VARIABLES	**NAttivitaIR**	**Nroadshows**	**Nwebcast**	**Nonetoone**
QualitaIR	18.16***	0.704***	0.112***	8.683***
	(0.00554)	(0.00620)	(0.00413)	(0.00190)
Constant	-475.7**	-17.59**	-2.995**	-220.9**
	(0.0336)	(0.0450)	(0.0237)	(0.0195)
Observations	73	68	66	56
R-squared	0.119	0.126	0.140	0.199
F-value	0.0055	0.0062	0.0041	0.0019
Number of Settore	11	11	10	11

pvalue in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.5.3 Influenza dell'operatività dell'ufficio IR sulla qualità delle *investor relations*

La seconda ipotesi che proposta in questa tesi affronta il caso esattamente contrario rispetto al precedente, ossia tenta di verificare se sia piuttosto l'operatività dell'ufficio IR ad influenzare la qualità delle relazioni con gli investitori.

Partendo sempre dal dato relativo alla correlazione tra le variabili in esame (non cambia rispetto al caso preso in esame nel paragrafo 4.5.2), dalle regressioni effettuate si deduce come soprattutto l'organizzazione di conference call, di roadshows, di incontri *one-to-one* e di blog possano influenzare in modo favorevole il livello qualitativo delle IR (Tabella 4.10).

Tabella 4.10: Influenza organizzazione attività operative sulla qualità delle IR

	1	2	3	4
VARIABLES	**QualitaIR**	**QualitaIR**	**QualitaIR**	**QualitaIR**
Roadshows	5.087***			
	(0.000619)			
Conference call		7.376***		
		(9.40e-08)		
Blog			9.298**	
			(0.0262)	
Onetoone				6.820***
				(0.00244)
Constant	30.83***	29.32***	34.15***	28.26***
	(0)	(0)	(0)	(0)
Observations	71	71	71	71
R-squared	0.181	0.385	0.081	0.145
F-value	0.0006	0.0000	0.0262	0.0024
Number of Settore	11	11	11	11

pvalue in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Nel testare questa seconda ipotesi, oltre a considerare l'influenza che l'organizzazione delle singole attività esercita sulla qualità, si è voluto valutare anche il caso in cui siano più variabili esplicative a influenzare contemporaneamente la qualità totale delle IR. Infatti, come si può notare dalla Tabella 4.11, la combinazione di roadshows e blog (colonna 1), oppure di conference call e blog (colonna 2), oppure di incontri *one-to-one* e blog (colonna 3) influenzano in modo significativo il livello di qualità delle relazioni con gli investitori raggiunto dalle imprese.

Tabella 4.11: Influenza organizzazione di più attività operative sulla qualità delle IR

	1	2	3	4	5	6
VARIABLES	**QualitaIR**	**QualitaIR**	**QualitaIR**	**QualitaIR**	**QualitaIR**	**QualitaIR**
Roadshows	4.746***			3.427**		0.150
	(0.00109)			(0.0237)		(0.923)
Blog	7.733**	7.701**	9.298**	8.168**	7.863**	7.831**
	(0.0451)	(0.0200)	(0.0167)	(0.0300)	(0.0174)	(0.0195)
Conference call		7.149***			6.424***	6.344***
		(9.08e-08)			(9.04e-06)	(0.000153)
Onetoone			6.820***	4.686**	2.340	2.303
			(0.00165)	(0.0370)	(0.242)	(0.262)
Constant	30.85***	29.26***	28.00***	27.54***	27.64***	27.63***
	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Observations	71	71	71	71	71	71
R-squared	0.237	0.441	0.226	0.293	0.454	0.454
F-value	0.0004	0.0000	0.0006	0.0002	0.0000	0.0000
Number of Settore	11	11	11	11	11	11

pvalue in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Inoltre, osservando la colonna 4 della Tabella 4.11, emerge un possibile modello che comprende fino a tre variabili esplicative significative, riportato qui di seguito:

$$\text{QualitàIR} = \beta_0 + \beta_{\text{Roadshows}} + \beta_{\text{Blog}} + \beta_{\text{One to one}} + \varepsilon$$

Sulla base di questo modello si può affermare che il giudizio complessivo sulla qualità delle *investor relations* è influenzato positivamente dalla combinazione di attività abbastanza diffuse tra le imprese, come sono appunto i roadshows e gli incontri individuali, con i blog che, invece, sono strumenti più innovativi e meno utilizzati.

La costruzione di un modello che consideri gli incontri *one-to-one* al posto dei roadshows (colonna 5) o addirittura uno più complesso che comprenda tutte e quattro le

variabili considerate (colonna 6) non è possibile, dato che alcuni parametri non risultano essere più significativi. Nel modello di colonna 5, infatti, il p-value degli incontri individuali è più elevato del livello di significatività fissato a 0.05, così come per i p-value sia di roadshows che di incontri *one-to-one* nel modello di colonna 6. Questo dato può essere giustificato dal fatto che la correlazione tra le variabili usate nei modelli non è molto bassa e che quindi la loro combinazione può dar luogo a problemi di multicollinearità, facendo sì che la significatività dei singoli parametri risulti compromessa (Tabella 4.12).

Tabella 4.12: Correlazione tra alcune attività operative

obs=73

	Roadshows	Conference	Blog	Onetoone
Roadshows	1.0000			
Conference	0.6207	1.0000		
Blog	0.1102	0.1175	1.0000	
Onetoone	0.3893	0.5358	0.0629	1.0000

Focalizzandosi sul numero di attività operative, dalle regressioni effettuate emerge che il numero totale annuale influisce in modo positivo sulla qualità. In particolare, dalla Tabella 4.13 si può osservare che il numero annuale di incontri *one-to-one*, di webcast, di roadshows e infine il numero di volte in cui il sito aziendale viene revisionato influiscono positivamente sulla qualità. Ancora una volta, però, non è possibile costruire un modello in grado di considerare contemporaneamente l'influenza di questi tre tipi di attività sul livello qualitativo (colonna 6), data la forte correlazione tra le variabili (Tabella 4.7).

Tabella 4.13: Influenza numero annuale di attività operative organizzate sulla qualità delle IR

	1	2	3	4	5	6
VARIABLES	**QualitaIR**	**QualitaIR**	**QualitaIR**	**QualitaIR**	**QualitaIR**	**QualitaIR**
NAttivitaIR	0.00658***					
	(0.00554)					
Nroadshows		0.179***				-0.000800
		(0.00620)				(0.993)
Nwebcast			1.256***			0.523
			(0.00413)			(0.439)
Nonetoone				0.0229***		0.0163
				(0.00190)		(0.185)
Nsito					0.0211**	0.00215
					(0.0384)	(0.860)
Constant	33.31***	33.16***	33.17***	32.57***	33.65***	32.02***
	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Observations	73	68	66	56	41	39
R-squared	0.119	0.126	0.140	0.199	0.131	0.289
F-value	0.0055	0.0062	0.0041	0.0019	0.0384	0.0567
Number of Settore	11	11	10	11	9	9

pvalue in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.5.4 Caratteristiche ufficio IR e qualità delle *investor relations*

Nel prosieguo del lavoro è stata, inoltre, testata l'esistenza di una qualche relazione tra le caratteristiche organizzative dell'ufficio IR e la qualità delle *investor relations.* Anche in questo caso si riscontra ancora una relazione positiva tra le variabili considerate, in particolare con il numero di addetti che compongono l'ufficio che gestisce le relazioni con gli investitori, il numero di ore complessivamente dedicate dalla società a tali attività e infine il numero di anni di svolgimento delle IR. Come si può notare dalla Tabella 4.14 il legame stesso tra le variabili che rappresentano le caratteristiche dell'ufficio IR è molto forte.

Tabella 4.14: Correlazione tra caratteristiche ufficio IR e qualità totale delle IR

obs=46

	AddettiIR	OreIR	AnniIR	QualitaIR
AddettiIR	1.0000			
OreIR	0.7892	1.0000		
AnniIR	0.5169	0.5290	1.0000	
QualitaIR	0.4180	0.3956	0.2610	1.0000

4.5.5 Influenza caratteristiche ufficio IR sulla qualità delle *investor relations*

La terza ipotesi che tenta di verificare questa tesi è relativa all'influenza delle caratteristiche organizzative dell'ufficio IR sulla qualità totale. Dalle regressioni effettuate si può notare come sia il numero di addetti che le ore dedicate complessivamente dalla società alle IR influenzino in modo positivo la qualità (Tabella 4.15). Si tratta di un risultato abbastanza atteso e comprensibile: tanto più elevato è il numero di persone che si occupano di gestire le relazioni con la comunità finanziaria e tanto più tempo viene dedicato a queste, tanto più elevata sarà la qualità di tali relazioni. Non è possibile, invece, affermare che un'azienda che svolge le attività di IR da più anni presenti una qualità delle relazioni con gli investitori più elevata rispetto ad imprese che si sono dotate di questo ufficio solo recentemente. L'esperienza maturata in questo campo è sicuramente un fattore positivo, ma in questo caso non costituisce un elemento discriminante. Per di più, non bisogna dimenticare che le caratteristiche organizzative dell'ufficio IR prese in considerazione sono fortemente legate alle dimensioni aziendali e, di conseguenza, al budget che viene destinato a tale funzione. Ricordando, inoltre, che il legame tra le variabili è abbastanza forte, la loro interazione in un unico modello compromette la significatività dei singoli parametri e del modello stesso nel complesso (colonna 4).

Tabella 4.15: Influenza caratteristiche ufficio IR sulla qualità delle IR

	1	2	3	4
VARIABLES	**QualitaIR**	**QualitaIR**	**QualitaIR**	**QualitaIR**
AddettiIR	1.170***			0.636
	(0.00410)			(0.378)
OreIR		0.0190**		0.0121
		(0.0339)		(0.421)
AnniIR			0.185	(0.159)
			(0.299)	(0.528)
Constant	32.27***	32.86***	33.06***	32.90***
	(0)	(0)	(0)	(0)
Observations	68	47	68	45
F-value	0.0041	0.0339	0.2986	0.1707
R-squared	0.138	0.122	0.019	0.147
Number of Settore	11	11	11	11

pvalue in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.5.6 Caratteristiche ufficio IR e operatività

Dopo aver considerato la relazione con l'indice di qualità totale, è stato inoltre valutato il legame esistente tra le singole caratteristiche organizzative dell'ufficio IR e la sua operatività. Osservando la Tabella 4.16 si può notare come sia il numero di persone che compongono l'ufficio IR (Tabella 4.16a) sia le ore che la società dedica complessivamente alle *investor relations* (Tabella 4.16b) sembrano essere collegate positivamente soprattutto con la predisposizione di webcast, di conference call e di roadshows, mentre con le altre attività operative la relazione positiva è debole o in alcuni leggermente negativa. Infine, il numero di anni di svolgimento delle attività di *investor relations* è collegato solo debolmente con l'organizzazione o meno di alcuni eventi, unica eccezione fatta per i webcast (ρ= 0.3040). Come già detto in precedenza le correlazioni meno significative tra le variabili sono riportate in Appendice B.

Tabella 4.16

a. Correlazione tra il numero di addetti e l'organizzazione di alcune attività operative

Attività	Caratteristica	Np	p	Nq	q	Coef.	t	P>|t|
Roadshows	AddettiIR	49	0.73	18	0.27	0.2199	1.8171	0.0738
Conference call	AddettiIR	49	0.73	18	0.27	0.2931	1.9855	0.0513
Webcast	AddettiIR	20	0.30	47	0.70	0.4162	3.6905	0.0005

Obs=67 df=65

Np = numero di osservazioni per le quali la variabile dicotomica è pari a 1

Nq = numero di osservazioni per le quali la variabile dicotomica è pari a 0

p,q = rispettivi rapporti

b. Correlazione tra il numero di ore dedicate alle IR e l'organizzazione di alcune attività operative

Attività	Caratteristica	Np	p	Nq	q	Coef.	t	P>|t|
Roadshows	OreIR	34	0.71	14	0.29	0.2004	1.3873	0.1720
Conference call	OreIR	33	0.69	15	0.31	0.2562	1.7976	0.0788
Webcast	OreIR	15	0.31	33	0.69	0.3674	2.6789	0.0102

Obs=48 df=46

Np = numero di osservazioni per le quali la variabile dicotomica è pari a 1

Nq = numero di osservazioni per le quali la variabile dicotomica è pari a 0

p,q = rispettivi rapporti

Per di più, esiste anche un legame interessante anche tra le caratteristiche dell'ufficio IR e il numero complessivo di attività operative organizzate dall'ufficio IR durante l'anno. Tali risultati sono riportati in Tabella 4.17.

Tabella 4.17: Correlazione tra caratteristiche ufficio IR e numero totale attività operative

obs=46

	AddettiIR	OreIR	AnniIR	NAttivitaIR
AddettiIR	1.0000			
OreIR	0.7892	1.0000		
AnniIR	0.5169	0.5290	1.0000	
NAttivitaIR	0.5006	0.5453	0.3003	1.0000

Infine, considerando solo le aziende che hanno specificato il numero di attività organizzate all'anno per ciascuna tipologia, osservando la Tabella 4.18 (a e b) si può notare come sia il numero di addetti dell'ufficio IR sia il numero di ore dedicate alle *investor relations* siano positivamente collegate con la gestione e revisione del sito Internet, così come con il numero di incontri *one-to-one*, di webcast e di roadshows. Gli anni di svolgimento di tale attività sono, invece, correlati positivamente soprattutto con il numero di webcast, di incontri individuali e di volte in cui il sito aziendale viene gestito e revisionato (Tabella 4.18c).

Tabella 4.18

a. Correlazione tra il numero di addetti IR e il numero di attività operative organizzate

obs=36

	Nroadshows	Nwebcast	Nonetoone	Nsito	AddettiIR
Nroadshows	1.0000				
Nwebcast	0.3005	1.0000			
Nonetoone	0.6489	0.6055	1.0000		
Nsito	0.5062	0.2912	0.5332	1.0000	
AddettiIR	0.3713	0.5180	0.6020	0.6930	1.0000

b. Correlazione tra il numero di ore dedicate alle IR e il numero di attività operative organizzate

obs=29

	Nroadshows	Nwebcast	Nonetoone	Nsito	OreIR
Nroadshows	1.0000				
Nwebcast	0.3039	1.0000			
Nonetoone	0.6928	0.6480	1.0000		
Nsito	0.5024	0.3544	0.6072	1.0000	
OreIR	0.3360	0.6463	0.6729	0.7070	1.0000

c. Correlazione tra il numero di anni di svolgimento delle IR e il numero di attività operative organizzate

obs=39

	Nroadshows	Nwebcast	Nonetoone	Nsito	AnniIR
Nroadshows	1.0000				
Nwebcast	0.3174	1.0000			
Nonetoone	0.6356	0.5890	1.0000		
Nsito	0.5016	0.2878	0.5390	1.0000	
AnniIR	0.2031	0.4221	0.3380	0.2815	1.0000

4.5.7 Influenza caratteristiche ufficio IR sulla sua operatività

La quarta ed ultima ipotesi che verrà affrontata è relativa all'influenza che le caratteristiche dell'ufficio IR esercitano sul suo livello operativo. Sono soprattutto il numero di addetti che influiscono sulla predisposizione di webcast, di conference call e di roadshows mentre né le ore né gli anni sembrano essere significativi (Tabella 4.19). Anche questo risultato è abbastanza comprensibile: quante più persone si occupano di gestire le relazioni con gli investitori, tanto più le aziende decidono di organizzare eventi come roadshows, chiamate in conferenza o webcast.

Tabella 4.19 Influenza caratteristiche ufficio IR sull'organizzazione delle attività operative

a. Webcast

	1	2	3	4
VARIABLES	**Webcast**	**Webcast**	**Webcast**	**Webcast**
AddettiIR	0.963***			0.613
	(0.00565)			(0.117)
OreIR		0.0104		0.0109
		(0.244)		(0.336)
AnniIR			0.186**	0.0339
			(0.0359)	(0.797)
Observations	64	31	54	30
Chi2-value	0.0003	0.0951	0.0206	0.0867
Number of Settore	9	5	8	5

b. Conference call

	1	2	3	4
VARIABLES	**Conference**	**Conference**	**Conference**	**Conference**
AddettiIR	0.984**			0.278
	(0.0234)			(0.511)
OreIR		0.0479		0.0517
		(0.109)		(0.145)
AnniIR			-0.0273	-0.297*
			(0.692)	(0.0825)
Observations	57	37	57	36
Chi2-value	0.0036	0.0139	0.6928	0.0184
Number of Settore	7	6	7	6

c. Roadshows

	1	2	3	4
VARIABLES	**Roadshows**	**Roadshows**	**Roadshows**	**Roadshows**
AddettiIR	0.831**			271
	(0.0397)			(0.507)
OreIR		0.0154		0.0120
		(0.318)		(0.482)
AnniIR			0.0421	-0.00278
			(0.585)	(0.981)
Observations	57	37	57	36
Chi2-value	0.0103	0.2183	0.5785	0.5224
Number of Settore	7	6	7	6

pvalue in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Focalizzandosi sulle aziende che hanno specificato il numero di attività organizzate all'anno per ciascuna tipologia, emerge che gli addetti e le ore dedicate alle IR influenzano positivamente il numero totale di attività organizzate durante l'anno

(Tabella 4.20a). In particolare, il tempo impegnato in tali attività influisce sul numero di incontri *one-to-one* e di webcast organizzati annualmente (Tabella 4.20b).

Tabella 4.20: Influenza caratteristiche ufficio IR sul numero di attività operative

a. Numero totale annuale attività operative

VARIABLES	NAttivitaIR	NAttivitaIR	NAttivitaIR	NAttivitaIR
AddettiIR	65.08***			29.27
	(0.00285)			(0.372)
OreIR		1.400***		1.177*
		(0.00126)		(0.0895)
AnniIR			17.22*	-8.302
			(0.0590)	(0.468)
Constant	11.93	95.80**	36.59	93.60
	(0.829)	(0.0193)	(0.601)	(0.262)
Observations	68	47	68	45
R-squared	0.148	0.260	0.062	0.312
Number of Settore	11	11	11	11

b. Numero annuale altre attività operative

VARIABLES	NsitoInternet	Nwebcast	Nonetoone
AddettiIR	30.41***		
	(8.78e-06)		
OreIR		0.00557**	0.594***
		(0.0266)	(0.000802)
Constant	-32.89**	0.686***	56.67***
	(0.0410)	(0.00805)	(0.00203)
Observations	37	44	40
R-squared	0.525	0.140	0.335
Number of Settore	9	10	11

4.6 Modello econometrico

Sulla base di quanto detto nei paragrafi precedenti, si è cercato di mettere insieme i risultati presentati in un unico modello, che potesse spiegare la relazione esistente tra le tre variabili considerate, ossia la qualità delle IR, le attività operativamente organizzate e, infine, le caratteristiche dell'ufficio di *investor relations.*

Pertanto, invece che considerare l'influenza che le singole variabili esplicative hanno sulla variabile dipendente scelta di volta in volta, si è deciso di testare dei modelli che combinano in modi differenti le variabili in esame. Si è giunti alla conclusione che sia soprattutto l'organizzazione o meno di alcune attività operative, anziché la loro numerosità, insieme alle peculiarità dell'ufficio IR ad influenzare maggiormente la qualità delle *investor relations*, piuttosto che il contrario. In Appendice D sono comunque riportati integralmente i modelli testati, tuttavia nel corso del capitolo verranno riportate solo le relazioni più significative.

Nella Tabella 4.21 sono indicati i tre modelli più importanti che meritano alcune considerazioni.

Tabelle 4.21: Principali modelli econometrici

	1	2	3
VARIABLES	**QualitaIR**	**QualitaIR**	**QualitaIR**
Roadshows	3.634**		
	(0.0186)		
AddettiIR	0.909**	0.923**	0.800**
	(0.0220)	(0.0164)	(0.0329)
Onetoone		6.955***	7.118***
		(0.00498)	(0.00316)
Blog			7.541**
			(0.0381)
Constant	30.27***	26.51***	26.39***
	(0)	(0)	(0)
Observations	66	66	66
F-value	0.0011	0.0003	0.0002
R-squared	0.226	0.259	0.319
Number of Settore	11	11	11

pvalue in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

$$\text{QualitàIR} = \beta_0 + \beta_{\text{Roadshows}} + \beta_{\text{AddettiIR}} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{QualitàIR} = \beta_0 + \beta_{\text{One to one}} + \beta_{\text{AddettiIR}} + \varepsilon \quad (2)$$

I primi due modelli stanno ad indicare come innanzitutto l'organizzazione di incontri individuali (2) e poi anche di roadshows (1), combinati insieme al numero di persone che compongono l'ufficio IR, influenzino in modo positivo la qualità totale delle *investor relations.*

Nei modelli considerati tutti i parametri stimati risultano essere significativi con un intervallo di confidenza al 95%. Per di più l'F-test sulla significatività globale del modello è di valore modesto, stando ad indicare che la probabilità che la relazione stimata tra le variabili considerate sia casuale è molto bassa e, quindi, conferma la

validità stessa del modello ipotizzato. Inoltre, si può notare come il passaggio dalla (1) alla (2) abbia comportato, da un lato, la riduzione del valore della statistica test F e, dall'altro, un aumento del valore dell'R^2, ossia della varianza campionaria spiegata dal modello. L'R^2 non è molto elevato, tuttavia è bene considerarlo alla luce della particolarità e dei limiti dell'analisi svolta. In questo caso si registra un lieve aumento del suo valore nella (2) rispetto alla (1), ma comunque importante per indicare che è soprattutto l'organizzazione di incontri *one-to-one*, rispetto ai semplici incontri con gli investitori, insieme al numero di addetti alle IR a influenzare la qualità complessiva.

Detto ciò, è stato stimato un ulteriore modello che si differenzia da quello specificato alla (2) solo per l'aggiunta dell'organizzazione di blog.

$$\text{QualitàIR} = \beta_0 + \beta_{\text{Blog}} + \beta_{\text{One to one}} + \beta_{\text{AddettiIR}} + \varepsilon \quad (3)$$

Come già affermato nel sotto-paragrafo 4.5.3 la combinazione di attività organizzate di frequente dalle imprese (in questo caso gli incontri individuali) e altre più innovative (come appunto i blog) influiscono in modo favorevole sulla qualità delle IR, senza dimenticare il contributo offerto dalle persone che effettivamente organizzano tali eventi e che, più in generale, gestiscono le relazioni con gli investitori.

Ancora una volta la costruzione di un modello più ampio e complesso che considerasse l'influenza di un maggior numero di variabili indipendenti o diverse a quelle dei modelli appena descritti è risultato difficile, dal momento che l'interazione tra quest'ultime avrebbe compromesso la significatività dei parametri stimati (Tabella 4.22).

Tabella 4.22 Altri modelli

VARIABLE	Qualita IR	Qualita IR	Qualita IR	Qualita IR	Qualita IR	Qualita IR	Qualita IR	Qualita IR	Qualita IR	Qualita IR
Road shows	4.779***						3.428**	3.167*	1.753	
	(0.00217)						(0.0237)	(0.0551)	(0.280)	
AddettiIR		0.683*			1.039***		0.822**		0.734*	0.583*
		(0.0554)			(0.00927)		(0.0357)		(0.0524)	(0.0938)
AnniIR	0.126			0.212				0.158		
	(0.449)			(0.125)				(0.330)		
Conference		6.179***	5.180***	7.593***						6.109***
		(3.43e-05)	(0.00447)	(5.80e-08)						(2.62e-05)
OreIR			0.0148*			0.0174**				
			(0.0628)			(0.0423)				
Blog					7.176*		6.499*		7.127*	6.795**
					(0.0656)		(0.0831)		(0.0504)	(0.0413)
One to one						5.746*		5.399**	5.790**	
						(0.0832)		(0.0345)	(0.0302)	
Constant	30.04***	28.86***	29.53***	27.47***	32.47***	27.74***	30.41***	26.11***	26.47***	28.92***
	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(2.10e-10)	(0)	(0)	(0)	(0)
Observations	66	66	46	66	66	46	66	66	66	66
F-value	0.0057	0.0000	0.0018	0.0000	0.0034	0.0243	0.0009	0.0020	0.0003	0.0000
R-squared	0.177	0.379	0.317	0.438	0.193	0.202	0.269	0.245	0.334	0.428
Number of Settore	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11

pvalue in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.7 Limiti dell'analisi empirica

I modelli presentati nei paragrafi precedenti non vogliono assolutamente essere di valenza universale, dato che presentano diverse limitazioni.

Innanzitutto, il campione considerato ha dimensioni limitate e non sempre è bilanciato al suo interno, comprendendo solo aziende italiane quotate alla Borsa di Milano, per lo più appartenenti al segmento MTA. Questi elementi fanno sì che i risultati raggiunti nell'analisi non possano essere generalizzati, onde evitare di incorrere

in errori di valutazione. Pertanto future ricerche in questo ambito dovrebbero considerare campioni più ampi e diversificati sia dal punto di vista del Paese di appartenenza delle imprese sia del segmento di mercato.

In secondo luogo, nell'analisi qui presentata sono stati considerati solo due elementi che possono influenzare la qualità totale delle IR, ossia le caratteristiche organizzative dell'ufficio e la sua operatività. Nella realtà la qualità delle relazioni con gli investitori potrebbe essere determinata anche da altri fattori in questa sede tralasciati. Nondimeno le caratteristiche organizzative analizzate sono solo tre, ma potrebbero essere considerate anche delle altre. Inoltre la stessa operatività dell'ufficio IR è stato stimata come tipologia e numero di attività organizzate all'anno per gestire le relazioni con gli investitori, ma potrebbero essere usate delle *proxy* più adatte.

Infine, le regressioni *panel* sono state svolte considerando solo le osservazioni relative all'anno 2011, non avendo la disponibilità dei dati per altri periodi temporali. A tal proposito potrebbe essere interessante valutare l'evoluzione della qualità delle IR nel tempo, prendendo in esame le osservazioni relative a più anni.

CONCLUSIONI

Il lavoro di tesi ha sottolineato l'importanza delle informazioni nel mercato, in particolare quelle di natura economico-finanziaria che sono alla base del flusso di comunicazione tra l'impresa e suoi investitori. Naturalmente affinché la strategia di comunicazione abbia successo è necessario che ci sia il supporto e l'attivo coinvolgimento sia del *top management* che della base organizzativa. Nel corso del lavoro è emerso che sono appunto le relazioni che la singola società instaura con la comunità finanziaria che la circonda a facilitare la diffusione del valore aziendale, grazie anche alla figura dell'*investor relations manager*.

Vista l'importanza delle relazioni con gli investitori si è deciso di indagare gli elementi che potessero influenzarne la qualità. Diverse sono le ipotesi testate nel corso del lavoro, che verranno qui di seguito riportate brevemente.

In primo luogo, i risultati dell'analisi empirica svolta confermano che la qualità delle relazioni con gli investitori condiziona la scelta delle imprese di organizzare una serie eventi, soprattutto le attività principalmente utilizzate come i roadshows, le conference call e gli incontri *one-to-one.* Tale relazione è confermata anche per quanto riguarda il numero totale di attività svolte annualmente dall'ufficio IR e in modo particolare la quantità di incontri collettivi e individuali con gli investitori e per finire anche il numero di webcast.

In secondo luogo, l'analisi ha tentato di testare l'ipotesi esattamente contraria rispetto alla precedente, ossia come l'operatività dell'ufficio IR potesse influenzare la qualità delle *investor relations*. Anche in questo caso i risultati raggiunti confermano l'esistenza di una relazione positiva tra le variabili: quanto più le aziende decidono di svolgere una serie di attività di IR (nello specifico conference call, roadshows, incontri *one-to-one* e blog) tanto più elevata sarà la qualità delle *investor relations.* In particolare l'organizzazione combinata di roadshows, blog e di incontri individuali influisce sul livello qualitativo raggiunto dalle aziende. Ugualmente il numero annuale di attività svolte in totale così come il numero di incontri *one-to-one*, di webcast, di roadshows e

infine il numero di volte in cui il sito aziendale viene revisionato influiscono positivamente sulla qualità.

In terzo luogo, dall'analisi svolta è emerso che sia il numero di persone che costituiscono l'ufficio IR sia l'ammontare di ore che settimanalmente la società dedica alla cura delle relazioni con gli investitori influiscono favorevolmente sulla qualità delle IR. Al contrario, il numero di anni di svolgimento di tali attività non sembra essere una caratteristica discriminante che contribuisce alla qualità raggiunta dalle imprese.

Infine, queste stesse caratteristiche organizzative dell'ufficio IR (numero di addetti e di ore dedicate alle IR) possono determinare la tipologia e la quantità di eventi svolti all'anno dalle imprese.

La parte conclusiva dell'analisi empirica ha combinato i risultati raggiunti in precedenza al fine di costruire un modello complessivo in grado di dimostrare la correlazione esistente tra la qualità delle *investor relations*, le caratteristiche dell'ufficio IR e la sua operatività. Si è giunti alla costruzione di tre modelli simili tra loro. I primi due combinano l'organizzazione di attività molto frequenti tra le aziende, alternativamente i roadshows e gli incontri *one-to-one,* con il numero di addetti alle IR al fine di misurare la loro influenza sulla qualità. Il terzo modello, infine, prevede anche l'organizzazione di blog, affiancandosi dunque alle attività tradizionali degli incontri individuali.

In generale, quindi, sulla base dei risultati dell'analisi empirica, è possibile affermare che la qualità delle *investor relations* sia effettivamente influenzata dall'organizzazione di una serie di attività operative e da alcuni elementi prettamente organizzativi che caratterizzano l'ufficio di IR.

APPENDICE A

A.1 Sezione questionario 2011

A. CARATTERISTICHE ORGANIZZATIVE DELL'UFFICIO IR

A1 Caratteristiche dimensionali

A1.1 Presenza di un ufficio dedicato

- a livello di società
- a livello di gruppo

A1.2 Numero di addetti

A1.3 Percentuale media di tempo (ore settimanali) dedicate all'attività di IR da parte degli addetti

A1.4 Ore settimanali dedicate complessivamente dalla società in attività di IR

A1.5 Gli addetti dell'ufficio IR fanno parte anche di altri uffici all'interno della società?

A1.6 In caso affermativo di quali altri uffici fanno parte?

A3 Da quanti anni svolge l'attività di IR?

B. OPERATIVITA' DELL'UFFICIO IR

B5 Attività operativa (indicare quali delle seguenti attività vengono svolte e specificare il loro n°/anno)

Roadshow

Incontri con la comunità finanziaria (investitori, analisti, ecc)

Conference call

Blog

Webcast

Incontri "one to one"

Visite organizzate presso l'azienda

Sito internet (gestione e revisione)

Altro (specificare)

B7 Output prodotti (indicare quali output vengono prodotti)

Studi

Report interni

Analisi del mercato

Statistiche

Valutazioni pre e post IPO

Altro (specificare)

A.2 Sezione questionario 2002

A. CARATTERISTICHE ORGANIZZATIVE DELL'UFFICIO IR

A1 Caratteristiche dimensionali

A1.1 Presenza di ufficio dedicato:

- a livello di società

- a livello di gruppo

A1.2 Numero di addetti

A1.3 Percentuale media di tempo dedicata all'attività di IR da parte degli addetti

A1.4 Ore settimanali dedicate complessivamente dalla società in attività di IR

B. OPERATIVITA' DELL'UFFICIO IR

B2 Attività operativa (indicare quali delle seguenti attività vengono svolte e specificare il loro n°/anno)

Roadshow

Incontri con la comunità finanziaria

Conference call

Incontri "one to one"

Sito Internet (gestione e revisione)

Altro (Specificare)

B4 Output prodotti (indicare quali output vengono prodotti)

Studi

Report interni

Statistiche

Altro (specificare)

A.3 Legenda indice qualità IR

Item	Punteggio
Storia aziendale	**1**= non è stata trovata alcuna informazione o comunque insufficiente **2**= informazioni di difficile reperibilità (es. scaricando altri documenti) o esposte in modo poco chiaro **3**= sul sito è presente una sezione dedicata **4**= sezione dedicata e aggiornata recentemente
Mission aziendale	**1**= non è stata trovata alcuna informazione o comunque insufficiente **2=** informazioni di difficile reperibilità (es. scaricando altri documenti) o esposte in modo poco chiaro **3**= sul sito è presente una sezione dedicata **4**= sul sito è presente una sezione dedicata con indicazione della mission e dei valori aziendali
Portafoglio Prodotti	**1**= non è stata trovata alcuna informazione o comunque insufficiente **2**= informazioni di difficile reperibilità (es. scaricando altri documenti) o esposte in modo poco chiaro **3**= sul sito è presente una sezione dedicata **4**= sul sito è presente una sezione dedicata con link alle diverse categorie di prodotto/servizio
Link alla sezione IR	**1**= non è stata trovata alcuna informazione o comunque insufficiente **2**= informazioni di difficile reperibilità (es. scaricando altri documenti) **3**= sul sito è presente una sezione dedicata **4**= sul sito è presente una sezione dedicata e articolata in base alle categorie di audience
Contatti	**1=** contatto telefonico e/o e-mail generico, non specifico dell'area IR **2=** contatto e-mail e/o telefonico dell'area IR **3**= caratteristiche punto 2 + riferimento responsabili IR **4=** caratteristiche punto 3 + foto dei responsabili IR
Comunicati Stampa	**1**= comunicati non aggiornati **2=** comunicati aggiornati **3=** comunicati aggiornati e archivio comunicati **4=** caratteristiche punto 3 + rassegne stampa
Area analisti	**1=** Presenza di una sola sezione/file per calendario eventi e/o nominativi degli analisti che seguono il titolo e/o presentazioni alla comunità finanziaria **2=** Presenza di due sezioni/file separate/i per nominativi analisti e/o calendario eventi e presentazioni **3=** Presenza di tre sezioni/file separate/i per nominativi analisti, calendario eventi e presentazioni **4=** Presenza di sezioni separate e possibilità di scaricare le ricerche degli analisti
Prezzo Azionario	**1**= prezzo giornaliero **2**= andamento storico **3**= caratteristiche punto 2 + grafici interattivi **4**= caratteristiche punto 3 + possibilità di scaricare i dati
Navigabilità	**1**= difficoltà a caricare le pagine web e le immagini **2**= informazioni reperibili con media facilità **3**= interfaccia intuitiva e facilità di navigazione nel sito **4**= possibilità di personalizzare la pagina web (e-mail alert, feed RSS, condivisione, note personali, commenti, versione pdf, versione stampabile, basket personale)
Bilancio annuale	**1**= bilanci e relazioni non aggiornati **2=** bilanci e relazioni aggiornati **3**= caratteristiche punto 2 + archivio bilanci e relazioni **4=** caratteritiche punto 3 + statistiche di mercato o sull'attività della società o registrazioni delle conference calls/webcast
Dirigenti	**1**= non è stata trovata alcuna informazione o comunque insufficiente **2**= indicazione del nome dei dirigenti e carica ricoperta **3**= caratteristiche del punto 2 + profilo professionale **4**= caratteristiche del punto 3 + compensi

Assemblea azionisti	**1**= non è stata trovata alcuna informazione o comunque insufficiente **2**= avviso di convocazione, verbale e deleghe dell'ultima assemblea **3**= caratteristiche punto 2 + archivio **4**= caratteristiche punto 3+ webcast

Legenda singoli item

1 = insufficiente

2 = mediocre

3 = discreto

4 = ottimo

Legenda qualità totale

da 1 a 12 = insufficiente

da 13 a 24 = mediocre

da 25 a 36 = discreta

da 37 a 48 = ottima

APPENDICE B

B.1 Correlazione qualità IR e operatività

A) Organizzazione attività operative

```
. pbis Roadshows QualitaIR

(obs= 73)
Np= 51  p= 0.70
Nq= 22  q= 0.30
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= 0.4384          t= 4.1103        P>|t| = 0.0001        df=     71

. pbis Comfin QualitaIR

(obs= 73)
Np= 58  p= 0.79
Nq= 15  q= 0.21
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= 0.1610          t= 1.3743        P>|t| = 0.1737        df=     71

. pbis Conference QualitaIR

(obs= 73)
Np= 49  p= 0.67
Nq= 24  q= 0.33
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= 0.6532          t= 7.2699        P>|t| = 0.0001        df=     71

. pbis Blog QualitaIR

(obs= 73)
Np= 2  p= 0.03
Nq= 71  q= 0.97
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= 0.2879          t= 2.5334        P>|t| = 0.0135        df=     71

. pbis Webcast QualitaIR

(obs= 73)
Np= 21  p= 0.29
Nq= 52  q= 0.71
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= 0.2785          t= 2.4432        P>|t| = 0.0170        df=     71

. pbis Onetoone QualitaIR

(obs= 73)
Np= 64  p= 0.88
Nq= 9  q= 0.12
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= 0.4380          t= 4.1057        P>|t| = 0.0001        df=     71

. pbis Visite QualitaIR

(obs= 73)
Np= 41  p= 0.56
Nq= 32  q= 0.44
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= 0.1819          t= 1.5585        P>|t| = 0.1236        df=     71

. pbis Sito QualitaIR

(obs= 73)
Np= 56  p= 0.77
Nq= 17  q= 0.23
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= 0.0991          t= 0.8395        P>|t| = 0.4040        df=     71
```

```
. pbis Roadshows Mediocre

(obs= 4)
Np= 2  p= 0.50
Nq= 2  q= 0.50
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= -0.7071          t= -1.4142        P>|t| = 0.2929        df=      2

. pbis Roadshows Discreta

(obs= 41)
Np= 23  p= 0.56
Nq= 18  q= 0.44
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= 0.2865          t= 1.8675        P>|t| = 0.0694        df=     39

. pbis Roadshows Ottima

(obs= 28)
Np= 26  p= 0.93
Nq= 2  q= 0.07
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= 0.2874          t= 1.5302        P>|t| = 0.1380        df=     26


. pbis Comfin Mediocre

(obs= 4)
Np= 2  p= 0.50
Nq= 2  q= 0.50
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= -0.7071          t= -1.4142        P>|t| = 0.2929        df=      2

. pbis Comfin Discreta

(obs= 41)
Np= 33  p= 0.80
Nq= 8  q= 0.20
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= 0.4017          t= 2.7391        P>|t| = 0.0092        df=     39

. pbis Comfin Ottima

(obs= 28)
Np= 23  p= 0.82
Nq= 5  q= 0.18
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= -0.3046          t= -1.6307        P>|t| = 0.1150        df=     26

. pbis Conference Discreta

(obs= 41)
Np= 22  p= 0.54
Nq= 19  q= 0.46
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= 0.4943          t= 3.5508        P>|t| = 0.0010        df=     39

. pbis Conference Ottima

(obs= 28)
Np= 27  p= 0.96
Nq= 1  q= 0.04
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= 0.1995          t= 1.0379        P>|t| = 0.3089        df=     26
```

```
. pbis Blog Ottima

(obs= 28)
Np= 2  p= 0.07
Nq= 26  q= 0.93
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.4257          t= 2.3989        P>|t| = 0.0239        df=     26

. pbis Webcast Discreta

(obs= 41)
Np= 8  p= 0.20
Nq= 33  q= 0.80
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.0197          t= 0.1228        P>|t| = 0.9029        df=     39

. pbis Webcast Ottima

(obs= 28)
Np= 13  p= 0.46
Nq= 15  q= 0.54
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.0085          t= 0.0431        P>|t| = 0.9659        df=     26

. pbis Onetoone Mediocre

(obs= 4)
Np= 2  p= 0.50
Nq= 2  q= 0.50
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.3536          t= 0.5345        P>|t| = 0.6464        df=      2

. pbis Onetoone Discreta

(obs= 41)
Np= 34  p= 0.83
Nq= 7  q= 0.17
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.3388          t= 2.2489        P>|t| = 0.0302        df=     39

. pbis Visite Mediocre

(obs= 4)
Np= 2  p= 0.50
Nq= 2  q= 0.50
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= -0.7071          t= -1.4142        P>|t| = 0.2929        df=      2

. pbis Visite Discreta

(obs= 41)
Np= 20  p= 0.49
Nq= 21  q= 0.51
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.1116          t= 0.7012        P>|t| = 0.4873        df=     39

. pbis Visite Ottima

(obs= 28)
Np= 19  p= 0.68
Nq= 9  q= 0.32
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.0672          t= 0.3435        P>|t| = 0.7340        df=     26
```

```
. pbis Sito Mediocre

(obs= 4)
Np= 2  p= 0.50
Nq= 2  q= 0.50
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= -0.3536          t= -0.5345        P>|t| = 0.6464        df=      2

. pbis Sito Discreta

(obs= 41)
Np= 32  p= 0.78
Nq= 9  q= 0.22
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= 0.1104          t= 0.6935        P>|t| = 0.4921        df=     39

. pbis Sito Ottima

(obs= 28)
Np= 22  p= 0.79
Nq= 6  q= 0.21
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= -0.0343          t= -0.1748        P>|t| = 0.8626        df=     26
```

B) Numero annuale attività operative

```
. correlate QualitaIR NAttivitaIR
(obs=75)

             | Qualit~R NAtiv~R
-------------+------------------
   QualitaIR |   1.0000
 NAttivitaIR |   0.3177   1.0000

. correlate Storia NAttivitaIR
(obs=75)

             |   Storia NAtiv~R
-------------+------------------
      Storia |   1.0000
 NAttivitaIR |   0.2204   1.0000

. correlate Mission NAttivitaIR
(obs=75)

             |  Mission NAtiv~R
-------------+------------------
     Mission |   1.0000
 NAttivitaIR |   0.2361   1.0000

. correlate Portfolio NAttivitaIR
(obs=75)

             | Portfo~o NAtiv~R
-------------+------------------
   Portfolio |   1.0000
 NAttivitaIR |   0.0429   1.0000
```

```
. correlate LinkIR NAttivitaIR
(obs=75)

             |   LinkIR NAtiv~R
-------------+------------------
      LinkIR |   1.0000
 NAttivitaIR |   0.0935   1.0000

. correlate Contatti NAttivitaIR
(obs=75)

             | Contatti NAtiv~R
-------------+------------------
    Contatti |   1.0000
 NAttivitaIR |   0.2441   1.0000

. correlate News NAttivitaIR
(obs=75)

             |     News NAtiv~R
-------------+------------------
        News |   1.0000
 NAttivitaIR |   0.0353   1.0000

. correlate Analisti NAttivitaIR
(obs=71)

             | Analisti NAtiv~R
-------------+------------------
    Analisti |   1.0000
 NAttivitaIR |   0.3445   1.0000

. correlate Prezzo NAttivitaIR
(obs=56)

             |   Prezzo NAtiv~R
-------------+------------------
      Prezzo |   1.0000
 NAttivitaIR |  -0.0316   1.0000

. pwcorr Prezzo NAttivitaIR

             |   Prezzo NAtiv~R
-------------+------------------
      Prezzo |   1.0000
 NAttivitaIR |  -0.0316   1.0000

. correlate Comfort NAttivitaIR
(obs=75)

             |  Comfort NAtiv~R
-------------+------------------
     Comfort |   1.0000
 NAttivitaIR |   0.0666   1.0000

. correlate Bilancio NAttivitaIR
(obs=75)

             | Bilancio NAtiv~R
-------------+------------------
    Bilancio |   1.0000
 NAttivitaIR |   0.2004   1.0000
```

```
. correlate Dirigenti NAttivitaIR
(obs=75)

             | Dirige~i NAttiv~R
-------------+------------------
   Dirigenti |   1.0000
 NAttivitaIR |   0.0494   1.0000

. correlate Assemblea NAttivitaIR
(obs=75)

             | Assemb~a NAttiv~R
-------------+------------------
   Assemblea |   1.0000
 NAttivitaIR |   0.1888   1.0000

. correlate QualitaIR Nroadshows
(obs=70)

             | Qualit~R Nroads~s
-------------+------------------
   QualitaIR |   1.0000
  Nroadshows |   0.3413   1.0000

. correlate QualitaIR Ncomfin
(obs=62)

             | Qualit~R  Ncomfin
-------------+------------------
   QualitaIR |   1.0000
     Ncomfin |   0.1842   1.0000

. correlate QualitaIR Nconference
(obs=66)

             | Qualit~R Nconfe~e
-------------+------------------
   QualitaIR |   1.0000
 Nconference |   0.1218   1.0000

. correlate QualitaIR Nblog
(obs=72)

             | Qualit~R    Nblog
-------------+------------------
   QualitaIR |   1.0000
       Nblog |   0.2307   1.0000

. correlate QualitaIR Nwebcast
(obs=68)

             | Qualit~R Nwebcast
-------------+------------------
   QualitaIR |   1.0000
    Nwebcast |   0.3369   1.0000

. correlate QualitaIR Nonetoone
(obs=58)

             | Qualit~R Noneto~e
-------------+------------------
   QualitaIR |   1.0000
   Nonetoone |   0.4943   1.0000
```

```
. correlate QualitaIR Nvisite
(obs=64)

             | Qualit~R  Nvisite
-------------+------------------
   QualitaIR |   1.0000
     Nvisite |   0.0908   1.0000

. correlate QualitaIR Nsito
(obs=43)

             | Qualit~R    Nsito
-------------+------------------
   QualitaIR |   1.0000
       Nsito |   0.2215   1.0000

. correlate QualitaIR Naltro
(obs=70)

             | Qualit~R   Naltro
-------------+------------------
   QualitaIR |   1.0000
      Naltro |   0.0401   1.0000


. correlate Mediocre Nroadshows
(obs=4)

             | Mediocre Nroads~s
-------------+------------------
    Mediocre |   1.0000
  Nroadshows |  -0.9961   1.0000

. correlate Mediocre Ncomfin
(obs=4)

             | Mediocre  Ncomfin
-------------+------------------
    Mediocre |   1.0000
     Ncomfin |  -0.9428   1.0000

. correlate Mediocre Nconference
(obs=4)

             | Mediocre Nconfe~e
-------------+------------------
    Mediocre |   1.0000
 Nconference |        .        .

. correlate Mediocre Nblog
(obs=4)

             | Mediocre    Nblog
-------------+------------------
    Mediocre |   1.0000
       Nblog |        .        .
```

```
. correlate Mediocre Nwebcast
(obs=4)

             | Mediocre Nwebcast
-------------+------------------
    Mediocre |   1.0000
    Nwebcast |        .        .

. correlate Mediocre Nonetoone
(obs=4)

             | Mediocre Noneto~e
-------------+------------------
    Mediocre |   1.0000
   Nonetoone |   0.4988   1.0000

. correlate Mediocre Nvisite
(obs=3)

             | Mediocre  Nvisite
-------------+------------------
    Mediocre |   1.0000
     Nvisite |  -1.0000   1.0000


. correlate Mediocre Nsito
(obs=3)

             | Mediocre    Nsito
-------------+------------------
    Mediocre |   1.0000
       Nsito |  -0.9449   1.0000

. correlate Discreta NAttivitaIR
(obs=43)

             | Discreta NAttiv~R
-------------+------------------
    Discreta |   1.0000
 NAttivitaIR |   0.3332   1.0000

. correlate Discreta Nroadshows
(obs=40)

             | Discreta Nroads~s
-------------+------------------
    Discreta |   1.0000
  Nroadshows |   0.3617   1.0000

. correlate Discreta Ncomfin
(obs=37)

             | Discreta  Ncomfin
-------------+------------------
    Discreta |   1.0000
     Ncomfin |   0.0267   1.0000
```

```
. correlate Discreta Nblog
(obs=41)

             | Discreta    Nblog
-------------+------------------
    Discreta |   1.0000
       Nblog |        .        .

. correlate Discreta Nwebcast
(obs=40)

             | Discreta Nwebcast
-------------+------------------
    Discreta |   1.0000
    Nwebcast |   0.0371   1.0000

. correlate Discreta Nonetoone
(obs=32)

             | Discreta Noneto~e
-------------+------------------
    Discreta |   1.0000
   Nonetoone |   0.4788   1.0000

. correlate Discreta Nvisite
(obs=38)

             | Discreta  Nvisite
-------------+------------------
    Discreta |   1.0000
     Nvisite |   0.2737   1.0000

. correlate Discreta Nsito
(obs=27)

             | Discreta    Nsito
-------------+------------------
    Discreta |   1.0000
       Nsito |   0.0074   1.0000

. correlate Ottima NAttivitaIR
(obs=28)

             |   Ottima NAttiv~R
-------------+------------------
      Ottima |   1.0000
 NAttivitaIR |  -0.1225   1.0000

. correlate Ottima Nroadshows
(obs=26)

             |   Ottima Nroads~s
-------------+------------------
      Ottima |   1.0000
  Nroadshows |  -0.1140   1.0000

. correlate Ottima Ncomfin
(obs=21)

             |   Ottima  Ncomfin
-------------+------------------
      Ottima |   1.0000
     Ncomfin |   0.2059   1.0000
```

```
. correlate Ottima Nconference
(obs=25)

             |   Ottima Nconfe~e
-------------+------------------
      Ottima |   1.0000
 Nconference |  -0.1894   1.0000

. correlate Ottima Nblog
(obs=27)

             |   Ottima    Nblog
-------------+------------------
      Ottima |   1.0000
       Nblog |   0.3919   1.0000

. correlate Ottima Nwebcast
(obs=24)

             |   Ottima Nwebcast
-------------+------------------
      Ottima |   1.0000
    Nwebcast |   0.2291   1.0000

. correlate Ottima Nonetoone
(obs=22)

             |   Ottima Noneto~e
-------------+------------------
      Ottima |   1.0000
   Nonetoone |  -0.1280   1.0000

. correlate Ottima Nvisite
(obs=23)

             |   Ottima  Nvisite
-------------+------------------
      Ottima |   1.0000
     Nvisite |  -0.1404   1.0000

. correlate Ottima Nsito
(obs=13)

             |   Ottima    Nsito
-------------+------------------
      Ottima |   1.0000
       Nsito |  -0.1093   1.0000
```

B.2 Correlazione caratteristiche ufficio IR e qualità delle IR

```
. correlate AddettiIR QualitaIR
(obs=69)

             | Addett~R Qualit~R
-------------+------------------
   AddettiIR |   1.0000
   QualitaIR |   0.3909   1.0000
```

```
. correlate OreIR QualitaIR
(obs=49)

             |    OreIR Qualit~R
-------------+------------------
       OreIR |   1.0000
   QualitaIR |   0.4009   1.0000
```

```
. correlate AnniIR QualitaIR
(obs=70)

             |   AnniIR Qualit~R
-------------+------------------
      AnniIR |   1.0000
   QualitaIR |   0.2756   1.0000
```

B.3 Correlazione caratteristiche ufficio IR e operatività

A) Organizzazione attività operative

```
. pbis Roadshows AddettiIR

(obs= 67)
Np= 49  p= 0.73
Nq= 18  q= 0.27
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.2199          t= 1.8171        P>|t| = 0.0738        df=     65

. pbis Roadshows OreIR

(obs= 48)
Np= 34  p= 0.71
Nq= 14  q= 0.29
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.2004          t= 1.3873        P>|t| = 0.1720        df=     46

. pbis Roadshows AnniIR

(obs= 68)
Np= 50  p= 0.74
Nq= 18  q= 0.26
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.1197          t= 0.9796        P>|t| = 0.3309        df=     66

. pbis Comfin AddettiIR

(obs= 67)
Np= 55  p= 0.82
Nq= 12  q= 0.18
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= -0.0532          t= -0.4292        P>|t| = 0.6692        df=     65

. pbis Comfin OreIR

(obs= 48)
Np= 41  p= 0.85
Nq= 7  q= 0.15
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= -0.2165          t= -1.5044        P>|t| = 0.1393        df=     46

. pbis Comfin AnniIR

(obs= 68)
Np= 55  p= 0.81
Nq= 13  q= 0.19
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= -0.1728          t= -1.4252        P>|t| = 0.1588        df=     66


. pbis Conference AddettiIR

(obs= 67)
Np= 49  p= 0.73
Nq= 18  q= 0.27
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.2391          t= 1.9855        P>|t| = 0.0513        df=     65

. pbis Conference OreIR

(obs= 48)
Np= 33  p= 0.69
Nq= 15  q= 0.31
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.2562          t= 1.7976        P>|t| = 0.0788        df=     46
```

```
. pbis Conference AnniIR

(obs= 68)
Np= 48  p= 0.71
Nq= 20  q= 0.29
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.0749          t= 0.6102        P>|t| = 0.5438        df=     66

. pbis Blog AddettiIR

(obs= 67)
Np= 2  p= 0.03
Nq= 65  q= 0.97
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.1872          t= 1.5361        P>|t| = 0.1294        df=     65

. pbis Blog OreIR

(obs= 48)
Np= 1  p= 0.02
Nq= 47  q= 0.98
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.0767          t= 0.5215        P>|t| = 0.6045        df=     46

. pbis Webcast AnniIR

(obs= 68)
Np= 20  p= 0.29
Nq= 48  q= 0.71
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.3040          t= 2.5928        P>|t| = 0.0117        df=     66

. pbis Blog AnniIR

(obs= 68)
Np= 1  p= 0.01
Nq= 67  q= 0.99
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.1493          t= 1.2270        P>|t| = 0.2242        df=     66

. pbis Webcast AddettiIR

(obs= 67)
Np= 20  p= 0.30
Nq= 47  q= 0.70
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.4162          t= 3.6905        P>|t| = 0.0005        df=     65

. pbis Webcast OreIR

(obs= 48)
Np= 15  p= 0.31
Nq= 33  q= 0.69
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.3674          t= 2.6789        P>|t| = 0.0102        df=     46

. pbis Onetoone AddettiIR

(obs= 67)
Np= 61  p= 0.91
Nq= 6  q= 0.09
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.1138          t= 0.9233        P>|t| = 0.3593        df=     65

. pbis Onetoone OreIR

(obs= 48)
Np= 43  p= 0.90
Nq= 5  q= 0.10
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.1642          t= 1.1287        P>|t| = 0.2649        df=     46

. pbis Onetoone AnniIR

(obs= 68)
Np= 60  p= 0.88
Nq= 8  q= 0.12
------------------+------------------+------------------+------------------+
Coef.= 0.1324          t= 1.0852        P>|t| = 0.2818        df=     66
```

```
. pbis Visite AddettiIR

(obs= 67)
Np= 39  p= 0.58
Nq= 28  q= 0.42
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= -0.0214          t= -0.1729        P>|t| = 0.8633        df=     65

. pbis Visite OreIR

(obs= 48)
Np= 30  p= 0.62
Nq= 18  q= 0.38
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= -0.0867          t= -0.5904        P>|t| = 0.5578        df=     46

. pbis Visite AnniIR

(obs= 68)
Np= 40  p= 0.59
Nq= 28  q= 0.41
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= -0.1317          t= -1.0790        P>|t| = 0.2845        df=     66

. pbis Sito AddettiIR

(obs= 67)
Np= 54  p= 0.81
Nq= 13  q= 0.19
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= 0.1672          t= 1.3673        P>|t| = 0.1762        df=     65

. pbis Sito OreIR

(obs= 48)
Np= 40  p= 0.83
Nq= 8  q= 0.17
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= 0.1350          t= 0.9244        P>|t| = 0.3601        df=     46

. pbis Sito AnniIR

(obs= 68)
Np= 53  p= 0.78
Nq= 15  q= 0.22
-----------------+-----------------+-----------------+-----------------+
Coef.= -0.1007          t= -0.8220        P>|t| = 0.4140        df=     66
```

B) Numero annuale attività operative

```
. correlate AddettiIR NAttivitaIR
(obs=69)

             | Addett~R NAtiv~R
-------------+------------------
   AddettiIR |   1.0000
 NAttivitaIR |   0.3797   1.0000

. correlate OreIR NAttivitaIR
(obs=49)

             |    OreIR NAtiv~R
-------------+------------------
       OreIR |   1.0000
 NAttivitaIR |   0.5139   1.0000
```

```
. correlate AnniIR NAttivitaIR
(obs=70)

             |   AnniIR NAtti~R
-------------+------------------
      AnniIR |   1.0000
 NAttivitaIR |   0.2144   1.0000

. correlate AddettiIR Nroadshows
(obs=64)

             | Addett~R Nroads~s
-------------+------------------
   AddettiIR |   1.0000
  Nroadshows |   0.3655   1.0000

. correlate AddettiIR Ncomfin
(obs=56)

             | Addett~R  Ncomfin
-------------+------------------
   AddettiIR |   1.0000
     Ncomfin |   0.2146   1.0000

. correlate AddettiIR Nconference
(obs=60)

             | Addett~R Nconfe~e
-------------+------------------
   AddettiIR |   1.0000
 Nconference |   0.0756   1.0000

. correlate AddettiIR Nblog
(obs=66)

             | Addett~R    Nblog
-------------+------------------
   AddettiIR |   1.0000
       Nblog |   0.2046   1.0000

. correlate AddettiIR Nwebcast
(obs=62)

             | Addett~R Nwebcast
-------------+------------------
   AddettiIR |   1.0000
    Nwebcast |   0.5330   1.0000

. correlate AddettiIR Nonetoone
(obs=53)

             | Addett~R Noneto~e
-------------+------------------
   AddettiIR |   1.0000
   Nonetoone |   0.5297   1.0000

. correlate AddettiIR Nvisite
(obs=59)

             | Addett~R  Nvisite
-------------+------------------
   AddettiIR |   1.0000
     Nvisite |   0.0909   1.0000
```

```
. correlate AddettiIR Nsito
(obs=38)

             | Addett~R    Nsito
-------------+------------------
   AddettiIR |   1.0000
       Nsito |   0.6805   1.0000

. correlate AddettiIR Naltro
(obs=64)

             | Addett~R   Naltro
-------------+------------------
   AddettiIR |   1.0000
      Naltro |   0.0671   1.0000

. correlate OreIR Nroadshows
(obs=47)

             |    OreIR Nroads~s
-------------+------------------
       OreIR |   1.0000
  Nroadshows |   0.3388   1.0000

. correlate OreIR Ncomfin
(obs=43)

             |    OreIR  Ncomfin
-------------+------------------
       OreIR |   1.0000
     Ncomfin |   0.0694   1.0000

. correlate OreIR Nblog
(obs=47)

             |    OreIR    Nblog
-------------+------------------
       OreIR |   1.0000
       Nblog |        .        .

. correlate OreIR Nwebcast
(obs=46)

             |    OreIR Nwebcast
-------------+------------------
       OreIR |   1.0000
    Nwebcast |   0.4948   1.0000

. correlate OreIR Nonetoone
(obs=42)

             |    OreIR Noneto~e
-------------+------------------
       OreIR |   1.0000
   Nonetoone |   0.5310   1.0000

. correlate OreIR Nvisite
(obs=44)

             |    OreIR  Nvisite
-------------+------------------
       OreIR |   1.0000
     Nvisite |   0.2337   1.0000
```

```
. correlate AnniIR Nroadshows
(obs=65)

             |   AnniIR Nroads~s
-------------+------------------
      AnniIR |   1.0000
  Nroadshows |   0.1490   1.0000

. correlate AnniIR Ncomfin
(obs=59)

             |   AnniIR  Ncomfin
-------------+------------------
      AnniIR |   1.0000
     Ncomfin |   0.0743   1.0000

. correlate AnniIR Nconference
(obs=61)

             |   AnniIR Nconfe~e
-------------+------------------
      AnniIR |   1.0000
 Nconference |   0.0367   1.0000

. correlate AnniIR Nblog
(obs=67)

             |   AnniIR    Nblog
-------------+------------------
      AnniIR |   1.0000
       Nblog |        .        .

. correlate AnniIR Nwebcast
(obs=63)

             |   AnniIR Nwebcast
-------------+------------------
      AnniIR |   1.0000
    Nwebcast |   0.3166   1.0000

. correlate AnniIR Nonetoone
(obs=55)

             |   AnniIR Noneto~e
-------------+------------------
      AnniIR |   1.0000
   Nonetoone |   0.2910   1.0000

. correlate AnniIR Nvisite
(obs=59)

             |   AnniIR  Nvisite
-------------+------------------
      AnniIR |   1.0000
     Nvisite |   0.0847   1.0000

. correlate AnniIR Nsito
(obs=40)

             |   AnniIR    Nsito
-------------+------------------
      AnniIR |   1.0000
       Nsito |   0.2706   1.0000
```

APPENDICE C

C.1 Influenza qualità IR sull'operatività

A) Operatività = organizzazione attività operative

```
. xtlogit Roadshows QualitaIR, fe
note: multiple positive outcomes within groups encountered.
note: 4 groups (9 obs) dropped because of all positive or
      all negative outcomes.

Iteration 0:   log likelihood = -23.552509
Iteration 1:   log likelihood = -23.545227
Iteration 2:   log likelihood = -23.545223
Iteration 3:   log likelihood = -23.545223

Conditional fixed-effects logistic regression   Number of obs      =        62
Group variable: codiceSettore                   Number of groups   =         7

                                                Obs per group: min =         2
                                                               avg =       8.9
                                                               max =        20

                                                LR chi2(1)         =     11.61
Log likelihood  = -23.545223                    Prob > chi2        =    0.0007
```

Roadshows	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
QualitaIR	.1977557	.067311	2.94	0.003	.0658285	.3296829

```
. xtlogit Conference QualitaIR, fe
note: multiple positive outcomes within groups encountered.
note: 4 groups (9 obs) dropped because of all positive or
      all negative outcomes.

Iteration 0:   log likelihood = -15.802537
Iteration 1:   log likelihood =  -15.78831
Iteration 2:   log likelihood = -15.788283
Iteration 3:   log likelihood = -15.788283

Conditional fixed-effects logistic regression   Number of obs      =        62
Group variable: codiceSettore                   Number of groups   =         7

                                                Obs per group: min =         2
                                                               avg =       8.9
                                                               max =        20

                                                LR chi2(1)         =     27.79
Log likelihood  = -15.788283                    Prob > chi2        =    0.0000
```

Conference	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
QualitaIR	.3900871	.1076457	3.62	0.000	.1791054	.6010688

```
. xtlogit Onetoone QualitaIR, fe
note: multiple positive outcomes within groups encountered.
note: 8 groups (31 obs) dropped because of all positive or
      all negative outcomes.

Iteration 0:   log likelihood =  -10.21267
Iteration 1:   log likelihood = -10.188356
Iteration 2:   log likelihood = -10.188181
Iteration 3:   log likelihood = -10.188181

Conditional fixed-effects logistic regression   Number of obs      =        40
Group variable: codiceSettore                   Number of groups   =         3

                                                Obs per group: min =         4
                                                               avg =      13.3
                                                               max =        20

                                                LR chi2(1)         =      8.94
Log likelihood  = -10.188181                    Prob > chi2        =    0.0028
```

Onetoone	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
QualitaIR	.2776164	.1205341	2.30	0.021	.0413739	.513859

B) Operatività = numero annuale attività operative

```
. xtreg NAttivitaIR QualitaIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        73
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.1194                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0459                                        avg =       6.6
       overall = 0.0970                                        max =        20

                                                F(1,61)            =      8.27
corr(u_i, Xb)  = -0.1495                        Prob > F           =    0.0055
```

NAttivitaIR	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
QualitaIR	18.16029	6.313743	2.88	0.006	5.53518	30.7854
_cons	-475.7266	218.7762	-2.17	0.034	-913.1967	-38.25654
sigma_u	123.24441					
sigma_e	274.91887					
rho	.16733784	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:     F(10, 61) =     0.77              Prob > F = 0.6530
```

```
. xtreg NAttivitaIR Analisti, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        69
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.1425                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0294                                        avg =       6.3
       overall = 0.1142                                        max =        18

                                                F(1,57)            =      9.47
corr(u_i, Xb)  = -0.1974                        Prob > F           =    0.0032

------------------------------------------------------------------------------
 NAttivitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Analisti |   131.8987   42.85915     3.08   0.003      46.0747    217.7226
       _cons |  -168.9837   110.2151    -1.53   0.131    -389.6857     51.7183
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  135.92618
     sigma_e |  278.96718
         rho |  .19186077   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 57) =     0.77              Prob > F = 0.6603

. xtreg NAttivitaIR Contatti, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        73
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.0901                         Obs per group: min =         1
       between = 0.1276                                        avg =       6.6
       overall = 0.0578                                        max =        20

                                                F(1,61)            =      6.04
corr(u_i, Xb)  = -0.1800                        Prob > F           =    0.0168

------------------------------------------------------------------------------
 NAttivitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Contatti |   102.9564    41.8856     2.46   0.017     19.20098    186.7118
       _cons |  -136.7841   119.8772    -1.14   0.258    -376.4934    102.9252
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  137.55471
     sigma_e |   279.4562
         rho |  .19503063   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 61) =     0.84              Prob > F = 0.5911
```

```
. xtreg Nroadshows QualitaIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        68
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.1263                         Obs per group: min =         1
       between = 0.1583                                        avg =       6.2
       overall = 0.1166                                        max =        18

                                                F(1,56)            =      8.09
corr(u_i, Xb)  = -0.1050                        Prob > F           =    0.0062

------------------------------------------------------------------------------
  Nroadshows |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   QualitaIR |   .7038303   .2474102     2.84   0.006     .2082081    1.199453
       _cons |  -17.59476   8.580133    -2.05   0.045    -34.78283   -.4066906
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  6.3620321
     sigma_e |  9.9055517
         rho |  .29204036   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 56) =     0.80              Prob > F = 0.6272

. xtreg Nwebcast QualitaIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        66
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        10

R-sq:  within  = 0.1400                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0374                                        avg =       6.6
       overall = 0.1084                                        max =        18

                                                F(1,55)            =      8.96
corr(u_i, Xb)  = -0.1255                        Prob > F           =    0.0041

------------------------------------------------------------------------------
    Nwebcast |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   QualitaIR |     .11152   .0372631     2.99   0.004     .0368431     .186197
       _cons |  -2.995466   1.287447    -2.33   0.024    -5.575567   -.4153647
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  1.1296215
     sigma_e |   1.491746
         rho |  .36444353   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(9, 55) =     1.45              Prob > F = 0.1907
```

```
. xtreg Nonetoone QualitaIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        56
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.1989                         Obs per group: min =         1
       between = 0.2641                                        avg =       5.1
       overall = 0.2340                                        max =        15

                                                F(1,44)            =     10.92
corr(u_i, Xb)  = 0.0603                         Prob > F           =    0.0019

------------------------------------------------------------------------------
   Nonetoone |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   QualitaIR |    8.68251   2.627101     3.30   0.002     3.387936    13.97708
       _cons |  -220.8655   91.09183    -2.42   0.019     -404.449   -37.28197
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  69.182847
     sigma_e |  94.473236
         rho |  .34907054   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 44) =     0.68              Prob > F = 0.7333
```

C.2 Influenza operatività IR sulla qualità delle IR

A) Operatività = organizzazione attività operative

```
. xtreg QualitaIR Roadshows, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        71
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.1815                         Obs per group: min =         1
       between = 0.6418                                        avg =       6.5
       overall = 0.2230                                        max =        20

                                                F(1,59)            =     13.08
corr(u_i, Xb)  = 0.1728                         Prob > F           =    0.0006

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   Roadshows |   5.086679   1.406407     3.62   0.001     2.272465    7.900892
       _cons |   30.82628   1.156466    26.66   0.000      28.5122    33.14037
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |   2.663278
     sigma_e |    5.03082
         rho |  .21890643   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 59) =     0.76              Prob > F = 0.6663

. xtreg QualitaIR Conference, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        71
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.3855                         Obs per group: min =         1
       between = 0.6057                                        avg =       6.5
       overall = 0.4085                                        max =        20

                                                F(1,59)            =     37.01
corr(u_i, Xb)  = 0.0802                         Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
  Conference |    7.37633   1.212563     6.08   0.000     4.949997    9.802663
       _cons |   29.31774   .9838369    29.80   0.000     27.34909     31.2864
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.4450651
     sigma_e |  4.3591375
         rho |  .23932115   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 59) =     0.85              Prob > F = 0.5813
```

```
. xtreg QualitaIR Blog, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        71
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.0810                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0521                                        avg =       6.5
       overall = 0.0873                                        max =        20

                                                F(1,59)            =      5.20
corr(u_i, Xb)  = 0.0457                         Prob > F           =    0.0262

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
        Blog |   9.297872   4.077568     2.28   0.026     1.138678    17.45707
       _cons |   34.14654   .6429795    53.11   0.000     32.85994    35.43314
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  3.4942254
     sigma_e |   5.330694
         rho |  .30053755   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 59) =     1.07              Prob > F = 0.4015

. xtreg QualitaIR Webcast, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        71
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.0486                         Obs per group: min =         1
       between = 0.2755                                        avg =       6.5
       overall = 0.0701                                        max =        20

                                                F(1,59)            =      3.01
corr(u_i, Xb)  = 0.0974                         Prob > F           =    0.0878

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
     Webcast |   2.779707   1.601082     1.74   0.088    -.4240501    5.983464
       _cons |   33.58628   .7991194    42.03   0.000     31.98725    35.18532
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  3.1992334
     sigma_e |  5.4238061
         rho |  .25811803   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 59) =     0.96              Prob > F = 0.4900
```

```
. xtreg QualitaIR Onetoone, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        71
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.1453                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0908                                        avg =       6.5
       overall = 0.1405                                        max =        20

                                                F(1,59)            =     10.03
corr(u_i, Xb)  = 0.0188                         Prob > F           =    0.0024

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Onetoone |   6.820175   2.153201     3.17   0.002      2.51163    11.12872
       _cons |   28.26069    2.03454    13.89   0.000     24.18958    32.33179
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  3.4431774
     sigma_e |  5.1406966
         rho |  .30968599   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 59) =     1.15              Prob > F = 0.3393

. xtreg QualitaIR Roadshows Blog, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        71
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.2367                         Obs per group: min =         1
       between = 0.6776                                        avg =       6.5
       overall = 0.2827                                        max =        20

                                                F(2,58)            =      8.99
corr(u_i, Xb)  = 0.1970                         Prob > F           =    0.0004

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   Roadshows |   4.746056    1.37987     3.44   0.001     1.983946    7.508165
        Blog |   7.732684   3.775578     2.05   0.045      .175044    15.29032
       _cons |   30.84834   1.126425    27.39   0.000     28.59355    33.10312
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.6134258
     sigma_e |  4.8999127
         rho |  .22147163   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 58) =     0.68              Prob > F = 0.7397
```

```
. xtreg QualitaIR Roadshows Onetoone, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        71
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.2319                         Obs per group: min =         1
       between = 0.5263                                        avg =       6.5
       overall = 0.2613                                        max =        20

                                                F(2,58)            =      8.75
corr(u_i, Xb)  = 0.1366                         Prob > F           =    0.0005

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   Roadshows |   3.861758    1.51085     2.56   0.013     .8374635    6.886053
    Onetoone |   4.415045   2.263663     1.95   0.056    -.1161685    8.946259
       _cons |   27.70914   1.957293    14.16   0.000     23.79119    31.62709
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.8085125
     sigma_e |   4.915371
         rho |  .24611805   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 58) =     0.82              Prob > F = 0.6140

. xtreg QualitaIR Roadshows Blog Onetoone, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        71
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.2933                         Obs per group: min =         1
       between = 0.5083                                        avg =       6.5
       overall = 0.3180                                        max =        20

                                                F(3,57)            =      7.88
corr(u_i, Xb)  = 0.1039                         Prob > F           =    0.0002

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   Roadshows |   3.426816   1.474873     2.32   0.024     .4734341    6.380198
        Blog |   8.167752   3.670346     2.23   0.030      .818012    15.51749
    Onetoone |    4.68593    2.19365     2.14   0.037     .2932218    9.078639
       _cons |   27.54119   1.895337    14.53   0.000     23.74584    31.33653
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.7944622
     sigma_e |   4.756004
         rho |  .25663424   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 57) =     0.80              Prob > F = 0.6253
```

```
. xtreg QualitaIR Conference Blog, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        71
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.4406                         Obs per group: min =         1
       between = 0.6288                                        avg =       6.5
       overall = 0.4585                                        max =        20

                                                F(2,58)            =     22.85
corr(u_i, Xb)  = 0.0453                         Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
  Conference |    7.14882   1.170634     6.11   0.000     4.805541    9.492099
        Blog |   7.700795   3.219103     2.39   0.020     1.257061    14.14453
       _cons |   29.25783   .9470086    30.90   0.000     27.36219    31.15348
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |   2.383891
     sigma_e |  4.1944929
         rho |  .24414692   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 58) =     0.87              Prob > F = 0.5616

. xtreg QualitaIR Roadshows Blog Webcast Onetoone, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        71
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.2969                         Obs per group: min =         1
       between = 0.5202                                        avg =       6.5
       overall = 0.3244                                        max =        20

                                                F(4,56)            =      5.91
corr(u_i, Xb)  = 0.1067                         Prob > F           =    0.0005

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   Roadshows |   3.088573    1.61134     1.92   0.060    -.1393297    6.316475
        Blog |   8.030429   3.702178     2.17   0.034     .6140755    15.44678
     Webcast |   .8354977   1.549985     0.54   0.592    -2.269495    3.940491
    Onetoone |   4.793986   2.216514     2.16   0.035     .3537752    9.234196
       _cons |   27.43873   1.916691    14.32   0.000     23.59914    31.27832
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |   2.740873
     sigma_e |  4.7858805
         rho |  .24697951   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 56) =     0.76              Prob > F = 0.6629
```

B) Operatività = numero annuale attività operative

```
. xtreg QualitaIR NAttivitaIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        73
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.1194                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0459                                        avg =       6.6
       overall = 0.0970                                        max =        20

                                                F(1,61)            =      8.27
corr(u_i, Xb)  = -0.0510                        Prob > F           =    0.0055

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
 NAttivitaIR |   .0065763   .0022864     2.88   0.006     .0020044    .0111482
       _cons |   33.30923   .6981594    47.71   0.000     31.91318    34.70529
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |   3.513895
     sigma_e |  5.2316074
         rho |  .31088461   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 61) =     1.34              Prob > F = 0.2279

. xtreg QualitaIR Nroadshows, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        68
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.1263                         Obs per group: min =         1
       between = 0.1583                                        avg =       6.2
       overall = 0.1166                                        max =        18

                                                F(1,56)            =      8.09
corr(u_i, Xb)  = 0.0138                         Prob > F           =    0.0062

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
  Nroadshows |   .1794003   .0630627     2.84   0.006     .0530705    .3057302
       _cons |   33.15894   .7346023    45.14   0.000     31.68736    34.63053
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  3.5453419
     sigma_e |  5.0009935
         rho |  .33447724   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 56) =     1.59              Prob > F = 0.1339
```

```
. xtreg QualitaIR Nblog, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        70
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.0628                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0011                                        avg =       6.4
       overall = 0.0556                                        max =        20

                                                F(1,58)            =      3.89
corr(u_i, Xb)  = -0.0130                        Prob > F           =    0.0534

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       Nblog |   .1067308   .0541178     1.97   0.053    -.0015978    .2150594
       _cons |   34.12714   .6464189    52.79   0.000     32.83319    35.42109
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |   3.509163
     sigma_e |  5.3663289
         rho |  .29953084   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 58) =     1.07              Prob > F = 0.4012

. xtreg QualitaIR Nonetoone, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        56
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.1989                         Obs per group: min =         1
       between = 0.2641                                        avg =       5.1
       overall = 0.2340                                        max =        15

                                                F(1,44)            =     10.92
corr(u_i, Xb)  = 0.1398                         Prob > F           =    0.0019

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   Nonetoone |   .0229054   .0069306     3.30   0.002     .0089378    .0368731
       _cons |   32.56902   .8410489    38.72   0.000       30.874    34.26405
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |   3.283127
     sigma_e |  4.8523867
         rho |  .31402928   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 44) =     1.11              Prob > F = 0.3745
```

```
. xtreg QualitaIR Nroadshows Nblog Nonetoone, fe
note: Nblog omitted because of collinearity

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        55
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.2150                         Obs per group: min =         1
       between = 0.3014                                        avg =       5.0
       overall = 0.2527                                        max =        15

                                                F(2,42)            =      5.75
corr(u_i, Xb)  = 0.1274                         Prob > F           =    0.0062

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
  Nroadshows |  -.0039889   .0879064    -0.05   0.964    -.1813912    .1734134
       Nblog |          0  (omitted)
   Nonetoone |   .0241325   .0093278     2.59   0.013     .0053083    .0429567
       _cons |   32.33325   .8701906    37.16   0.000     30.57714    34.08937
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  3.0516133
     sigma_e |  4.8906507
         rho |  .28023224   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 42) =     0.85              Prob > F = 0.5869


. xtreg QualitaIR Nwebcast, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        66
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        10

R-sq:  within  = 0.1400                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0374                                        avg =       6.6
       overall = 0.1084                                        max =        18

                                                F(1,55)            =      8.96
corr(u_i, Xb)  = -0.0843                        Prob > F           =    0.0041

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Nwebcast |   1.255767   .4195995     2.99   0.004     .4148703    2.096663
       _cons |   33.16952   .7053559    47.03   0.000     31.75596    34.58309
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  3.8704397
     sigma_e |  5.0057927
         rho |  .37414968   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(9, 55) =     1.75              Prob > F = 0.0996
```

```
. xtreg QualitaIR NsitoInternet, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        41
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =         9

R-sq:  within  = 0.1311                         Obs per group: min =         1
       between = 0.1674                                        avg =       4.6
       overall = 0.0490                                        max =        11

                                                F(1,31)            =      4.68
corr(u_i, Xb)  = -0.1639                        Prob > F           =    0.0384

------------------------------------------------------------------------------
    QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
NsitoInternet |    .021149   .0097801     2.16   0.038     .0012024    .0410956
        _cons |   33.64628   .7795956    43.16   0.000     32.05628    35.23627
-------------+----------------------------------------------------------------
      sigma_u |  3.8817624
      sigma_e |  4.7198983
          rho |  .40347757   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(8, 31) =     2.01               Prob > F = 0.0787

. xtreg QualitaIR Nroadshows Nonetoone Nwebcast NsitoInternet, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        39
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =         9

R-sq:  within  = 0.2887                         Obs per group: min =         1
       between = 0.4836                                        avg =       4.3
       overall = 0.3065                                        max =        11

                                                F(4,26)            =      2.64
corr(u_i, Xb)  = 0.1333                         Prob > F           =    0.0567

------------------------------------------------------------------------------
    QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   Nroadshows |  -.0008003   .0868461    -0.01   0.993     -.179315    .1777144
    Nonetoone |   .0162977   .0119615     1.36   0.185    -.0082896     .040885
     Nwebcast |   .5225878    .665611     0.79   0.439    -.8455953    1.890771
NsitoInternet |   .0021514    .012106     0.18   0.860    -.0227329    .0270357
        _cons |   32.02016   .9250735    34.61   0.000     30.11864    33.92168
-------------+----------------------------------------------------------------
      sigma_u |  2.9247455
      sigma_e |   4.403697
          rho |  .30608771   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(8, 26) =     0.82               Prob > F = 0.5920
```

C.3 Influenza caratteristiche ufficio IR sulla qualità delle IR

```
. xtreg QualitaIR AddettiIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        68
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.1379                         Obs per group: min =         1
       between = 0.3875                                        avg =       6.2
       overall = 0.1545                                        max =        19

                                                F(1,56)            =      8.96
corr(u_i, Xb)  = 0.0551                         Prob > F           =    0.0041

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   AddettiIR |   1.170197   .3909093     2.99   0.004     .3871112    1.953282
       _cons |   32.27194   1.030822    31.31   0.000     30.20695    34.33692
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.9166239
     sigma_e |  5.0653982
         rho |  .24898891   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 56) =     0.97              Prob > F = 0.4820

. xtreg QualitaIR OreIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        47
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.1222                         Obs per group: min =         1
       between = 0.2395                                        avg =       4.3
       overall = 0.1574                                        max =        14

                                                F(1,35)            =      4.87
corr(u_i, Xb)  = 0.1348                         Prob > F           =    0.0339

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       OreIR |   .0190466   .0086269     2.21   0.034      .001533    .0365602
       _cons |   32.85942   .8442706    38.92   0.000     31.14546    34.57338
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.9951855
     sigma_e |  4.9815566
         rho |  .26552002   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 35) =     0.71              Prob > F = 0.7107
```

```
. xtreg QualitaIR AnniIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        68
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.0193                         Obs per group: min =         1
       between = 0.1760                                        avg =       6.2
       overall = 0.0522                                        max =        18

                                                F(1,56)            =      1.10
corr(u_i, Xb)  = 0.2306                         Prob > F           =    0.2986

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
      AnniIR |    .185065   .1763799     1.05   0.299    -.1682664    .5383965
       _cons |   33.05801   1.372332    24.09   0.000      30.3089    35.80712
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  3.3355599
     sigma_e |  5.3982859
         rho |  .27630157   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 56) =     0.90              Prob > F = 0.5380

. xtreg QualitaIR AddettiIR OreIR AnniIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        45
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.1472                         Obs per group: min =         1
       between = 0.1741                                        avg =       4.1
       overall = 0.1676                                        max =        13

                                                F(3,31)            =      1.78
corr(u_i, Xb)  = 0.0680                         Prob > F           =    0.1707

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   AddettiIR |   .6355322   .7111228     0.89   0.378    -.8148124    2.085877
       OreIR |    .012054   .0147791     0.82   0.421    -.0180882    .0421962
      AnniIR |  -.1586083   .2484536    -0.64   0.528    -.6653327    .3481161
       _cons |   32.89954   1.803697    18.24   0.000     29.22087     36.5782
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  3.6302894
     sigma_e |  5.0675597
         rho |  .33914785   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 31) =     0.75              Prob > F = 0.6748
```

C.4 Influenza caratteristiche ufficio IR sull'operatività

A) Operatività = organizzazione attività operative

```
. xtlogit Conference AddettiIR, fe
note: multiple positive outcomes within groups encountered.
note: 4 groups (9 obs) dropped because of all positive or
      all negative outcomes.

Iteration 0:   log likelihood = -20.972147
Iteration 1:   log likelihood = -20.660155
Iteration 2:   log likelihood = -20.659033
Iteration 3:   log likelihood = -20.659033

Conditional fixed-effects logistic regression   Number of obs      =        57
Group variable: codiceSettore                   Number of groups   =         7

                                                Obs per group: min =         2
                                                               avg =       8.1
                                                               max =        19

                                                LR chi2(1)         =      8.48
Log likelihood  = -20.659033                    Prob > chi2        =    0.0036
```

Conference	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
AddettiIR	.9838101	.433897	2.27	0.023	.1333875	1.834233

```
. xtlogit Conference OreIR, fe
note: multiple positive outcomes within groups encountered.
note: 5 groups (9 obs) dropped because of all positive or
      all negative outcomes.

Iteration 0:   log likelihood = -11.601856
Iteration 1:   log likelihood = -11.592168
Iteration 2:   log likelihood = -11.592132
Iteration 3:   log likelihood = -11.592132

Conditional fixed-effects logistic regression   Number of obs      =        37
Group variable: codiceSettore                   Number of groups   =         6

                                                Obs per group: min =         2
                                                               avg =       6.2
                                                               max =        13

                                                LR chi2(1)         =      6.05
Log likelihood  = -11.592132                    Prob > chi2        =    0.0139
```

Conference	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
OreIR	.0478792	.0298641	1.60	0.109	-.0106532	.1064117

```
. xtlogit Conference AnniIR, fe
note: multiple positive outcomes within groups encountered.
note: 4 groups (9 obs) dropped because of all positive or
      all negative outcomes.

Iteration 0:   log likelihood = -26.560762
Iteration 1:   log likelihood =  -26.51131
Iteration 2:   log likelihood = -26.511302
Iteration 3:   log likelihood = -26.511302

Conditional fixed-effects logistic regression   Number of obs      =        57
Group variable: codiceSettore                   Number of groups   =         7

                                                Obs per group: min =         2
                                                               avg =       8.1
                                                               max =        18

                                                LR chi2(1)         =      0.16
Log likelihood  = -26.511302                    Prob > chi2        =    0.6928
```

Conference	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
AnniIR	-.0273084	.0688401	-0.40	0.692	-.1622325	.1076158

```
. xtlogit Conference AddettiIR OreIR AnniIR, fe
note: multiple positive outcomes within groups encountered.
note: 5 groups (8 obs) dropped because of all positive or
      all negative outcomes.

Iteration 0:   log likelihood = -9.0703452
Iteration 1:   log likelihood = -8.8804916
Iteration 2:   log likelihood = -8.8341983
Iteration 3:   log likelihood = -8.8341514
Iteration 4:   log likelihood = -8.8341514

Conditional fixed-effects logistic regression   Number of obs      =        36
Group variable: codiceSettore                   Number of groups   =         6

                                                Obs per group: min =         2
                                                               avg =       6.0
                                                               max =        12

                                                LR chi2(3)         =     10.01
Log likelihood  = -8.8341514                    Prob > chi2        =    0.0184
```

Conference	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
AddettiIR	.2779927	.4232331	0.66	0.511	-.5515289	1.107514
OreIR	.0517437	.0354827	1.46	0.145	-.0178011	.1212885
AnniIR	-.2974165	.1712871	-1.74	0.082	-.6331331	.0383001

```
. xtlogit Webcast AddettiIR, fe
note: multiple positive outcomes within groups encountered.
note: 2 groups (2 obs) dropped because of all positive or
      all negative outcomes.

Iteration 0:   log likelihood = -16.916793
Iteration 1:   log likelihood = -16.589522
Iteration 2:   log likelihood = -16.589086
Iteration 3:   log likelihood = -16.589086

Conditional fixed-effects logistic regression   Number of obs      =        64
Group variable: codiceSettore                   Number of groups   =         9

                                                Obs per group: min =         2
                                                               avg =       7.1
                                                               max =        19

                                                LR chi2(1)         =     13.05
Log likelihood  = -16.589086                    Prob > chi2        =    0.0003
```

Webcast	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
AddettiIR	.9633474	.3481263	2.77	0.006	.2810324	1.645662

```
. xtlogit Webcast OreIR, fe
note: multiple positive outcomes within groups encountered.
note: 6 groups (15 obs) dropped because of all positive or
      all negative outcomes.

Iteration 0:   log likelihood = -11.500782
Iteration 1:   log likelihood = -11.384147
Iteration 2:   log likelihood = -11.383741
Iteration 3:   log likelihood = -11.383741

Conditional fixed-effects logistic regression   Number of obs      =        31
Group variable: codiceSettore                   Number of groups   =         5

                                                Obs per group: min =         2
                                                               avg =       6.2
                                                               max =        13

                                                LR chi2(1)         =      2.79
Log likelihood  = -11.383741                    Prob > chi2        =    0.0951
```

Webcast	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
OreIR	.0104064	.008925	1.17	0.244	-.0070863	.027899

```
. xtlogit Webcast AnniIR, fe
note: multiple positive outcomes within groups encountered.
note: 3 groups (12 obs) dropped because of all positive or
      all negative outcomes.

Iteration 0:   log likelihood = -19.496495
Iteration 1:   log likelihood = -19.494368
Iteration 2:   log likelihood = -19.494368

Conditional fixed-effects logistic regression   Number of obs      =        54
Group variable: codiceSettore                   Number of groups   =         8

                                                Obs per group: min =         2
                                                               avg =       6.8
                                                               max =        18

                                                LR chi2(1)         =      5.36
Log likelihood  = -19.494368                    Prob > chi2        =    0.0206
```

Webcast	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
AnniIR	.1862034	.0887609	2.10	0.036	.0122353	.3601715

```
. xtlogit Webcast AddettiIR OreIR AnniIR, fe
note: multiple positive outcomes within groups encountered.
note: 6 groups (14 obs) dropped because of all positive or
      all negative outcomes.

Iteration 0:   log likelihood = -7.7277962
Iteration 1:   log likelihood = -7.6166156
Iteration 2:   log likelihood = -7.6164149
Iteration 3:   log likelihood = -7.6164149

Conditional fixed-effects logistic regression   Number of obs      =        30
Group variable: codiceSettore                   Number of groups   =         5

                                                Obs per group: min =         2
                                                               avg =       6.0
                                                               max =        12

                                                LR chi2(3)         =      6.58
Log likelihood  = -7.6164149                    Prob > chi2        =    0.0867
```

Webcast	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
AddettiIR	.6134544	.3918938	1.57	0.117	-.1546433	1.381552
OreIR	.0109391	.0113705	0.96	0.336	-.0113466	.0332249
AnniIR	.0339048	.1318414	0.26	0.797	-.2244995	.2923092

```
. xtlogit Roadshows AddettiIR, fe
note: multiple positive outcomes within groups encountered.
note: 4 groups (9 obs) dropped because of all positive or
      all negative outcomes.

Iteration 0:   log likelihood = -22.194583
Iteration 1:   log likelihood = -21.947523
Iteration 2:   log likelihood = -21.947113
Iteration 3:   log likelihood = -21.947113

Conditional fixed-effects logistic regression   Number of obs      =        57
Group variable: codiceSettore                   Number of groups   =         7

                                                Obs per group: min =         2
                                                               avg =       8.1
                                                               max =        19

                                                LR chi2(1)         =      6.58
Log likelihood  = -21.947113                    Prob > chi2        =    0.0103

------------------------------------------------------------------------------
   Roadshows |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   AddettiIR |   .8314034    .404259     2.06   0.040     .0390703    1.623736
------------------------------------------------------------------------------
```

```
. xtlogit Roadshows OreIR, fe
note: multiple positive outcomes within groups encountered.
note: 5 groups (9 obs) dropped because of all positive or
      all negative outcomes.

Iteration 0:   log likelihood = -13.296767
Iteration 1:   log likelihood = -13.269616
Iteration 2:   log likelihood = -13.269304
Iteration 3:   log likelihood = -13.269304

Conditional fixed-effects logistic regression   Number of obs      =        37
Group variable: codiceSettore                   Number of groups   =         6

                                                Obs per group: min =         2
                                                               avg =       6.2
                                                               max =        13

                                                LR chi2(1)         =      1.52
Log likelihood  = -13.269304                    Prob > chi2        =    0.2183

------------------------------------------------------------------------------
   Roadshows |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       OreIR |   .0153592   .0153847     1.00   0.318    -.0147943    .0455126
------------------------------------------------------------------------------
```

```
. xtlogit Roadshows AnniIR, fe
note: multiple positive outcomes within groups encountered.
note: 4 groups (9 obs) dropped because of all positive or
      all negative outcomes.

Iteration 0:   log likelihood = -25.520922
Iteration 1:   log likelihood = -25.513034
Iteration 2:   log likelihood = -25.513032

Conditional fixed-effects logistic regression   Number of obs      =        57
Group variable: codiceSettore                   Number of groups   =         7

                                                Obs per group: min =         2
                                                               avg =       8.1
                                                               max =        18

                                                LR chi2(1)         =      0.31
Log likelihood  = -25.513032                    Prob > chi2        =    0.5785
```

Roadshows	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
AnniIR	.0420974	.0770923	0.55	0.585	-.1090007	.1931956

```
. xtlogit Roadshows AddettiIR OreIR AnniIR, fe
note: multiple positive outcomes within groups encountered.
note: 5 groups (8 obs) dropped because of all positive or
      all negative outcomes.

Iteration 0:   log likelihood = -12.729525
Iteration 1:   log likelihood =  -12.64136
Iteration 2:   log likelihood = -12.640205
Iteration 3:   log likelihood = -12.640205

Conditional fixed-effects logistic regression   Number of obs      =        36
Group variable: codiceSettore                   Number of groups   =         6

                                                Obs per group: min =         2
                                                               avg =       6.0
                                                               max =        12

                                                LR chi2(3)         =      2.25
Log likelihood  = -12.640205                    Prob > chi2        =    0.5224
```

Roadshows	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
AddettiIR	.2711816	.408623	0.66	0.507	-.5297048	1.072068
OreIR	.0120372	.0171392	0.70	0.482	-.021555	.0456293
AnniIR	-.0027807	.1174809	-0.02	0.981	-.233039	.2274776

B) Operatività = numero annuale attività operative

```
. xtreg NAttivitaIR AddettiIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        68
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.1482                         Obs per group: min =         1
       between = 0.2701                                        avg =       6.2
       overall = 0.1443                                        max =        19

                                                F(1,56)            =      9.74
corr(u_i, Xb)  = -0.0423                        Prob > F           =    0.0028

------------------------------------------------------------------------------
 NAttivitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   AddettiIR |   65.08097   20.85196     3.12   0.003     23.30947    106.8525
       _cons |   11.93148   54.98629     0.22   0.829     -98.2193    122.0823
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  133.90002
     sigma_e |  270.19945
         rho |  .19716093   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 56) =     0.88              Prob > F = 0.5529

. xtreg NAttivitaIR OreIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        47
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.2603                         Obs per group: min =         1
       between = 0.1258                                        avg =       4.3
       overall = 0.2584                                        max =        14

                                                F(1,35)            =     12.32
corr(u_i, Xb)  = -0.0849                        Prob > F           =    0.0013

------------------------------------------------------------------------------
 NAttivitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       OreIR |   1.400335   .3990377     3.51   0.001     .5902455    2.210425
       _cons |   95.79606   39.05167     2.45   0.019     16.51695    175.0752
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  109.04872
     sigma_e |  230.42152
         rho |   .1829883   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 35) =     0.43              Prob > F = 0.9196
```

```
. xtreg NAttivitaIR AnniIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        68
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.0622                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0003                                        avg =       6.2
       overall = 0.0408                                        max =        18

                                                F(1,56)            =      3.72
corr(u_i, Xb)  = -0.0995                        Prob > F           =    0.0590

------------------------------------------------------------------------------
 NAttivitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
      AnniIR |   17.21878   8.932631     1.93   0.059    -.6754275    35.11299
       _cons |   36.59215   69.50073     0.53   0.601    -102.6345    175.8188
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  237.58253
     sigma_e |  273.39217
         rho |  .43026146   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 56) =     1.67              Prob > F = 0.1107

. xtreg NAttivitaIR AddettiIR OreIR AnniIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        45
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.3124                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0507                                        avg =       4.1
       overall = 0.2996                                        max =        13

                                                F(3,31)            =      4.69
corr(u_i, Xb)  = -0.1594                        Prob > F           =    0.0081

------------------------------------------------------------------------------
 NAttivitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   AddettiIR |   29.27471   32.32062     0.91   0.372    -36.64363    95.19306
       OreIR |   1.177326   .6717128     1.75   0.090    -.1926414    2.547293
      AnniIR |  -8.301968   11.29225    -0.74   0.468    -31.33266    14.72872
       _cons |   93.60286   81.97827     1.14   0.262    -73.59292    260.7986
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  120.67666
     sigma_e |  230.32124
         rho |  .21539268   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 31) =     0.38              Prob > F = 0.9479
```

```
. xtreg NsitoInternet AddettiIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        37
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =         9

R-sq:  within  = 0.5251                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0029                                        avg =       4.1
       overall = 0.4631                                        max =         9

                                                F(1,27)            =     29.86
corr(u_i, Xb)  = -0.1819                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
NsitoInter~t |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   AddettiIR |   30.41292   5.565918     5.46   0.000      18.9926    41.83324
       _cons |  -32.89106   15.32494    -2.15   0.041    -64.33524   -1.446885
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |   28.65068
     sigma_e |  63.086253
         rho |  .17098656   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(8, 27) =     0.72               Prob > F = 0.6689

. xtreg Nwebcast OreIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        44
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        10

R-sq:  within  = 0.1404                         Obs per group: min =         1
       between = 0.6017                                        avg =       4.4
       overall = 0.2388                                        max =        13

                                                F(1,33)            =      5.39
corr(u_i, Xb)  = 0.3241                         Prob > F           =    0.0266

------------------------------------------------------------------------------
    Nwebcast |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       OreIR |   .0055735   .0024005     2.32   0.027     .0006896    .0104574
       _cons |   .6863098    .243334     2.82   0.008     .1912431    1.181377
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  1.1836147
     sigma_e |  1.3835828
         rho |  .42257622   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(9, 33) =     1.59               Prob > F = 0.1591
```

```
. xtreg Nonetoone OreIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        40
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.3352                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0019                                        avg =       3.6
       overall = 0.2744                                        max =        12

                                                F(1,28)            =     14.12
corr(u_i, Xb)  = -0.0456                        Prob > F           =    0.0008

------------------------------------------------------------------------------
   Nonetoone |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       OreIR |   .5938347   .1580433     3.76   0.001     .2700976    .9175718
       _cons |   56.67207   16.65872     3.40   0.002     22.54823     90.7959
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  92.418804
     sigma_e |  91.042424
         rho |  .50750187   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 28) =     1.31              Prob > F = 0.2753
```

APPENDICE D

D.1 Influenza operatività e caratteristiche ufficio IR sulla qualità delle IR

A) Operatività = organizzazione attività operative

```
. xtreg QualitaIR Roadshows AddettiIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        66
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.2256                         Obs per group: min =         1
       between = 0.7412                                        avg =       6.0
       overall = 0.2633                                        max =        19

                                                F(2,53)            =      7.72
corr(u_i, Xb)  = 0.1632                         Prob > F           =    0.0011

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   Roadshows |   3.633519   1.495975     2.43   0.019     .6329727    6.634065
   AddettiIR |   .9092612   .3853579     2.36   0.022      .136331    1.682191
       _cons |   30.26897   1.338638    22.61   0.000       27.584    32.95393
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.4052603
     sigma_e |  4.8176676
         rho |  .19952535   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 53) =     0.71              Prob > F = 0.7096

. xtreg QualitaIR Roadshows AnniIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        66
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.1769                         Obs per group: min =         1
       between = 0.7385                                        avg =       6.0
       overall = 0.2335                                        max =        18

                                                F(2,53)            =      5.70
corr(u_i, Xb)  = 0.2491                         Prob > F           =    0.0057

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   Roadshows |   4.779081    1.48256     3.22   0.002     1.805442    7.752719
      AnniIR |   .1258697   .1651028     0.76   0.449    -.2052846    .4570241
       _cons |   30.04432   1.650613    18.20   0.000     26.73361    33.35503
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.5680326
     sigma_e |  4.9727137
         rho |   .2105437   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 53) =     0.60              Prob > F = 0.8057
```

```
. xtreg QualitaIR Conference AddettiIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        66
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.3793                         Obs per group: min =         1
       between = 0.7370                                        avg =       6.0
       overall = 0.4114                                        max =        19

                                                F(2,53)            =     16.20
corr(u_i, Xb)  = 0.1600                         Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
  Conference |   6.179259   1.365255     4.53   0.000     3.440904    8.917614
   AddettiIR |   .6834592   .3489546     1.96   0.055    -.0164551    1.383374
       _cons |   28.86134    1.19091    24.23   0.000     26.47268    31.25001
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.2234903
     sigma_e |  4.3131201
         rho |  .20995996   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 53) =     0.69              Prob > F = 0.7263

. xtreg QualitaIR Conference OreIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        46
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.3173                         Obs per group: min =         1
       between = 0.5069                                        avg =       4.2
       overall = 0.3539                                        max =        13

                                                F(2,33)            =      7.67
corr(u_i, Xb)  = -0.0030                        Prob > F           =    0.0018

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
  Conference |   5.179694   1.697196     3.05   0.004     1.726723    8.632664
       OreIR |   .0148405    .007707     1.93   0.063    -.0008396    .0305206
       _cons |   29.53017   1.378233    21.43   0.000     26.72614    32.33421
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.3348308
     sigma_e |  4.3891656
         rho |  .22056112   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 33) =     0.59              Prob > F = 0.8102
```

```
. xtreg QualitaIR Conference AnniIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        66
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.4378                         Obs per group: min =         1
       between = 0.7057                                        avg =       6.0
       overall = 0.4601                                        max =        18

                                                F(2,53)            =     20.64
corr(u_i, Xb)  = 0.0997                         Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
  Conference |   7.592804   1.203372     6.31   0.000     5.179144    10.00646
     AnniIR  |   .2122552   .1362878     1.56   0.125    -.0611034    .4856138
       _cons |    27.4683   1.419742    19.35   0.000     24.62066    30.31595
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.2313002
     sigma_e |  4.1096784
         rho |  .22766897   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 53) =     0.79              Prob > F = 0.6347

. xtreg QualitaIR Blog AddettiIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        66
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.1932                         Obs per group: min =         1
       between = 0.3193                                        avg =       6.0
       overall = 0.2026                                        max =        19

                                                F(2,53)            =      6.35
corr(u_i, Xb)  = 0.0183                         Prob > F           =    0.0034

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
        Blog |   7.175819   3.817095     1.88   0.066    -.4803036    14.83194
   AddettiIR |   1.038888   .3846618     2.70   0.009     .2673537    1.810421
       _cons |    32.4722   1.012806    32.06   0.000     30.44077    34.50363
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.9253429
     sigma_e |  4.9174165
         rho |  .26139258   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 53) =     0.95              Prob > F = 0.4963
```

```
. xtreg QualitaIR Onetoone AddettiIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        66
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.2595                         Obs per group: min =         1
       between = 0.4461                                        avg =       6.0
       overall = 0.2684                                        max =        19

                                                F(2,53)            =      9.29
corr(u_i, Xb)  = 0.1042                         Prob > F           =    0.0003

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Onetoone |   6.954842   2.372857     2.93   0.005     2.195493    11.71419
   AddettiIR |   .9226168   .3723263     2.48   0.016     .1758249    1.669409
       _cons |   26.51009    2.24736    11.80   0.000     22.00245    31.01772
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.9013121
     sigma_e |  4.7112312
         rho |  .27496575   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 53) =     0.94              Prob > F = 0.5041

. xtreg QualitaIR Onetoone OreIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        46
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.2018                         Obs per group: min =         1
       between = 0.2253                                        avg =       4.2
       overall = 0.2233                                        max =        13

                                                F(2,33)            =      4.17
corr(u_i, Xb)  = 0.0359                         Prob > F           =    0.0243

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
    Onetoone |   5.746143   3.216659     1.79   0.083    -.7982001    12.29049
       OreIR |   .0174288   .0082517     2.11   0.042     .0006406    .0342171
       _cons |   27.74315    3.08145     9.00   0.000     21.47389     34.0124
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.9001843
     sigma_e |  4.7459582
         rho |  .27189326   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 33) =     0.70              Prob > F = 0.7214
```

```
. xtreg QualitaIR Roadshows Blog AddettiIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        66
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.2695                         Obs per group: min =         1
       between = 0.6823                                        avg =       6.0
       overall = 0.3067                                        max =        19

                                                F(3,52)            =      6.39
corr(u_i, Xb)  = 0.1519                         Prob > F           =    0.0009

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   Roadshows |   3.428286   1.471492     2.33   0.024     .4755209    6.381052
        Blog |   6.499312   3.678463     1.77   0.083    -.8820649    13.88069
   AddettiIR |   .8219332   .3810872     2.16   0.036     .0572258    1.586641
       _cons |   30.41095   1.315079    23.12   0.000     27.77205    33.04985
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.4250784
     sigma_e |  4.7240356
         rho |  .20856465   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 52) =     0.68              Prob > F = 0.7392

. xtreg QualitaIR Roadshows Onetoone AnniIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        66
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.2453                         Obs per group: min =         1
       between = 0.4157                                        avg =       6.0
       overall = 0.2735                                        max =        18

                                                F(3,52)            =      5.63
corr(u_i, Xb)  = 0.1237                         Prob > F           =    0.0020

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   Roadshows |    3.16731   1.614126     1.96   0.055    -.0716716    6.406292
    Onetoone |    5.39851   2.486921     2.17   0.035     .4081377    10.38888
      AnniIR |   .1575324   .1602729     0.98   0.330    -.1640788    .4791435
       _cons |   26.11252   2.413882    10.82   0.000     21.26871    30.95633
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.7947782
     sigma_e |  4.8072105
         rho |  .25261224   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 52) =     0.74              Prob > F = 0.6832
```

```
. xtreg QualitaIR Roadshows Blog Onetoone AddettiIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        66
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.3344                         Obs per group: min =         1
       between = 0.4654                                        avg =       6.0
       overall = 0.3478                                        max =        19

                                                F(4,51)            =      6.41
corr(u_i, Xb)  = 0.0864                         Prob > F           =    0.0003

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   Roadshows |   1.752615   1.605128     1.09   0.280    -1.469813    4.975044
        Blog |   7.126985   3.556714     2.00   0.050    -.0134164    14.26739
    Onetoone |   5.790139   2.596824     2.23   0.030     .5767963    11.00348
   AddettiIR |   .7337758   .3694399     1.99   0.052    -.0079057    1.475457
       _cons |   26.47283   2.173986    12.18   0.000     22.10838    30.83729
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.7108074
     sigma_e |  4.5533509
         rho |  .26168408   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 51) =     0.82              Prob > F = 0.6124

. xtreg QualitaIR Blog Onetoone AddettiIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        66
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.3188                         Obs per group: min =         1
       between = 0.3034                                        avg =       6.0
       overall = 0.3166                                        max =        19

                                                F(3,52)            =      8.11
corr(u_i, Xb)  = 0.0329                         Prob > F           =    0.0002

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
        Blog |   7.540929   3.542982     2.13   0.038     .4314155    14.65044
    Onetoone |   7.117693   2.298847     3.10   0.003     2.504718    11.73067
   AddettiIR |   .8001618   .3650755     2.19   0.033     .0675842    1.532739
       _cons |   26.39267   2.176758    12.12   0.000     22.02468    30.76065
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.9455152
     sigma_e |  4.5617587
         rho |  .29424634   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 52) =     1.01              Prob > F = 0.4476
```

```
. xtreg QualitaIR Conference Blog AddettiIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        66
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.4275                         Obs per group: min =         1
       between = 0.6846                                        avg =       6.0
       overall = 0.4511                                        max =        19

                                                F(3,52)            =     12.95
corr(u_i, Xb)  = 0.0998                         Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
  Conference |    6.10876   1.324146     4.61   0.000     3.451666    8.765854
        Blog |   6.794654   3.247205     2.09   0.041     .2786607    13.31065
   AddettiIR |   .5832538   .3417101     1.71   0.094    -.1024377    1.268945
       _cons |   28.92186   1.155039    25.04   0.000      26.6041    31.23961
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  2.2442268
     sigma_e |  4.1818949
         rho |  .22360039   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 52) =     0.74              Prob > F = 0.6838
```

B) Operatività = Numero annuale attività operative

```
. xtreg QualitaIR Nroadshows AddettiIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        63
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.2653                         Obs per group: min =         1
       between = 0.4189                                        avg =       5.7
       overall = 0.2447                                        max =        17

                                                F(2,50)            =      9.03
corr(u_i, Xb)  = 0.0257                         Prob > F           =    0.0004

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
  Nroadshows |   .0793105   .0635248     1.25   0.218    -.0482828    .2069039
   AddettiIR |   1.245525   .3929199     3.17   0.003     .4563222    2.034728
       _cons |   31.74317   .9343061    33.98   0.000     29.86656    33.61978
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  3.0182203
     sigma_e |  4.4937587
         rho |  .31087232   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 50) =     1.60              Prob > F = 0.1338
```

```
. xtreg QualitaIR Nroadshows AnniIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        63
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.0905                         Obs per group: min =         1
       between = 0.2362                                        avg =       5.7
       overall = 0.0968                                        max =        16

                                                F(2,50)            =      2.49
corr(u_i, Xb)  = 0.0702                         Prob > F           =    0.0933

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
  Nroadshows |   .1424826   .0690951     2.06   0.044     .0037011    .2812641
      AnniIR |   .0565871   .1712196     0.33   0.742    -.2873176    .4004919
       _cons |   33.06301   1.321164    25.03   0.000     30.40937    35.71664
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  3.4325252
     sigma_e |  5.0097283
         rho |  .31947817   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 50) =     1.24              Prob > F = 0.2900

. xtreg QualitaIR Nonetoone AddettiIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        52
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.2644                         Obs per group: min =         1
       between = 0.3425                                        avg =       4.7
       overall = 0.2326                                        max =        13

                                                F(2,39)            =      7.01
corr(u_i, Xb)  = -0.0046                        Prob > F           =    0.0025

------------------------------------------------------------------------------
   QualitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   Nonetoone |   .0094647   .0087283     1.08   0.285    -.0081899    .0271193
   AddettiIR |   1.090759    .511117     2.13   0.039     .0569275    2.124591
       _cons |   31.75735    1.05342    30.15   0.000     29.62661     33.8881
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  3.0444802
     sigma_e |  4.7030508
         rho |  .29530373   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 39) =     1.25              Prob > F = 0.2929
```

D.2 Influenza caratteristiche ufficio IR e qualità IR sul numero annuale di attività operative

```
. xtreg NAttivitaIR OreIR QualitaIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        47
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.3389                         Obs per group: min =         1
       between = 0.3513                                        avg =       4.3
       overall = 0.3382                                        max =        14

                                                F(2,34)            =      8.71
corr(u_i, Xb)  = -0.1451                        Prob > F           =    0.0009

------------------------------------------------------------------------------
 NAttivitaIR |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       OreIR |   1.113198   .4085411     2.72   0.010     .2829429    1.943454
   QualitaIR |   15.07549   7.499505     2.01   0.052    -.1653373    30.31632
       _cons |  -399.5758   249.2601    -1.60   0.118    -906.1332    106.9815
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  93.875902
     sigma_e |  221.02005
         rho |  .15283204   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 34) =     0.41              Prob > F = 0.9297

. xtreg Nonetoone AddettiIR QualitaIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        52
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.4040                         Obs per group: min =         1
       between = 0.1942                                        avg =       4.7
       overall = 0.3342                                        max =        13

                                                F(2,39)            =     13.22
corr(u_i, Xb)  = -0.1274                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
   Nonetoone |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
   AddettiIR |    31.9445    8.31593     3.84   0.000     15.12394    48.76505
   QualitaIR |   3.092316   2.851717     1.08   0.285    -2.675826    8.860457
       _cons |  -90.19346   92.75186    -0.97   0.337    -277.8018    97.41489
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  70.932212
     sigma_e |  85.009724
         rho |  .41045567   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 39) =     1.20              Prob > F = 0.3238
```

```
. xtreg Nonetoone OreIR QualitaIR, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =        40
Group variable: codiceSett~e                    Number of groups   =        11

R-sq:  within  = 0.4389                         Obs per group: min =         1
       between = 0.1435                                        avg =       3.6
       overall = 0.3955                                        max =        12

                                                F(2,27)            =     10.56
corr(u_i, Xb)  = -0.0425                        Prob > F           =    0.0004

------------------------------------------------------------------------------
   Nonetoone |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       OreIR |   .4589538   .1597174     2.87   0.008     .1312407    .7866668
   QualitaIR |   7.564359   3.386626     2.23   0.034     .6155767    14.51314
       _cons |  -196.5756   114.4472    -1.72   0.097    -431.4019    38.25078
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  83.481193
     sigma_e |  85.177087
         rho |  .48994581   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(10, 27) =     1.20              Prob > F = 0.3365
```

BIBLIOGRAFIA

AICPA, (1994). *Improving business reporting. A customer focus: Meeting the Information needs of Investors and Creditors*. New York: American Institute of Certified Public Accountants.

Akerlof, G.A., (1970). "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), 488-500.

Alexander, S.S., (1961). "Price Movements in Speculative Markets: Trends or Random Walks", *Industrial Management Review*, 2 (2), 7-26.

Alfarano S., Camacho E. e Morone A., (2001). "The Role of Public and Private Information in a Laboratory Financial Market". Working Paper n. 6, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A.

Ali Khan, M.N.A. e Ismail, N.A., (2011). "The Use of Disclosure Indices in Internet Financial Reporting Research", *Journal of Global Business and Economics*, 3 (1), 157-173.

Allen, F. e Gale, D., (1994). *Financial Innovation and Risk Sharing*, MA: MIT Press.

American Marketing Association (1948). "Report of the Definitions Committee", *Journal of Marketing*, 13 (2), 202-217.

American Marketing Association (2007). "Report of The Definitions Committee", *Journal of Marketing,* 71.

Asbaugh, H., Johnstone, K.M. e Warfiled, T.D., (1999). “Corporate Reporting on the Internet”, *American Horizons*, 13 (3), 241-257.

Avallone, F., (2002). “Creare e diffondere valore attraverso il web. Un approccio evoluto nell'utilizzo di Internet per la comunicazione finanziaria”, *AF. Analisi finanziaria*, 45, 30-46.

Bagnoli, C. e Redigolo, G., (2011). *Il livello di disclosure volontario nel modello di business all’interno del prospetto informativo di quotazione*, in Nota di Ricerca n.2, Dipartimento di Management, Università Ca’ Foscari Venezia.

Ball, R. e Brown, P., (1968). “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers”, *Journal of Accounting Research*, 6 (2), 159-178.

Banz, R.W., (1981). “The Relationship Between Return and Stock Market Value of Common Stocks”, *Journal of Financial Economics*, 9 (1), 3-18.

Barbarito, L., (2002). “Impatto della qualità della comunicazione finanziaria sul valore di un titolo quotato”, *AF. Analisi finanziaria*, 45, 60-77.

Bardong, F., Bartram, S.M. e Yadav, P.K., (2005). “Informed Trading, Information Asymmetry and Pricing of Information Risk: Empirical Evidence from the NYSE”, *Munich Personal RePEc Archive*, Paper n. 13586.

Barry, C.B. e Brown, S.J., (1986). “Limited information as a source of risk”, *The Journal of Portfolio Management* 12 (2), 66–72.

Beretta, S. e Bozzolan, S., (2004). “A framework for the analysis of firm risk communication”, *The International Journal of Accounting*, 39 (3), 265-288.

Berlanda, E., (1993). *Informazione societaria e regolamentazione*. Intervento al 1° ciclo di lezioni «Emilio Moar», *Informazione e mercato azionario*, Università Cattolica del Sacro Cuore, 19 ottobre 1993, Milano.

Bertinetti G.S. (a cura di), Mantovani, G.M. e Salvi A., (2004a). *Il rischio informativo nelle operazioni di aumento di capitale*, CREA Furio Cicogna, Verona: Cierre Grafica, FK Editore.

Bertinetti, G.S. (a cura di), Mantovani, G.M., Rosto, R. e Salvi, A., (2004b). *Riforma della corporate governance e nuove frontiere della comunicazione finanziaria: difendere il valore o le regole del gioco?*, CREA Furio Cicogna, Verona: Cierre Grafica, FK editore.

Bertinetti, G.S. e Mantovani, G.M., (2009). “Premi al rischio di governance e comunicazione finanziaria dell'impresa”. In Maggioni, V., Potito, L. e Viganò, R., *Corporate governance: governo controllo e struttura finanziaria*, Bologna: Il Mulino, 425-446.

Bertinetti, G.S., (1996). *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Milano: Egea.

Bhushan, R., (1989a). “Collection of information about publicly traded firms: theory and evidence”, *Journal of Accounting and Economics*, 11 (2-3), 183–206.

Bhushan, R., (1989b). “Firm characteristics and analyst following”, *Journal of Accounting and Economics*, 11 (2–3), 255–274.

Bini, L. e Dainelli, F., (2005). “La qualità della comunicazione finanziaria *on-line* nel nuovo mercato e il *coverage* degli analisti”, *AF. Analisi finanziaria*, 58, 129-139.

Black, F., (1986). “Noise”, *The Journal of Finance*, 41 (3), 529-543. Papers and Proceedings of the Forty-Fourth Annual Meeting of the America Finance Association, 28-30 December 1985, New York.

Bollen, L.H., Hassink, H.F. e Bozic, G. (2006) “Measuring and explaining the quality of Internet investor relations activities: a multinational empirical analysis”, *International Journal of Accounting Information Systems*, 7, 273-298.

Bollen, L.H., Hassink, H.F., De Lange, R.K. e Buijl, S.D. (2008). “Best Practices in Managing Investor Relations Websites: Directions for Future Research”, *Journal of Information Systems,* 22 (2), 171-194.

Born, B., Ehrmann, M. e Fratzscher, M., (2011). *Central bank communication on financial stability*. Working Paper, n. 93, National Bank of Poland.

Borsa Italiana, (2011) disponibile al sito: www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/pump-and-dump136.htm (ultimo accesso il 14/03/2011)

Bostan, I., Grosu, V. e Iancu, E., (2009). “The role and importance of economic and financial information in corporate governance”, *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconimica*, 11 (1), 163-169.

Botosan, C.A., (1997). “Disclosure Level and the Cost of Equity Capital”, *The Accounting Review*, 72 (3), 323–349.

Brennan, M.J. e Tamarowski, C. (2000). “Investor Relations, Liquidity, and Stock Prices”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 12 (4), 26-37.

Brennan, M.K, Jegadeesh, N. e Swaminathan, B. (1993). “Investment Analysis and the Adjustment of Stock Prices to Common Information”, *Review of Financial Studies*, 6 (4), 799-824.

Brogi, M., (1998). “Banche e comunicazione economico-finanziaria”, *Banche e banchieri*, 25 (3), 320-324.

Brogi, M., (1999). “Comunicazione finanziaria e diffusione del valore”, *Banche e banchieri*, 26 (4), 403-406.

Brooks, G. (2001). “Webcast Your Way to Visibility”, *Equities*, 49 (5), 51-59.

Brown, L.D. e Rozeff, M.S., (1978). “The superiority of analyst forecasts as measures of expectations: evidence from earnings”, *The Journal of Finance*, 33 (1), 1–16.

Brown, L.D., Hagerman, R.L., Griffin, P.A. e Zmijewski, M.E., (1987). “Security analyst superiority relative to univariate time-series models in forecasting quarterly earnings”, *Journal of Accounting and Economics*, 9 (1), 61–87.

Bushee, B.J. e Noe, C.F., (2000). “Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility”, *Journal of Accounting Research*, 38, Supplement, 171-202.

Byrd, J., Goulet, W., Johnson, M. e Johnson, M. (1993). “Finance Theory and the New Investor Relations”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 6 (2), 48-53.

Cabrales, A. e Gottardi, P., (2008). “Markets for Information: Of Inefficient Firewalls and Efficient Monopolies. Working Paper, Department of Economics, University of Venice Ca' Foscari.

Caccioli, F. e Marsili, M., (2010). “Information Efficiency and Financial Stability”, *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 4 (20).

Caprio L., (1990). “Gli studi sull’efficienza informativa dei mercati dei capitali: il dibattito sull’evidenza empirica e i modelli teorici”, *Finanza Imprese e Mercati*, 2.

Chen C.R., Chan K.C. e Steiner T.L. (2002). “Are All Security Analysts Equal?”, *Journal of Financial Research*, 25 (3), 415-430.

Chen, S., Matsumoto, D. e Rajgopal, S. (2011). “Is silence golden? An empirical analysis of firms than stop giving quarterly earnings guidance”, *Journal of Accounting and Economics*, 51 (1-2), 134-150.

CICA, (2001). *Management’s discussion and analysis; guidance on preparation and disclosure.* Review Draft, December, Toronto: Canadian Institute of Chartered Accountants.

Collesei, U. (2006). *Marketing*, Padova: Cedam.

Cornell, B. e Roll, R., (1981). “Strategies for Pairwise Competition Markets and Organization”, *Bell Journal of Economics*, 12 (1), 201-213.

Corvi, E. (2000). “La pianificazione strategica e operativa dell'attività d'investor relation”, *Rivista dei dottori commercialisti*, 51 (4), 587-616.

Corvi, E. e Fiocca, R., (1996). *Comunicazione e valore nelle relazioni d'impresa*, Milano: Egea.

Corvi, E., (1994). *Immagine e trasparenza nella gestione dell'impresa*, Torino: UTET libreria.

Corvi, E., (2007). *La comunicazione aziendale: obiettivi, tecniche, strumenti*, Milano: Egea.

Cristea H., (2008). “Financial information transparency and publicity”, *Finance-Challanges of the Future*, 1 (7), 31-34.

De Bondt, W.F.M. e Thaler, R., (1985). “Does the Stock Market Overreact?”, *The Journal of Finance*, 40 (3), 793-805.

De Cicco, R.F., (2010). “I requisiti della comunicazione economico-finanziaria per contribuire all'affermazione di una autentica democrazia economica”, *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, 110 (7-8), 415-426.

Dell’Edera, N. (2003). “Investor relations: un ≪ponte≫ tra l' azienda e la comunità finanziaria”, *Amministrazione e finanza*, 18 (19), 65-68.

Deller, D., Stubenrath, M. e Weber, C. (1999). “A survey on the use of the Internet for investor relations in the USA, the UK and Germany”, *The European Accounting Review*, 8 (2), 351-364.

Dempsey, S.J. (1989). “Predisclosure Information Search Incentives, Analyst Following and Earnings Announcement Price Response”, *Accounting Review,* 64 (4), 748-757.

Di Carlo, M., (2008). “XBRL 2008 e la comunicazione finanziaria d'impresa”, *Banche e banchieri*, 35 (4), 338-341.

Diamond, D. e Verrecchia, R., (1991). “Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital”, *The Journal of Finance*, 46 (4), 1325–1359.

Diltz, J.D., Lockwood, L.J. e Min, S., (1992). “Sources of Wealth Loss in New Equity Issues*”*, *Journal of Banking and Finance*, 16 (2), 511-522.

Dolphin, R.R. (2004). “The strategic role of investor relations”, *Corporate Communications: An International Journal*, 9 (1), 25-42.

Dow, J. e Gorton, G., (1994). “Arbitrage chains”, *The Journal of Finance,* 49 (3), 819-849.

Dyck, A. e Zingales, L., (2003). “The Media and Asset Prices”, Mimeo, Harvard Business School.

Ellis, C.D., (1985). “How to Manage Investor Relations”, *Financial Analysts Journal*, 41 (2), 34-41.

Fama, E.F. e Blume, M.E., (1966). “Filter Rules and Stock Market Trading Profits”, *Journal of Business*, 39 (1), 226-241.

Fama, E.F., (1965). “The Behaviour of Stock Market Price”, *Journal of Business*, 38 (1), 34-105.

Fama, E.F., (1970). “Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, 25 (2), 383-417.

Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M.C. e Roll, R., (1969). “The Adjustment of Stock Prices to New Information”, *International Economic Review, February*, 10 (1), 1-21.

Farragher, E.J., Kleiman, R. e Bazaz, M. S. (1994). “Do Investor Relations Make a Difference?”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 34 (4), 403-412.

Ferretti, R. e Pattarin, F., (2008). “Is Public Information Really Public? The Role of Newspapers”. CEFIN Working Papers, n. 8, Dipartimento di Economia Aziendale, Università di Modena e Reggio Emilia.

Fortuna, F., (2009). “Crisi finanziaria, management e comunicazione esterna d'impresa: alcune considerazioni”, *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, 109 (9-10), 517-532.

Francis, J. e Soffer, L., (1997). “The relative informativeness of analysts’ stock recommendations and earnings forecast revisions”, *Journal of Accounting Research*, 35 (2), 193–211.

Fried, D. e Givoly, D., (1982). “Financial analysts’ forecasts of earnings: a better surrogate for market expectations”, *Journal of Accounting and Economics*, 4 (2), 85–107.

Gao, P., (2008). “Keynesian Beauty Contest, Accounting Disclosure, and Market Efficiency”, *Journal of Accounting Research*, 46 (4), 785-807.

Gardenal, G., (2007). “Reconciling the Modern Neoclassical Approach with Behavioural Finance: evidence from the U.S., European, and Japanese Markets”. Working Paper, Department of Management, University of Venice Ca’ Foscari.

Gardenal, M. (a cura di) e Brogi, M., (2000). “Ma comunicare non equivale ad informare”, *Bloomberg Investimenti*, inserto *Start-up*, 106.

Geerlings J., Bollen, L.H. e Hassink, H.F. (2003). “Investor Relations on the Internet: A survey of the Euronext zone”, *European Accounting Review*, 12 (3), 567-579.

Giavazzi, F., (2009). “Come salvarci dall’abisso”, *Corriere della Sera*, 22 febbraio, 28.

Gibbons, M.R. e Hees, P., (1981). “Day of the Week Effects and Asset Return”, *The Journal of Business*, 54 (4), 579-596.

Gigler, F., (1994). “Self-enforcing voluntary disclosures”, *Journal of Accounting Research*, 32 (2), 224-240.

Giussani, S. (2004). “Le peculiarità del ruolo dell’Investor Relator in Italia”. In Bertinetti, G.S. (a cura di), Mantovani, G.M., Rosto, R. e Salvi, A., (2004). *Riforma della corporate governance e nuove frontiere della comunicazione finanziaria: difendere il valore o le regole del gioco?*, CREA Furio Cicogna, Verona: Cierre Grafica, FK editore, 209-213.

Giussani, S. (2011). *The Perspective of Investor Relations Officers*. Final Workshop of the PRIN 2007. Beyond analyst forecasts. Properties of the reports and market reactions, 29 April 2011, Venice.

Givoly, D. e Lakonishok, J., (1979). "The information content of financial analysts forecasts of earnings: some evidence on semi-strong inefficiency", *Journal of Accounting and Economics* 1 (3), 165–185.

Gray, W.R., (2008). "Information Exchange and the Limits of Arbitrage", *Munich Personal RePEc Archive*, Paper n. 1261.

Grossman, S.J. e Stiglitz, J.E., (1980). "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", *The American Economic Review*, 1980, 70 (3), 393-408.

Hansen, T. (2010). "A taxonomy of customer-seller relationships in consumer financial markets", *Journal of Marketing Trends- Financial Markets*, 1 (4), 47- 56.

Hayo, B., Kutan, A.M. e Neuenkirch, M., (2008). *Communicating with Many Tongues: FOMC Communication, Media Coverage, and U.S. Financial Market Reaction.* MAGKS Joint Discussion Paper Series in Economics n.8.

Healy, P.M. e Krishna, G.P., (1990). "Earnings and Risk Changes Surrounding Primary Stock Offers", *Journal of Accounting Research*, 28 (1), 25-48.

Healy, P.M. e Palepu, K.G., (2001). "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature", *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.

Healy, P.M., Hutton A.P. e Palepu, K.G., (1999). “Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure”, *Contemporary Accounting Research*, 16 (3), 485-520.

Hedlin, P. (1999). “The Internet as a vehicle for investor relations: the Swedish case”, *European Accounting Review*, 8 (2), 373-381.

Hermsen, O., Witte, B.C. e Westerhoff, F., (2010). “Disclosure Requirements, the Release of New Information and Market Efficiency: New Insights from Agent-based Models”, *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 4 (7).

Higgings, R.B. (2000). *Best practices in global investor relations: the creation of shareholder value.* London: Quorum books.

Ho, T. e Michaely, R., (1988). “Information Quality and Market Efficiency”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 5 (3), 357–386.

Hockerts, K. e Moir, L. (2004). “Communicating Corporate Responsability to Investors: The Changing Role of Investor Relations Function”, *Journal of Business Ethics*, 52, 85-98.

Hoffman, A.O.I. e Pennings, J.M.E. (2009). *Shareholder Activism and the Role of Marketing: A Framework for Analyzing and Managing Investor Relations*. Marketing Strategy meets Wall Street: Academic Conference, 23-24 January 2009, Emory University, Atlanta (GA), USA.

Hoffman, A.O.I., Tutic, A. e Wies, S. (2011). “The role of educational diversity in investor relations”, *Corporate Communications: An International Journal*, 16 (4), 311-327.

Hong, H., Lim, T. e Stein, J.C. (1998). *Bad News Travels Slowly: Size, Analyst Coverage and the Profitability of Momentum Strategies*, Working Paper, Stanford University.

Huberman, G. e Regev, T., (2001). “Contagious Speculation and a Cure for Cancer: A Nonevent that Made Stock Prices Soar”, *The Journal of Finance,* 56 (1), 387–396.

ICAEW, (1998). *Financial reporting of risk: Proposal for a statement of business risk*. London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.

ICAEW, (1999). *Inside out: Reporting on shareholder value*. London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.

ICAEW, (2000). *No surprises: The case for better risk reporting*. London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.

ICAEW, (2003). *Prospective financial information: Guidance for UK directors*. London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.

Jensen, M.C. e Meckling, W.H., (1976). “The Theory of the Firm: Mangerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.

Kim, O. e Verrecchia, R., (1994). “Market liquidity and volume around earnings announcements”, *Journal of Accounting and Economics* 17 (1-2), 41–67.

Lakonishok, J. e Smidt, S., (1988). “Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety- Year Perspective”, *The Review of Financial Studies*, 1 (4), 403-425.

Lakonishok, J. e Vermaelen, T., (1990). “Anomolous Price Behaviour Around Repurchase Tender Offers”, *The Journal of Finance*, 65 (2), 455-477 .

Lambert M., Hübner G., Michel P.A. e Olivier H., (2006). *International Financial Reporting Standards and Market Efficiency: A European Perspective*, Working Paper n. 4, Center of Research in Finance, Luxermbourg School of Finance.

Lambiase, A. (2001). “Professione Investor Relations”, *Contabilità finanza e controllo*, 24 (12), 1210-1219.

Lang, M. e Lundholm, R., (1993). “Cross-Sectional Determinants of Analysts Ratings of Corporate Disclosures”, *Journal of Accounting Research* 31 (2), 246–271.

Lang, M., Lundholm, R., (1996). “Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior”, *The Accounting Review* 71 (4), 467–492.

Laskin, A.V. (2009). “A Descriptive Account of the Investor Relations Profession”, *Journal of Business Communication*, 46 (2), 208-233.

Leland, H.E. e Pyle, D.H., (1977). “Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation”, *The Journal of Finance*, 32 (2), 371-387. Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association, 16-18 September 1976, Atlantic City, New Jersey.

Leuz, C. e Verrecchia, R.E., (2000). “The Economic Consequences of Increased Disclosure”, *Journal of Accounting Research* 38, Supplement, 91-124.

Lombardi, M.J. e Dainelli, F., (2003). “La comunicazione economico-finanziaria on line delle imprese quotate al nuovo Mercato”, *AF. Analisi finanziaria*, 2003, 51, 20-44.

Loughran, T. e Ritter, J.R., (1995). “The New Issues Puzzle”, *The Journal of Finance*, 50 (1), 23-51.

Lys, T. e Sohn, S., (1990). “The association between revisions of financial analysts’ earnings forecasts and security price changes”, *Journal of Accounting and Economics* 13 (4), 341–363.

Mainardi, P., (2004). “Prevenire le crisi aziendali incrementando la 'comunicazione' finanziaria”, *Amministrazione & finanza*, 19 (20), 56-61.

Mantovani, G.M, (2008). “The Information Risk Drivers. 15 Years of Ananlysis to Support a Risk Premia Modelling”. Working Paper della conferenza Credit and Financial Risk Management: 40 years after the Altman Z-score model, June 12th-14th 2008, Florence.

Mantovani, G.M. e Bagnoli, C., (2009). “Le strategie di disclosure volontaria del modello di business delle blue chip italiane e il loro impatto sul rischio informativo”, *Financial Reporting*, 3, 28-82.

Mantovani, G.M., (2004). “Assetti di Corporate Governance e rischi informativi: un tentativo di misurazione”. In Bertinetti, G.S. (a cura di), Mantovani, G.M., Rosto, R. e Salvi, A., (2004) *Riforma della corporate governance e nuove frontiere della comunicazione finanziaria: difendere il valore o le regole del gioco?*, CREA Furio Cicogna, Verona: Cierre Grafica, FK editore, 19-115.

Marcus B.W. e Wallace, S.L. (1997). *New dimensions in investor relations : competing for capital in the 21st century.* New York: Wiley.

Marston, C. (1996). “The Organization of the Investor Relations Function by Large UK Quoted Companies”, *Omega*, 24 (4), 477-488.

Marston, C. (2004). *A survey of European Investor Relations.* The Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edinburgh, UK.

Marston, C. e Straker, M. (2001). “Investor relations: a European survey”, *Corporate Communications: An International Journal*, 6 (2), 82-93.

Masullo, S., (1995). *Vincere con la comunicazione finanziaria,* Milano: Editoriale Itaca.

Miller, M.H. e Rock, K., (1985). “Dividend Policy under Asymmetric Information”, *The Journal of Finance*, 40 (4), 1031-1051.

Minnetti, F., (2006). “La comunicazione economico-finanziaria: dalle imprese quotate a strumento di gestione determinante anche nelle imprese non quotate”, *Rivista bancaria. Minerva bancaria (1945)*, 62 (6), 57-88.

Myers, S. e Majluf, N.S., (1984). “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do not Have”, *Journal of Financial Economics*, 13, (2), 187-221.

Myers, S.C, (1984). “The Capital Structure Puzzle”, *The Journal of Finance*, 39 (3), 575-592. Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting, American Finance Association, 28-30 December 1983, San Francisco, CA.

Newman, P. e Sansing, R., (1993). “Disclosure policies with multiple users”, *Journal of Accounting Research*, 31 (1), 92-112.

Niederhoffer, V. e Osborne, M.F.M., (1966). “Market Making and Reversal on the Stock Exchange”, *Journal of the American Statistical Association*, 61 (316), 897-916.

NIRI, (2011), National Investor Relations Institute, disponibile al sito: www.niri.org/FunctionalMenu/About.aspx (ultimo accesso il 20/02/2011).

Oxelheim, L. e Rafferty, M., (2004). “On the Static Efficiency of Secondary Bond Markets”. Working Paper n. 623., IUI The Research Institute of Industrial Economics.

Pascale, R. e Athos, A. (1981). *The Art of Japanese Management.* Londra: Penguin Books.

Pelilli, D. (2004). “Un modello valutativo per la Web Investor Relations delle aziende «STAR»”, *Credito popolare*, 11 (1), 99-122.

Perrini, F. e De Lisio, M., (2001). “La comunicazione finanziaria via internet nelle recenti IPO Italiane”, *Economia & management*, 6, 95-106.

Piazza, R., (2010). “Financial Innovation and Risk: the Role of Information”. Working paper n.759, Banca d’Italia.

Popa, A., Blidisel, R. e Pop, A. (2008). Investor relations on the internet. An empirical study of Romanian listed companies. In *Proceedings Papers of Business Science: Symposium for Young Researchers* (2008), Fikusz, 187-197.

Quagli, A. (2001). *Internet e la comunicazione finanziaria*, Milano: Franco Angeli.

Randerson, E. (2007). “New Market Demands Reward IR Professionals”, *Financial Executive*, 23 (1), 22-23.

Ross, S.A., Westerfield, R.W. e Jaffe, J.F., (1996). *Finanza aziendale*, Bologna: Il Mulino.

Rullani, E., (1994). “Il valore della conoscenza”, *Economia e Politica Industriale*, 21 (82), 47-73.

Rullani, E., (2004a). *Economia della conoscenza: creatività e valore nel capitalismo delle reti*, Roma: Carrocci editore.

Rullani, E., (2004b). *La fabbrica dell'immateriale: produrre valore con la conoscenza*, Roma: Carrocci editore.

Ryan, J.A. (2010). *Exploring the Investor Relations Website: the Impact of Internet Reporting on Institutions*, PhD Thesis, University of Birmingham.

Salvioni, D.M., (2002). "Cultura della trasparenza e comunicazione economico-finanziaria d'impresa", *Symphonya Emerging Issues in Management*, 2, 31-43.

Samuelson, P., (2009). "The Resurrection of Keynes", *New Perspectives Quarterly*, 26 (2), 42-44.

Scholes, M., (1969). *A Test of the Competitive Hypothesis: The market for New Issues and Secondary Offerings*. PHD Thesis, Graduate School of Business, University of Chicago.

Scholes, M., (1972). "The Market for Securities: Substitution versus Price Pressure and the Effects of Share Prices", *Journal of Business*, 45 (2), 179-211.

Sengupta, P., (1998). "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt", *The Accounting Review,* 73 (4), 459-474.

Srivastava, R.K., Shervani, T. A. e Fahey, L. (1998). "Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis", *Journal of Marketing,* 62 (1), 2-18.

Tamarowski, C. e Renzetti, M., (2000). "La comunicazione finanziaria quale fattore di successo", *Economia & management*, 2, 38-39.

Terzani, S., (2004). “Informazione finanziaria e investor relations: è ormai tempo di regole”, *AF. Analisi finanziaria*, 54, 81-98.

Tuominen, P. (1997). “Investor Relations: A Nordic School Approach”, *Corporate Communications: An International Journal,* 2 (1), 46-55.

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

Verrecchia, R.E., (2001). “Essay on disclosure”, *Journal of Accounting and Economics*, 32 (1-3), 97-180.

Vlittis, A. e Charitou, M. (2011). “Valutation effects of investor relations investments”, *Accounting & Finance*, 51 (3).

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

Waterman, R. H. Jr., Peters, T.J. e Philips, J.R. (1980). “Structure is not organization”, *Business Horizons,* 23 (3), 14–26.

Weber, A., (2010). “Communication, Decision-making and the Optimal Degree of Transparency of Monetary Policy Committees”, *International Journal of Central Banking*, 6 (3), 1-49.

Welker, M., (1995). “Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets”, *Contemporary Accounting Research* 11 (2), 801–827.

SITI INTERNET CONSULTATI

www.associazioneir.it

www.borsaitaliana.it

www.consob.it

www.geox.biz

www.ilsole24ore.com

www.irtop.com

www.niri.org

Ringraziamenti

Desidero innanzitutto ringraziare la professoressa Elisa Cavezzali, relatrice di questa tesi, per la cortesia e disponibilità dimostratemi e l'aiuto che mi ha fornito durante la stesura del lavoro.

Un affettuoso ringraziamento va ai miei genitori che, con il loro sostegno morale ed economico, mi hanno permesso di raggiungere questo importante traguardo personale.
La mia gratitudine va anche ad Alessia ed Elena per il loro costante aiuto in tutti gli anni di studio universitari.
Un ringraziamento speciale va ad Andrea che mi ha aiutato a risolvere i piccoli problemi tecnici incontrati durante lo svolgimento del mio lavoro.

Infine, vorrei esprimere la mia più sincera gratitudine ai compagni di studio, in particolare ad Eleonora, Federica e Stefania per essermi stati vicini sia nei momenti difficili sia nei momenti felici: sono stati per me più veri amici che semplici compagni.