

Comunicazione e trasparenza

All'Università della Svizzera italiana la comunicazione finanziaria è oggetto di ricerche tese a comprendere quanto siano credibili le informazioni diffuse dalle imprese.

Anche in ambito finanziario la comunicazione ricopre un ruolo sempre più significativo: la televisione, ma anche la carta stampata, per non parlare dei media elettronici, dedicano spazi sempre più ampi ad analisi e commenti sull'andamento dei mercati e delle borse, e allo stesso tempo i pareri espressi da analisti, revisori e agenzie di rating acquisiscono una visibilità crescente. In questo contesto, quello che in fondo resta l'oggetto principale delle informazioni finanziarie, l'impresa, si trova costretta a mutare le proprie strategie comunicative.

I processi di comunicazione nei mercati finanziari sono al centro di un master interfaccoltà in Scienze economiche e Scienze della comunicazione proposto dall'Università della Svizzera italiana: tra i professori che insegnano all'interno di questo master vi è anche François Degeorge, docente presso la Facoltà di Scienze economiche e ricercatore presso l'Istituto di finanza dell'Usi. Fondato nel 1999, l'Istituto di finanza fa parte del Swiss Finance Institute, una fondazione privata creata nel 2005 con il sostegno della comunità bancaria e finanziaria svizzera, e inoltre partecipa alla rete svizzera di ricerca Nccr-Finrisk, in seno alla quale il professor Degeorge è coordinatore della parte dedicata alla corporate finance. Dal 1993 docente alla Ecole des Hautes Etudes Commerciales di Parigi, dove nel 1998 ha assunto la carica di decano associato per la ricerca, Degeorge - che è professore all'Usi dal 2003 - da alcuni anni si sta in particolare occupando del tema cui si accennava all'inizio, quello della comunicazione finanziaria delle aziende, sul

quale ha condotto diversi studi. «Contrariamente a quanto accadeva in passato, oggi l'impresa non ha più il controllo diretto dell'informazione, proprio perché gran parte di essa viene prodotta all'esterno», spiega Degeorge. Vi sono poi alcuni ostacoli che pregiudicano una corretta diffusione dell'informazione e che fanno sì che le strategie comunicative dell'impresa siano sempre più raramente improntate alla trasparenza. «Spesso infatti i dirigenti di un'azienda detengono una massa di informazioni superiore a quella del mercato (per questo si parla di 'informazione asimmetrica') e cercano di fare in modo che l'impresa venga meglio percepita all'esterno rispetto a quella che è la sua reale situazione. Inoltre, la diffusione dell'informazione da parte di chi ha rapporti con l'azienda stessa, come analisti e revisori, non sempre avviene in modo obiettivo, per ragioni legate a reali conflitti d'interesse», nota Degeorge. Gli analisti, ad esempio, non sono completamente indipendenti dai dirigenti aziendali e se emettono un giudizio negativo sull'impresa rischiano che l'accesso all'informazione venga loro negato. Lo stesso vale anche per i revisori, che possono essere allo stesso tempo consulenti presso gli stessi clienti (come ha mostrato il caso Enron).

Ma è possibile in qualche modo ovviare a questi problemi e rendere credibile la comunicazione finanziaria di un'azienda, visto che i revisori rappresentano l'unico organo di sorveglianza? «Non è così semplice», spiega Degeorge, «ci sono delle norme che limitano il potere discrezionale dei dirigenti, ma queste regole lasciano spesso un ampio margine di manovra nel presentare i conti, pur rientrando nei limiti della legalità». La reputazione è un altro elemento che limita la libertà dei manager, anche se oggi questo fattore non sembra avere più la stessa importanza, viste le elevate remunerazioni e indennità di buonuscita percepite dai dirigenti anche in caso di infrazione. L'approccio alla comunicazione finanziaria da parte dell'impresa è davvero

cambiato nel suo insieme: l'informazione prodotta dall'azienda non è più solamente di natura contabile e orientata al passato, ma è sempre più rivolta alle questioni di natura economica e strategica, con obiettivi di performance futura. In questo ambito svolgono un'importante funzione gli analisti finanziari, che effettuano delle previsioni di utile per le imprese di cui si occupano, emettono delle raccomandazioni di acquisto o di vendita delle azioni e scrivono dei rapporti sulle aziende. Tre studi condotti dal professor Degeorge riguardano proprio il ruolo svolto dagli analisti finanziari nella comunicazione d'impresa. Da un primo studio, realizzato in collaborazione con Jayendu Patel e Richard Zeckhauser, emerge una tendenza da parte dei dirigenti delle imprese americane a manipolarne gli utili, in modo da raggiungere e superare gli utili previsti dagli analisti. «Negli Stati Uniti, il consenso di previsione degli analisti è diventato il punto focale rispetto al quale il mercato valuta la performance di un'impresa», afferma Degeorge. Dall'analisi risulta infatti che un'impresa che annuncia un utile uguale o superiore alla previsione degli analisti avrà un prezzo delle azioni più elevato. Se da una parte i dirigenti manipolano gli utili per raggiungere (ed oltrepassare) il consenso degli analisti, dall'altra questa tendenza diminuisce quando le imprese sono seguite dagli analisti finanziari stessi. Da un secondo studio, svolto assieme a ricercatori della Ecole des Hautes Etudes Commerciales di Parigi, risulta che nei paesi anglosassoni gli analisti esercitano un controllo sulle imprese abbastanza efficace, mentre nei paesi in cui lo sviluppo finanziario è meno importante questo controllo è meno efficace. L'efficacia del 'monitoring' degli analisti cresce quindi con lo sviluppo finanziario. Ci possono essere varie ragioni che spiegano questo fenomeno: l'accesso a informazioni controllabili sembra più facile in paesi a forte sviluppo finanziario, facilitando il lavoro degli analisti; d'altra parte gli incentivi degli investitori -

e delle stesse imprese - a un monitoring preciso sono più alti in paesi a forte sviluppo finanziario, proprio perché i valori di mercato sono più alti. Una terza ricerca, realizzata in collaborazione con François Derrien e Kent Womack, analizza gli sviluppi dell'intermediazione finanziaria nel corso dei collocamenti in borsa. «Oltre al metodo tradizionale, il bookbuilding, in cui le azioni

vengono collocate da una banca intermediaia in modo discrezionale, vi è l'asta, un metodo più trasparente e meno caro, viste le commissioni bancarie molto più basse, che però le imprese adottano raramente. Dall'analisi, basata su aziende quotate in borsa negli anni Novanta in Francia - paese in cui i due metodi hanno coesistito per diversi anni - è emerso che il motivo che spin-

ge le aziende a privilegiare il bookbuilding è una copertura più estesa nelle analisi e nei resoconti elaborati dagli analisti finanziari e dalla stampa specializzata», spiega Degeorge. Lo studio, che è stato pubblicato dalla prestigiosa rivista 'Review of Financial Studies', è stato premiato quale migliore contributo scientifico dalla Società svizzera di ricerca sui mercati finanziari. □



François Degeorge, docente presso la Facoltà di Scienze economiche e ricercatore presso l'Istituto di finanza dell'Usi.