

Giulia Baschieri

**L'INFORMATIVA
SUI RISCHI SOCIETARI**

**Evoluzione e prospettive
in un contesto internazionale**

FrancoAngeli

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con **Adobe Acrobat Reader**



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile **con Adobe Digital Editions**.

Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.

La presente pubblicazione è stata realizzata con il contributo dell'*Alma Mater Studiorum* – Università di Bologna – Dipartimento di Scienze Aziendali.

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

Giulia Baschieri

**L'INFORMATIVA
SUI RISCHI SOCIETARI**

**Evoluzione e prospettive
in un contesto internazionale**

FrancoAngeli

Isbn: 9788835157946

Copyright © 2023 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

A Edoardo e Vittorio, i miei bimbi

INDICE

1. Introduzione	pag.	9
2. Il rischio	»	13
2.1. La materialità del rischio	»	14
3. La normativa in un contesto internazionale: il caso americano	»	16
3.1. Il Financial Reporting Release	»	17
3.2. Gli scandali finanziari	»	19
3.2.1. Enron	»	20
3.2.2. WorldCom	»	23
3.2.3. Tyco Internationa	»	25
3.3. Il Sarbanes-Oxley Act	»	27
3.4. Critiche e reazioni al SOX	»	29
4. Il contesto europeo	»	32
4.1. Le prime direttive: un tentativo di armonizzazione della risk disclosure in Europa	»	32
4.2. La crisi del 2008 e la successiva evoluzione normativa	»	35
4.3. La Direttiva sulla Rendicontazione Societaria di Sostenibilità – 2022/2464/UE	»	42
5. I singoli stati: un focus su Regno Unito, Germania e Italia	»	46
5.1. Regno Unito	»	46
5.2. Germania	»	49
5.3. Italia	»	51

6. Come dovrebbe essere un buon risk reporting?	pag.	54
6.1. La contabilità della fiducia	»	57
6.2. Limiti e opportunità future	»	58
7. La disclosure volontaria e l'Integrated Reporting Framework	»	61
7.1. L'Integrated Reporting	»	64
7.2. IR: il punto di vista dell'accademia	»	69
8. Risk disclosure literature: il punto di vista della accademia	»	73
8.1. Caratteristiche della informativa	»	75
8.2. Orientamento temporale, quantificazione economica e tono	»	81
9. IPO e risk disclosure: una analisi empirica	»	88
9.1. Le ipotesi	»	91
9.2. I dati utilizzati	»	92
9.3. La content analysis	»	95
9.4. L'evidenza empirica	»	100
9.4.1. Analisi univariata	»	100
9.4.2. Analisi multivariata	»	109
Conclusioni	»	115
Bibliografia	»	119

1. INTRODUZIONE

Gli investitori richiedono con sempre maggiore insistenza che le imprese informino il mercato in merito ai rischi che fronteggiano. Le società talvolta scelgono coscientemente di assumere tali rischi con lo scopo di creare valore; altre volte i rischi non sono evitabili in quanto parte intrinseca del settore in cui la società opera, ma possono ad esempio essere opportunamente gestiti attraverso l'uso di idonee strategie di copertura, o minimizzati nel potenziale impatto in seno alla società attraverso la predisposizione di fondi a copertura dell'eventuale evento rischioso. Recenti sondaggi presso investitori istituzionali (i.e., fondi pensione, fondi comuni di investimento o compagnie di assicurazione) hanno in ogni caso rivelato una forte domanda di maggiore informativa sui rischi aziendali.

Nonostante i report finanziari siano il mezzo più diffuso per comunicare al mercato le performance aziendali (tra gli altri, Marston e Shrives, 1991; Lang e Lundholm, 1993), l'adeguatezza della rendicontazione tradizionale, in gran parte basata sul bilancio, è stata ormai da tempo messa in discussione per la sua scarsa capacità di soddisfare le crescenti necessità di informazioni da parte del mercato (tra i primi Smith e Taffler, 1995; Breton e Taffler, 2001; Eccles et al., 2001). Tra i limiti maggiori evidenziati relativamente alla reportistica tradizionale, viene sottolineata non solo la frequenza della disclosure (ovvero, *quando* le informazioni vengono offerte al mercato) ma anche e soprattutto la qualità della disclosure (ovvero, *quali* informazioni vengono divulgate e *come*). In generale, sia la letteratura accademica sia gli enti professionali, come il *Canadian Institute of Chartered Accountants* (CICA, 2001), l'*Institute of Chartered Accountants in England and Wales* (ICAEW, 2000), o l'*American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA, 1994) spingono sempre di più verso una informativa che sia in grado di ampliare la quantità di informazioni fornite al mercato, con l'obiettivo di

migliorarne anche qualità ed efficacia. “Efficacia” è in questo contesto intesa come la capacità delle informazioni di convogliare messaggi che possano dare all’investitore un quadro completo sulla effettiva esposizione al rischio delle imprese, e permettere ai manager che quelle informazioni le hanno processate e divulgate di gestire la rischiosità aziendale nel suo complesso. Di contro, la modifica ovvero l’incremento della frequenza con cui i rapporti sono inviati al mercato non sembra incidere sul valore del risk reporting aziendale.

La crescente complessità delle strategie, delle operazioni e delle normative aziendali rende oggi piuttosto difficile per gli investitori apprezzare le informazioni finanziarie senza che queste siano accompagnate da spiegazioni che permettano di contestualizzarle e di comprenderne rilevanza e potenziale impatto sulle performance della impresa (Marston e Shrivess, 1991). In questo senso, la componente narrativa della comunicazione finanziaria è un mezzo importante non solo per chiarire e convalidare le misure quantitative contenute nei bilanci (Chugh e Meador, 1984), ma anche per offrire utili spunti sui driver di generazione del valore (Lev e Zarowin, 1999; Gelb e Zarowin, 2000; Robb et al., 2001). Un consenso generale sembra essere stato raggiunto anche sul fatto che più i report finanziari guardano avanti, ovvero hanno una prospettiva in grado di evidenziare i rischi che la società corre in una ottica futura, maggiore è la loro importanza per gli investitori (Francis e Schipper, 1999). Per soddisfare efficacemente le richieste dei propri stakeholder, le società quotate hanno già migliorato la comunicazione delle proprie capacità di generazione di valore a lungo termine, aumentando la quantità di informazioni divulgate in merito ai rischi affrontati e al loro impatto previsto sui profitti futuri. La divulgazione dei rischi non deve essere però limitata ai rischi finanziari, che sono quelli forse di maggiore potenziale impatto sulla performance della impresa ma sono anche quelli più facilmente identificabili, gestibili e misurabili con l’utilizzo di strumenti finanziari derivati e l’implementazione di idonee strategie di hedging. La performance finanziaria della società è infatti anche influenzata in maniera significativa dai rischi operativi e strategici, di più difficile identificazione e quantificazione e quindi più difficili da comunicare. L’insieme di questi fattori, richiede l’implementazione di evoluti sistemi di gestione del rischio a livello aziendale, ma anche una comunicazione efficace sui rischi che possono influenzare le strategie aziendali e sui piani di gestione delle azioni da intraprendere per capitalizzare le opportunità emergenti e ridurre al minimo il rischio di fallimenti.

Al fine di potere valutare correttamente il loro investimento, gli azionisti e più in generale tutti gli stakeholder di una impresa necessitano dunque di un

flusso costante di informazioni relative a prospettive aziendali su performance futura e sostenibilità nel medio lungo periodo. Negli ultimi anni, la necessità di migliorare la comunicazione in merito al rischio delle imprese è diventata una sorta di mantra per investitori, revisori e consulenti, che sottolineano come la comprensione dei fattori di rischio che possono influenzare la attività e quindi la performance di una impresa implichi la possibilità anche di gestire tali rischi e prevenire le possibili ripercussioni negative. La comunicazione del rischio sarebbe dunque l'ultimo passaggio di una catena di azioni che hanno l'obiettivo prima di capire i rischi che l'impresa deve affrontare e di conseguenza gestirli. Collegando direttamente l'ultimo e il primo anello di questa catena, possiamo affermare che una migliore comunicazione sul rischio implica necessariamente una migliore governance dei rischi.

Se da un lato la necessità di una maggiore trasparenza sui rischi è nota e condivisa dai più, allo stesso tempo è fondamentale capire quali sono le implicazioni di questa disclosure per le imprese: in termini pratici, le società tendono infatti a essere restie a comunicare qualunque dato che possa minacciare il loro vantaggio competitivo, o a discutere di rischi che potrebbero spaventare gli investitori e più in generale il mercato. Infatti, la comunicazione dei fattori che potrebbero minacciare la performance futura di una società da un lato informa il mercato di una consapevolezza del contesto in cui l'impresa opera, e potrebbe dare fiducia agli investitori in merito al fatto che tali minacce siano preventivamente comprese e di conseguenza gestite, coperte o anticipate. D'altra parte, gli investitori potrebbero spaventarsi vedendo riportati in maniera esplicita i fattori che potrebbero danneggiare la redditività del loro investimento: il rischio in questo caso è che preferiscano disinvestire o non investire nel titolo qualora non fossero già esposti. In questo contesto in cui il trade-off tra i benefici e i costi della disclosure ancora non ha un chiaro vincitore, bisogna aggiungere che effettuare una disclosure efficace costa. L'insieme degli elementi sopra descritti spesso implica una comunicazione sui rischi general-generica, priva di un contenuto efficace che possa permettere al mercato di comprendere effettivamente le minacce potenziali cui l'impresa è sottoposta.

Negli ultimi decenni sono state emanate moltissime leggi volte a incentivare (raramente imporre) la disclosure dei rischi da parte delle imprese. Si è per questo assistito a un generale miglioramento della informativa sui rischi non finanziari, che per lo più è stato innescato dalla compliance delle imprese alla normativa sull'argomento. Questa attenzione sulla disclosure, sia essa volontaria o obbligatoria, ha certamente imposto alle imprese di sostenere i costi della produzione delle informazioni ma ne ha anche restituito benefici: se in passato la gestione del rischio era principalmente focalizzata sulla mitigazione dello stesso, oggi il risk management è diventato uno strumento in grado di

aggiungere valore ad una organizzazione. Un risk reporting di qualità implica necessariamente una profonda comprensione dei fattori di rischio che circondano una impresa e dovrebbe di conseguenza (ma non necessariamente) implicare un risk management più corretto e focalizzato sulle reali esigenze della impresa. Ciò dovrebbe aumentare la fiducia degli investitori nei confronti della società e del mercato tutto. A questo si aggiunge che più le informazioni sono corrette, complete e focalizzate sui rischi effettivi che l'impresa corre, più è possibile per gli investitori confrontare le imprese in termini di rischiosità complessiva ma anche di capacità del management di gestire tali rischi.

Se il mercato senza dubbio potrebbe trarre beneficio da una corretta risk disclosure da parte delle imprese, è altresì vero che il mercato è composto da una pluralità di soggetti che spesso necessitano di informazioni differenti in termini di modalità e tipologia di disclosure effettuata, per potere apprezzare e utilizzare al meglio la informativa aziendale. Se da un lato, infatti, gli investitori istituzionali attribuiscono grande importanza alla disclosure dei rischi, gli investitori retail non ne hanno ancora appieno compreso l'importanza e tendono a perdersi nell'analisi della informativa quando questa non è correttamente focalizzata sui rischi essenziali ed effettivi che l'impresa fronteggia. La pluralità di soggetti cui la risk disclosure è indirizzata, e le loro differenti caratteristiche, rende molto complesso per le società decidere che informazioni divulgare e secondo quali modalità. Troppa informativa potrebbe essere infatti utile agli investitori istituzionali, che riescono ad analizzarla nel giusto contesto e a capire quali fattori sono più o meno rilevanti per l'esposizione al rischio della impresa. Questa stessa informativa potrebbe spaventare o confondere i piccoli investitori, finanziariamente meno colti e capaci di leggere tra le righe per dare il corretto peso a ciascuna fonte di rischio. Inoltre, l'investitore meno finanziariamente colto potrebbe associare la troppa informazione sul rischio alla presenza di troppo rischio, di fatto generando per le imprese che hanno fatto disclosure l'effetto opposto rispetto a quanto desiderato. Trovare un giusto equilibrio non è cosa facile, ma certamente è quello che i legislatori europei e americani hanno cercato di fare negli ultimi decenni.

Obiettivo di questo volume è ripercorrere l'evolversi della normativa nei due contesti che più ci sono vicini da un punto di vista culturale e legislativo, quello statunitense e quello europeo. Quali sono stati i passaggi regolamentari che il legislatore ha implementato per incentivare e migliorare la risk disclosure delle imprese? Queste normative sono state correttamente applicate e recepite dalle aziende? Quale è stato l'effetto sui mercati? Per rispondere a queste domande è prima necessario capire che valore c'è dietro al risk reporting e cosa si intende esattamente per rischio.

2. IL RISCHIO

Una delle difficoltà principali quando si sviluppa uno studio sull'informazione sui rischi è legata al fatto che la *risk disclosure* richiede una chiara ed univoca definizione del concetto di rischio. Nel linguaggio quotidiano la parola "rischio" è usata in modo molto ampio, per esempio al posto di pericolo, minaccia o danno. In contesti finanziari il concetto di rischio si riferisce invece all'insieme di risultati (positivi o negativi) derivanti da una decisione a cui possono essere assegnate probabilità, mentre l'incertezza sorge quando le probabilità non possono essere assegnate all'insieme dei possibili risultati.

Queste definizioni "da manuale" di rischio e incertezza sono legate ad una concezione del rischio "moderna" (Reddy, 1996). Il concetto premoderno di rischio era invece collegato al verificarsi di eventi naturali, non controllabili e non associabili a probabilità, quali ad esempio uragani, eruzioni vulcaniche o altre calamità che non riescono a essere inquadrare all'interno di uno schema probabilistico (Lupton, 1999). Lo sviluppo del calcolo delle probabilità e l'espansione del settore assicurativo durante la rivoluzione industriale hanno avuto un impatto fondamentale sul concetto di rischio e sulla modalità di misurazione ad esso associata. Le possibilità di un esito divennero suscettibili di calcoli matematici e questo permetteva di quantificare un payoff in caso si verificasse un esito negativo (Ewald, 1991).

Le definizioni odierne del concetto di rischio sono quindi derivate da idee moderniste di rischio, e associate al concetto di incertezza come insieme di situazioni in cui le probabilità non sono *ex ante* definibili (Reddy, 1996). Grazie allo sviluppo parallelo del concetto di incertezza, la definizione modernista del rischio incorpora sia gli esiti positivi che quelli negativi degli eventi, in aperto contrasto con l'era premoderna in cui i rischi erano considerati come eventi esclusivamente negativi.

Le attuali analisi del rischio sono dominate dalla nozione di Beck (1992) secondo cui viviamo in una società in cui siamo progressivamente sempre più preoccupati e attenti al nostro impatto sulla natura. La prospettiva in qualche maniera si rovescia: non è più rilevante solo come la natura possa minacciare la nostra quotidianità o la performance delle nostre imprese, ma diventa sempre più importante anche l'impatto potenziale che le azioni dell'essere umano hanno sull'ambiente che lo circonda.

2.1. La materialità del rischio

Quando si affronta il tema della informativa sui rischi, uno dei problemi pratici più significativi è capire quali rischi devono essere comunicati. Potenzialmente, una impresa è soggetta a una miriade di rischi, ma non tutti gli eventi rischiosi sono caratterizzati dalla stessa probabilità di realizzarsi. Se tutti i rischi possibili vengono evidenziati nella informativa societaria, gli stakeholder si trovano ad avere a che fare con report verbosi, lunghissimi e in cui è difficile capire quali sono i rischi davvero rilevanti per l'impresa. Un report con queste caratteristiche, benché molto costoso da produrre, diventa poco fruibile e sostanzialmente inutile nel definire la reale esposizione della impresa nei confronti del rischio. Le imprese però possono avere ugualmente incentivo a produrre un siffatto report, che elencando tutti i rischi possibili di fatto tutela la società dall'accusa di non aver opportunamente precisato al mercato le sue esposizioni.

Per evitare che il mercato venga inondato da una miriade di informazioni inutili o difficilmente valorizzabili, il legislatore, gli enti professionali e in generale i practitioner enfatizzano il concetto di *materialità* del rischio. In linea generale, la materialità indica la rilevanza pratica di un determinato tema per una determinata impresa.

Il concetto, sebbene a suo modo intuitivamente comprensibile, non ha però una definizione oggettiva e univoca cui tutti possono fare riferimento. Materialità può riferirsi alla combinazione della probabilità che un determinato evento si verifichi, con la magnitudine in termini di impatto (che può essere di tipo economico, sociale, ambientale, etc.) dell'evento rischioso (Regolamento 2017/1129/UE, art. 16).

Sostanzialmente, in un contesto di informativa societaria, il concetto di materialità può essere assimilato a quello di *significatività*: una corretta risk disclosure non deve dunque riportare tutti i rischi, rendendo la informazione priva di valore e la comunicazione poco efficace, ma deve riportare solo i rischi significativi, ovvero quegli eventi che hanno una elevata probabilità di

verificarsi e il cui effetto è – in positivo o in negativo – significativo per la impresa e il suo andamento economico. La materialità è diventato dunque un concetto fondamentale nell'audit finanziario, e stabilisce il livello di scostamento che il revisore ritiene possa influenzare le decisioni dei potenziali utilizzatori dei report. In teoria, gli scostamenti o errori sono materiali se, individualmente o insieme ad altri errori, possono influire ragionevolmente sulle conclusioni del processo di revisione o sulle decisioni dei destinatari dei report. Ancora, una informazione è materiale quando la sua omissione o la non sua corretta riproduzione può influenzare le decisioni dei fruitori dei report. Lo IASB (International Accounting Standard Board) si è rifiutato di definire una soglia quantitativa che possa implicare che un fattore di rischio è materiale o meno, oppure di determinare ex ante cosa può essere definito materiale. Il motivo principale di questa scelta è il fatto che alcuni fattori possono essere materiali per alcune aziende ma non per altre con caratteristiche diverse, rendendo molto difficile generalizzare la definizione.

Questa difficoltà nel definire in maniera oggettiva cosa è materiale e cosa non lo è, da un lato è una opportunità in quanto rende la definizione aperta e flessibile, dall'altro lascia ampio spazio per arbitraggi o comportamenti opportunistici sulla informativa societaria, che hanno nel tempo reso sempre più necessario l'intervento del legislatore sul tema, analizzato nelle prossime due sezioni.

3. LA NORMATIVA IN UN CONTESTO INTERNAZIONALE: IL CASO AMERICANO

Le piccole imprese non quotate non hanno obblighi significativi in termini di informativa sul rischio e per la maggior parte delle attività che le caratterizzano non devono fornire al mercato informazioni dettagliate sulla loro gestione finanziaria o la loro operatività, godendo della possibilità di scegliere cosa comunicare, a chi e in che termini. Al contrario, le imprese quotate sono sottoposte a determinati requisiti di disclosure circa la loro situazione finanziaria, i risultati operativi o la remunerazione del management. Tuttavia, oggi sempre più imprese di piccole dimensioni scelgono di raccogliere capitale emettendo azioni che possono essere acquistate anche da piccoli investitori (si pensi ad esempio alle raccolte di capitale tramite piattaforme online di equity crowdfunding). In questo caso, anche le piccole imprese rientrano all'interno dell'ambito di applicazione delle leggi che vincolano le grandi imprese quotate.

Negli Stati Uniti, le leggi e i regolamenti sono applicati (e a volte direttamente emanati) dalla *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC) e sono, ovviamente, potenzialmente soggetti a variazioni e modifiche nel tempo. Alcune modifiche sono il risultato di nuovi principi contabili adottati dai principali organi di regolamentazione della professione contabile, mentre in altri casi le modifiche seguono direttamente cambiamenti nelle linee guida della SEC.

Gli Stati Uniti sono stati uno dei primi paesi al mondo ad affrontare il tema della risk disclosure: già nel 1970 le società quotate erano tenute a descrivere i rischi che dovevano affrontare nello svolgimento della propria attività. Ai tempi, non erano previsti format standard di disclosure o adempimenti minimi da osservare, ma il fatto che già allora il tema venisse preso in considerazione mostra l'attenzione rivolta verso la tutela del risparmiatore e il tentativo di garantire al mercato il maggior livello possibile di trasparenza.

3.1. Il Financial Reporting Release

Nel 1997, la SEC ha emesso il c.d. *Financial Reporting Release 48* (FRR-48), che governava le regole di disclosure in merito all'utilizzo di strumenti derivati e più in generale in merito alla divulgazione di informazioni quantitative e qualitative sui rischi di mercato legati all'utilizzo di derivati o di altri strumenti finanziari (ad esempio, potenziali perdite derivanti da variazioni avverse dei tassi di interesse, dei tassi di cambio, dei prezzi delle materie prime e dei prezzi dei titoli azionari). Il FRR-48 richiedeva la rendicontazione delle pratiche contabili utilizzate per la gestione di strumenti finanziari derivati in nota al bilancio di esercizio. Inoltre, qualsiasi informativa su operazioni relative a strumenti finanziari, posizioni su merci o altre transazioni previste doveva includere le informazioni sui derivati ad esse associati che avrebbero potuto direttamente o indirettamente influenzarne l'andamento. Nel complesso l'obiettivo era fornire al mercato informazioni che gli investitori potessero utilizzare per capire e valutare l'esposizione al rischio di mercato delle imprese in cui volevano investire.

La letteratura accademica ha cercato di capire se l'introduzione del FRR-48 abbia effettivamente rappresentato uno strumento efficace per la riduzione delle asimmetrie informative sui mercati. Le prime analisi su come il FRR-48 fu implementato (Elmy et al., 1998; Roulstone, 1999) mostrano diverse criticità e suggeriscono che le direttive del FRR-48 abbiano fatto ben poco per migliorare la qualità del risk reporting. L'informativa fornita dalle società quotate presentava ampie variazioni in termini di livello di dettaglio e chiarezza della disclosure (e.g., Elmy et al., 1998; Roulstone, 1999). Tale informativa inoltre era diffusa in tutto il *Management Discussion & Analysis* (MD&A), senza essere focalizzata in paragrafi o sezioni specifiche: la mancanza di una sezione ad hoc e la presenza di costanti note e rimandi a diversi paragrafi rendeva molto difficile per gli investitori raccogliere informazioni ed effettuare adeguate valutazioni del rischio (Hodder et al., 2001).

Roulstone (1999) evidenzia come il FRR-48 permetta di effettuare la disclosure sui rischi utilizzando tre diversi formati alternativi. Questa libertà sulla scelta del modo in cui fornire le informazioni diventa però una fonte di entropia, anche perché gli investitori valutano il rischio di una impresa in modo molto diverso a seconda del formato utilizzato. Inoltre, uno dei problemi del FRR-48 è legato al fatto che la normativa non richiede in maniera oggettiva e univoca la divulgazione di informazioni chiaramente predefinite in qualità e quantità, con il risultato che gli investitori non possono essere in grado di comprendere le effettive esposizioni al rischio delle imprese, né di effettuare comparazioni sensate sulla disclosure di società differenti. Questi

importanti problemi si aggravano quando le aziende non rispettano pienamente i requisiti di informativa e, nel caso del FRR-48, Roulstone (1999) riscontra significative non conformità. Ad esempio, la maggior parte delle società americane campionate nello studio ha fornito informazioni quantitative e qualitative sui rischi di mercato; allo stesso tempo però solo la metà delle suddette imprese ha evidenziato le limitazioni dei loro modelli di misurazione del rischio. In altri casi, l'informativa risultava completamente decontestualizzata, rendendo difficile la comprensione delle informazioni fornite. In definitiva, lo studio mostra come da un lato, in seguito alla implementazione del FRR-48 ci sia stato un incremento di qualità e quantità della disclosure, dall'altro ci sia ampio margine di miglioramento nella efficacia della comunicazione.

Nonostante la debolezza manifestata nelle prime fasi di implementazione della normativa, studi più aggiornati evidenziano come lo sforzo fatto dalle imprese a favore di una maggiore disclosure abbia sostanzialmente generato più benefici che costi. Utilizzando dati circa l'informazione fornita al mercato prima del FRR-48, Rajgopal (1999) costruisce proxy per misurare la disclosure simili a quelle richieste dal FRR-48 per un campione di imprese produttrici di petrolio e gas: queste misure risultano associate alla sensibilità dei rendimenti dei titoli a variazioni di prezzo di olio e gas. Jorion (2002) rileva come le informazioni sul valore a rischio (VaR) siano correlate alla variabilità futura dei ricavi per un campione di banche commerciali, e suggerisce che la disclosure sul VaR sia utile per gli investitori e gli analisti nel confrontare i profili di rischio delle banche. Sulla stessa linea, Thornton e Welker (2004) analizzano un campione di produttori di petrolio e gas, e mostrano come le informazioni sul VaR abbiano alterato le percezioni degli investitori sull'esposizione delle imprese alle variazioni dei prezzi delle materie prime. Uno studio di Linsmeier et al. (2002) indaga l'efficacia del FRR-48 in termini di aumento delle informazioni utili fornite dalle imprese ai mercati in merito alla loro esposizione al rischio: la minore incertezza sulla situazione effettiva delle imprese si dovrebbe manifestare attraverso una riduzione del volume di scambi giornaliero o nella ridotta variazione di prezzo in seguito alla pubblicazione delle informazioni. Gli autori rilevano una riduzione dei volumi in particolare in seguito alla disclosure di informazioni su tassi di interesse, tassi di cambio ed esposizione ai prezzi dell'energia. Le evidenze supportano l'ipotesi che la maggiore informazione di fatto riduca l'incertezza e la diversità di opinione sul valore della impresa. Lobo et al. (2020) evidenziano come variazioni della disclosure maggiori di quanto atteso riducono la volatilità dei flussi di cassa, di fatto minimizzando la incertezza sulla valutazione della società. In termini quantitativi, ad un aumento

della risk disclosure dal minore al maggiore decile è associata una riduzione della volatilità dei flussi di cassa del 4,4 per cento in media. Nelson e Rupar (2015) mostrano che gli investitori percepiscono un rischio più elevato in risposta a informazioni espresse in valore assoluto (e.g., dollari o euro) rispetto a informazioni espresse come variazioni percentuali delle performance dell'anno precedente.

3.2. Gli scandali finanziari

Nel 2000 la SEC ha imposto nuovi regolamenti che avevano l'obiettivo di eliminare la pratica comune di "disclosure selettiva" per cui gli amministratori delle società fornivano stime degli utili e altre informazioni rilevanti ad analisti e altri grandi investitori istituzionali prima di informare i piccoli azionisti e il resto del mercato. I regolamenti obbligarono le imprese a fornire informazioni sensibili a tutti gli attori del mercato nello stesso momento. Nella estate del 2002 furono applicati sui regolamenti in tema di disclosure della SEC emendamenti radicali con il passaggio al Sarbanes-Oxley Act, spesso indicato anche come Sarbanes-Oxley o SOX.

Il Sarbanes-Oxley Act è nato a causa dell'inaspettato fallimento presentato alla fine del 2001 da Enron, una enorme società petrolifera e di commercio di energia. Il fallimento di Enron è stato uno dei più grandi mai avvenuti, è costato miliardi ai risparmiatori che avevano investito i loro denari nella società e ha fatto perdere non solo il lavoro ma spesso i guadagni di una vita anche ai dipendenti della impresa. La debacle di Enron sarebbe stata evitabile se gli audit della società avessero rilevato irregolarità contabili o se la società fosse stata obbligata a rendere pubbliche le transazioni non direttamente espresse nel suo bilancio. In larga misura, il fallimento di Enron è stato il risultato di pratiche corrotte. L'insieme di questi eventi ha creato un clima di allarme nei mercati per la facilità con cui queste pratiche erano state eseguite e nascoste sia agli investitori che ai dipendenti. Quante Enron c'erano nel mercato? Era possibile prevenire la mala gestio, aumentare la disclosure e rendere le grandi imprese più trasparenti per tutti coloro che ne erano portatori di interesse?

Il Sarbanes-Oxley fu principalmente una reazione al fallimento di Enron e alla conseguente psicosi che si era diffusa nei mercati. Nello stesso periodo il mercato americano si trovò infatti a vivere due altrettanto drammatici fallimenti – quello di WorldCom, una società di telecomunicazioni a lunga distanza e di Tyco, un produttore di apparecchiature diversificate – che hanno contribuito a influenzare il contenuto finale della legislazione. Ma vediamo