

**L'INFORMATIVA  
VOLONTARIA  
PER SETTORI DI ATTIVITÀ**

**a cura di  
Alberto Quagli  
Claudio Teodori**

**FrancoAngeli**



I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it) e iscriversi nella home page al servizio "Informatemi" per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo a: "FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano"

**L'INFORMATIVA  
VOLONTARIA  
PER SETTORI DI ATTIVITÀ**

**a cura di  
Alberto Quagli  
Claudio Teodori**

**FrancoAngeli**

Copyright © 2005 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](http://www.francoangeli.it).*

## INDICE

<b>Il gruppo di ricerca</b>	pag.	9
<b>Premessa</b>	»	11
<b>Nota metodologica</b>	»	15
<b>1. L’informativa volontaria: finalità, tratti caratteristici e modelli di riferimento</b>	»	17
1.1. Informativa volontaria: finalità e rapporto con l’informativa obbligatoria	»	17
1.1.1. I vincoli all’informativa volontaria	»	25
1.1.2. L’affidabilità dell’informativa volontaria	»	27
1.1.3. Le direttrici evolutive degli “oggetti” dell’informativa volontaria	»	29
1.1.4. Gli standard settoriali di comunicazione	»	34
1.2. I modelli teorici per l’informativa volontaria	»	35
1.2.1. La scelta dei modelli	»	35
1.2.2. I modelli generali di disclosure	»	38
1.2.3. I modelli di comunicazione volontaria	»	46
1.2.4. L’evoluzione dei modelli	»	53
1.3. I modelli “istituzionali” nazionali rivolti alla comunità finanziaria	»	55
1.3.1. Guida per le presentazioni alla comunità finanziaria	»	56
1.3.2. Guida al piano industriale	»	59
1.3.3. Guida al business plan	»	62
1.3.4. Gli aspetti comuni dei tre modelli di riferimento	»	65
1.4. I modelli degli organismi professionali	»	68
1.4.1. La posizione degli organismi contabili degli Stati Uniti in materia di “voluntary disclosure”	»	68

1.4.2.	L'adozione in Europa dei principi contabili internazionali: le indicazioni in materia di "voluntary disclosure" rintracciabili nella Direttiva 2003/51/CE	pag.	83
1.4.3.	Il modello del Valureporting Framework proposto da PriceWaterhouseCoopers	»	85
1.4.4.	La "voluntary disclosure" nei modelli "professionali": possibili punti di debolezza	»	88
1.5.	I modelli sulle risorse immateriali	»	91
1.5.1.	Esigenza informativa nell'ambito delle risorse immateriali	»	91
1.5.2.	L'insufficienza dei sistemi contabili tradizionali e possibili risposte all'esigenza di nuovi reporting esterni	»	94
1.5.3.	L'Intangible Asset Monitor ed il Business Navigator	»	96
1.5.4.	Il Value Chain Scoreboard	»	104
1.5.5.	Possibili risposte all'esigenza informativa nell'ambito delle risorse immateriali	»	106
1.6.	I modelli sulla corporate governance	»	108
1.6.1.	Il Codice di Autodisciplina e la relazione annuale sulla corporate governance	»	111
1.6.2.	Riflessioni di sintesi	»	116
1.7.	I modelli per l'informativa socio-ambientale	»	117
1.7.1.	Economia della comunicazione socio-ambientale	»	117
1.7.2.	Il modello del rapporto di sostenibilità	»	123
1.7.3.	Modelli di bilancio sociale	»	124
1.7.4.	Modelli di rapporto ambientale	»	129
<b>2.</b>	<b>I profili informativi</b>	»	132
2.1.	Introduzione	»	132
2.2.	Le informazioni sul gruppo	»	133
2.2.1.	Le caratteristiche del profilo informativo	»	133
2.2.2.	Le variabili rilevate nella ricerca	»	133
2.3.	Le informazioni sul personale	»	135
2.3.1.	Le caratteristiche del profilo informativo	»	135
2.3.2.	Le variabili rilevate nella ricerca	»	136
2.4.	Le informazioni sui processi e sui prodotti	»	138
2.4.1.	Le caratteristiche del profilo informativo	»	138
2.4.2.	Le variabili rilevate nella ricerca	»	139
2.5.	Le informazioni sul background	»	141

2.5.1.	Le caratteristiche del profilo informativo	pag.	141
2.5.2.	Le variabili rilevate nella ricerca	»	142
2.6.	Le informazioni sul contesto competitivo e sui clienti	»	143
2.6.1.	Il contesto competitivo	»	143
	2.6.1.1. Le caratteristiche del profilo informativo	»	143
	2.6.1.2. Le variabili rilevate nella ricerca	»	143
2.6.2.	I clienti	»	144
	2.6.2.1. Le caratteristiche del profilo informativo	»	144
	2.6.2.2. Le variabili rilevate nella ricerca	»	145
2.7.	Le informazioni di segmento	»	147
2.7.1.	Le caratteristiche del profilo informativo	»	147
2.7.2.	Le variabili rilevate nella ricerca	»	150
2.8.	Le informazioni sulla corporate governance	»	151
2.8.1.	Le caratteristiche del profilo informativo	»	151
2.8.2.	Le variabili rilevate nella ricerca	»	152
2.9.	Le informazioni su ricerca, sviluppo, tecnologia ed innovazione	»	154
2.9.1.	Il concetto di informativa volontaria su “ricerca e sviluppo, tecnologia, innovazione”	»	154
2.9.2.	Le variabili rilevate nella ricerca	»	156
2.10.	Le informazioni socio-ambientali	»	160
2.10.1.	Il profilo ambientale	»	160
	2.10.1.1. Le caratteristiche del profilo informativo	»	160
	2.10.1.2. Le variabili rilevate nella ricerca	»	160
2.10.2.	Il profilo sociale	»	162
	2.10.2.1. Le caratteristiche del profilo informativo	»	162
	2.10.2.2. Le variabili rilevate nella ricerca	»	163
2.11.	Le informazioni economico-finanziarie	»	165
2.11.1.	Le caratteristiche del profilo informativo	»	165
2.11.2.	Le variabili rilevate nella ricerca	»	166
2.12.	Le informazioni sui rischi e sulle strategie	»	169
2.12.1.	Le caratteristiche del profilo informativo	»	169
2.12.2.	Le variabili rilevate nella ricerca	»	169
<b>3.</b>	<b>I risultati per settore di attività</b>	»	171
3.1.	Introduzione	»	171
3.2.	Il settore abbigliamento e tessile	»	174
3.3.	Il settore motoristico/automobilistico	»	190
3.4.	Il settore bancario	»	204

3.5. Il settore calzaturiero	pag.	215
3.6. Il settore ceramico/cementifero	»	225
3.7. Il settore chimico	»	234
3.8. Il settore delle costruzioni	»	246
3.9. Il settore farmaceutico	»	257
3.10. Il settore della gomma	»	271
3.11. Il settore dell'Information Technology	»	281
3.12. Il settore del mobile	»	293
3.13. I settori petrolifero, metallurgico e minerario	»	303
3.13.1. Introduzione	»	303
3.13.2. Il settore petrolifero	»	306
3.13.3. Il settore metallurgico e minerario	»	320
3.14. Il settore dei trasporti	»	334
3.15. Il settore delle public utilities	»	350
<b>4. L'analisi complessiva: i profili informativi</b>	»	360
4.1. Analisi sintetica dei risultati ottenuti per profilo informativo	»	360
4.2. Esame analitico dei risultati per profilo informativo	»	366
4.2.1. Il profilo "gruppo"	»	374
4.2.2. Il profilo "personale"	»	377
4.2.3. Il profilo "processi e prodotti"	»	380
4.2.4. Il profilo "background"	»	383
4.2.5. Il profilo "contesto competitivo e clienti"	»	386
4.2.6. Il profilo "informazioni di segmento"	»	391
4.2.7. Il profilo "corporate governance"	»	394
4.2.8. Il profilo "ricerca, sviluppo, tecnologia ed innovazione"	»	397
4.2.9. Il profilo "socio-ambientale"	»	400
4.2.10. Il profilo "economico-finanziario"	»	406
4.2.11. Il profilo "rischi e strategie"	»	409
<b>5. L'analisi complessiva: i settori di attività</b>	»	412
5.1. Gli elementi di indagine	»	412
5.2. I risultati ottenuti in termini di posizione	»	412
5.3. I risultati ottenuti in termini di variabilità	»	420
5.4. La posizione e la variabilità dell'informativa settoriale	»	427
5.5. Considerazioni conclusive	»	431
<b>Bibliografia</b>	»	435

## IL GRUPPO DI RICERCA

Marco Allegrini, professore associato di Economia Aziendale, Università di Pisa, Dipartimento di Economia Aziendale, autore dei paragrafi 1.7, 2.10, 3.4, 3.15.

Francesco Avallone, titolare di borsa post-dottorato, Università di Genova, DITEA, autore dei paragrafi 1.2, 3.2.

Elena Bandettini, dottoranda di ricerca, Università di Pisa, Dipartimento di Economia Aziendale, autore dei paragrafi 1.6, 2.2, 2.8, 3.11.

Claudia Baruzzi, consulente aziendale, coautore del paragrafo 3.14.

Cristian Carini, dottorando di ricerca, Università di Brescia, Dipartimento di Economia Aziendale, coautore del paragrafo 3.13.

Alberto Quagli, professore straordinario di Economia Aziendale, Università di Genova, DITEA, autore dei paragrafi 1.1, 2.12, 3.3, 3.10.

Patrizia Riva, dottore di ricerca, Università del Piemonte Orientale, autore dei paragrafi 1.4, 2.3, 2.4, 2.6, 3.5, 3.6, 3.9, 3.12 e del capitolo 4.

Sonia Ruggiero, titolare di borsa post-dottorato, Università di Genova, DITEA, autore dei paragrafi 1.5, 2.9, 3.7, 3.8.

Claudio Teodori, professore ordinario di Economia Aziendale, Università di Brescia, Dipartimento di Economia Aziendale, autore del capitolo 5 e coautore del paragrafo 3.14.

Monica Veneziani, dottore di ricerca, Università di Brescia, Dipartimento di Economia Aziendale, autore dei paragrafi 1.3, 2.5, 2.7, 2.11 e coautore del paragrafo 3.13.



## PREMESSA

Il volume contiene i risultati di un'ampia ricerca volta a determinare in che misura le aziende italiane, quotate e non, comunicano nei loro bilanci informazioni di tipo volontario. Negli ultimi dieci anni vi è stato un crescente impulso da parte di studiosi, società di consulenza, associazioni professionali nel sollecitare le aziende a comunicare più di quanto fosse loro imposto dalle normative di riferimento, finora prevalentemente centrate sul profilo "contabile" della gestione. La gestione aziendale in tempi recenti risulta così complessa e ricca di profili importanti che chiunque sia interessato al suo andamento economico (i diversi *stakeholder*) deve conoscere: per tale ragione il bilancio, inteso nella sua tradizionale accezione prettamente contabile, non è da solo in grado di soddisfare tale crescente ed articolato fabbisogno informativo. Alcune aziende hanno pertanto iniziato a prendere coscienza di questa accresciuta domanda inserendo su base volontaria ulteriori informazioni nel loro tipico documento periodico a rilevanza esterna costituito dal bilancio e dai suoi allegati. Il grado di *disclosure* sulla gestione tende così ad ampliarsi favorendo il migliore apprezzamento della situazione aziendale da parte degli utenti interessati. Tuttavia, al di là dei facili entusiasmi, la valutazione del reale grado di apertura informativa verso l'esterno richiede indagini sistematiche.

Il nostro obiettivo pertanto consiste proprio nel fornire un contributo all'apprezzamento del grado di *disclosure* volontaria per le aziende italiane. Tenuto conto che nella realtà del nostro Paese le società quotate esprimono una frazione molto limitata dell'universo delle aziende, abbiamo ritenuto opportuno estendere tale indagine anche alle società non quotate, sia pur caratterizzate da una dimensione significativa, in modo da renderci conto del complessivo grado di diffusione della informativa volontaria e della relativa differenziazione a seconda del fatto che l'azienda sia quotata o non quotata.

Inoltre, abbiamo ritenuto opportuno scandire la nostra analisi in base al settore di attività delle diverse aziende. Studi recenti (Fasb, 2001; Di Piazza –

Eccles, 2002) evidenziano come le varie tipologie di informativa volontaria debbano essere specifiche per settore, tenuto conto del fatto che ciascuno presenta delle peculiarità gestionali (produttive, competitive, socio-ambientali, ecc.) tali da rendere necessario lo sviluppo di autonomi modelli di *disclosure*, pur rilevando che nessuna associazione di categoria abbia finora definito formali ed autonomi modelli di riferimento. Noi condividiamo questa impostazione e la nostra ricerca mira proprio ad esaminare le differenze nel grado di *disclosure* tra diversi settori produttivi e soprattutto ad evidenziare l'eventuale presenza di "modelli informativi" distintivi propri del settore che, seppur non esplicitamente "pensati" e proposti da uno specifico organismo di riferimento, potrebbero essersi sviluppati nella realtà operativa a seguito della diffusione tacita di comportamenti omogenei. Proprio prendendo spunto dalle risultanze di questa verifica empirica, si potrebbero iniziare a sviluppare autonomi modelli di informativa settoriale, nello spirito di una rappresentazione sempre più efficace della realtà aziendale.

Siamo consapevoli che avendo come oggetto principale di riferimento il settore di attività, vi è certamente un problema definitorio che si estende alla piena comparabilità delle imprese che ad esso appartengono: si tratta certamente di un elemento critico di questa analisi come di gran parte di quelle che fanno ad esso riferimento.

Nell'ambito della ricerca effettuata, visto il suo carattere *sperimentale e preliminare*, si è accettata una definizione assai ampia di settore, anche se in taluni casi si è cercato di circoscriverne i confini. Si ritiene, tuttavia, che analisi successive dovrebbero maggiormente enfatizzare comparti specifici di attività o, comunque, identificare gruppi strategici caratterizzati da comunanza di fattori critici, in grado di guidare più efficacemente i processi comunicativi comuni.

Il lavoro è articolato in cinque capitoli. Per comprendere lo stato attuale degli studi sull'informativa volontaria si è ritenuto anzitutto necessario fornire un quadro di riferimento al lettore. Nel primo capitolo il paragrafo iniziale è quindi dedicato all'esame delle potenzialità e dei limiti (non ultimo la stessa identificazione) dell'informativa volontaria a cui seguono una serie di paragrafi finalizzati ad illustrare i diversi modelli presentati dagli studiosi, da associazioni professionali, da società di consulenza. La parte finale del primo capitolo è dedicata ad esaminare in profondità i modelli di *disclosure* concernente specifici ambiti informativi oggi molto dibattuti (profilo dell'*intellectual capital*, della *corporate governance*, dell'informativa sociale e ambientale) tra gli studiosi e la pratica operante. Viene infine presentata la ricerca, la cui metodologia di analisi è descritta nell'apposita nota (posta dopo la premessa).

Il secondo capitolo descrive i profili informativi indagati che coprono, nel loro complesso, i più significativi ambiti di interesse dell'informativa volontaria e le singole variabili ad essi riconducibili. Per ciascuno vengono quindi

individuare le principali caratteristiche distintive e le variabili utilizzate nella ricerca. In particolare, le informazioni volontarie sono raggruppate nei seguenti profili di indagine: gruppo; personale; processi e prodotti; background; scenario competitivo e clienti; segmento; corporate governance; ricerca, sviluppo, tecnologia ed innovazione; sociale ed ambientale; economico-finanziario; rischi e strategie. Si tratta, quindi di un capitolo preliminare all'analisi quantitativa, in quanto illustra le variabili investigate.

I successivi tre capitoli, invece, fanno esplicito riferimento ai risultati dell'analisi empirica, seppur completati da analisi di ordine qualitativo.

Nel terzo capitolo l'attenzione è posta sui singoli settori di attività: per ciascuno, anche attraverso la preliminare individuazione delle principali caratteristiche e dei basilari fattori critici di successo, si sono commentate le tipologie informative di carattere volontario comunicate nei bilanci delle aziende selezionate ed i livelli quali/quantitativi con cui ciò avviene. L'analisi è, quindi, di tipo analitico, in quanto l'attenzione è stata posta sui singoli profili all'interno di ciascun settore, evidenziando i valori per impresa.

I settori di attività indagati sono quindici: abbigliamento e tessile; bancario; calzaturiero; ceramico/cementifero; chimico; costruzioni; farmaceutico; gomma; information technology; metallurgico e minerario; mobile; motoristico/automobilistico; petrolifero; public utilities; trasporto.

Gli ultimi due capitoli sono destinati alla sintesi dei risultati ottenuti con riferimento ai due oggetti di analisi fondamentale: i profili di indagine ed i settori di attività.

Con riferimento ai primi si vuole individuare (capitolo quarto), il livello comunicativo nei singoli settori effettuandone, quindi, un'analisi trasversale; per i vari settori (capitolo quinto), di contro, si enfatizzano in prevalenza i valori complessivi, al fine di individuare il grado di propensione di ciascun settore alla comunicazione volontaria.

La ricerca è stata complessa, ben più di quanto inizialmente pensassimo, avendo riguardato numerose aziende, necessitato di un grado di analisi molto approfondito e richiesto un elevato grado di interazione e coordinamento tra tutti i partecipanti. I risultati però ci sembrano tali da consentire al lettore, con i limiti di un lavoro preliminare, quella visione di insieme del grado effettivo di diffusione dell'informativa volontaria nel nostro Paese, scandito sia per profilo informativo sia per settore di attività, che rappresentava il nostro obiettivo iniziale. La nostra speranza è che basandosi su ricerche sistematiche simili a quella effettuata, si possa effettivamente contribuire a migliorare l'informativa complessiva sulla gestione aziendale, a vantaggio tanto dei diversi stakeholder quanto delle stesse aziende, finora forse troppo orientate a comunicare solo ciò che viene loro obbligatoriamente prescritto.

Il gruppo di ricerca



## NOTA METODOLOGICA

### *Il campione selezionato ed i profili informativi indagati*

I settori analizzati sono stati individuati utilizzando le classificazioni per settore di Borsa Italiana e di Mediobanca, quest'ultima riportata nella pubblicazione "*Le principali società italiane*" del 2001, cercando di definire un ampio campione rappresentativo dell'intera economia italiana. I settori individuati sono i seguenti: abbigliamento e tessile, motoristico e automobilistico, bancario, calzaturiero, ceramico e cementifero, chimico, costruzioni, farmaceutico, gomma, *information technology*, metallurgico e minerario, mobile, petrolifero, trasporti, *public utilities*. Per ciascun settore abbiamo considerato le società quotate presso Borsa Italiana (fino ad un massimo di cinque per settore) e tra le società non quotate le prime cinque per fatturato, basandoci sempre sulla classifica fornita da Mediobanca nella sopra indicata pubblicazione ed escludendo, dove individuabili, le società che rappresentano filiali (produttive o commerciali) di gruppi esteri. In totale sono state analizzate 133 società.

Per ogni azienda abbiamo utilizzato quali fonti informative la relazione sulla gestione allegata al bilancio individuale e consolidato (laddove presente) relativi all'esercizio 2001. Qualora esistenti, abbiamo esaminato anche i bilanci socio-ambientali e le relazioni sulla *corporate governance* riferiti allo stesso anno. L'ottenimento della documentazione è avvenuta tramite acquisizione da Cerved o attraverso i siti societari. L'elenco delle aziende incluse e dei relativi documenti consultati è descritto nelle singole analisi settoriali contenute nel capitolo 3.

Per ciascuna azienda abbiamo rilevato la tipologia e l'intensità di informativa volontaria comunicata utilizzando un'apposita griglia di analisi distinta per profilo informativo. Il capitolo 2 contiene la sintetica descrizione di ciascun profilo e la rappresentazione della corrispondente parte della griglia. I profili indagati sono stati complessivamente tredici, raggruppati in undici in

fase di commento<sup>1</sup>: gruppo; personale; processi e prodotti; background aziendale; scenario competitivo; clientela; segmento operativo; *corporate governance*; ricerca, sviluppo, tecnologia ed innovazione; sociale; ambientale; economico-finanziario; rischi e strategie. Tali profili comprendono nel loro assieme le principali variabili riconducibili all’informativa volontaria. Nel complesso, per ogni azienda sono stati 354 gli item informativi per i quali si è proceduto a rilevarne la presenza e la ricchezza del contenuto informativo.

### *La metodologia di rilevazione utilizzata*

Per ciascun *item* compreso nella griglia di analisi, abbiamo attribuito un punteggio con la seguente scala:

- ✓ 0 = nessuna informazione fornita;
- ✓ 1 = informazione sufficiente, priva di dettagli. Esiste il dato qualitativo o quantitativo, il quale permette di conoscere l’esistenza della specifica situazione aziendale;
- ✓ 2 = informazione buona, contenente dettagli quantitativi o quantomeno una sistematica rappresentazione della variabile indagata.

Per omogeneizzare l’attribuzione dei punteggi da parte del gruppo di lavoro sono state fatte alcune rilevazioni preliminari comuni sui bilanci, con la conseguente analisi degli aspetti differenziali: tali rilevazioni sono state ripetute fino al raggiungimento di una attribuzione omogenea del punteggio. Nel caso in cui siano stati esaminati sia il bilancio di esercizio sia altri documenti (bilancio consolidato, relazione *corporate governance*, bilancio sociale/ambientale) il punteggio riferito alla singola azienda è quello “consolidato”, ossia ottenuto elidendo le ripetizioni, in documenti diversi, della stessa informazione. Infine, nei casi in cui l’item poteva originare solo un giudizio dicotomico, tipo “presente” “assente”, si è scelto di attribuire 0 punti per il “no” e 2 punti per il “sì”.

1. I raggruppamenti, dovuti soprattutto ai modesti risultati ottenuti, riguardano da una parte i profili dedicati allo scenario competitivo ed ai clienti; dall’altra i profili relativi alla dimensione sociale ed ambientale.

# 1. L'INFORMATIVA VOLONTARIA: FINALITÀ, TRATTI CARATTERISTICI E MODELLI DI RIFERIMENTO

## 1.1. Informativa volontaria: finalità e rapporto con l'informativa obbligatoria<sup>1</sup>

L'informativa obbligatoria, per definizione, a parità di operazioni compiute dalla società, tende a rendere uguale la quantità di informazioni emanate dalle aziende. Queste ultime, però, possono, e in molti casi lo fanno, cercare di differenziarsi dalle altre, di farsi conoscere meglio dagli investitori e dagli altri stakeholder, provvedendo a comunicare anche informazioni volontarie, che in prima battuta vanno intese (anche se poi torneremo su questo punto) come tutte le informazioni non obbligatorie comunicate dalle aziende.

La prima, fondamentale, motivazione che induce le aziende a diffondere informativa volontaria è costituita dall'esigenza del management di sviluppare una comunicazione "di indirizzo" verso gli stakeholder (Quagli, 2004). Con riferimento ai contenuti, in effetti, nell'informativa obbligatoria i vertici aziendali sono "costretti" ad illustrare aspetti della gestione non da loro stabiliti ma imposti da norme e regolamenti e non è detto che questi dati, sia pur importanti e storicamente consolidati, colgano al meglio gli aspetti rilevanti della gestione aziendale, dove la rilevanza è definita in relazione alle potenzialità del dato di illustrare la capacità dell'azienda di creare ricchezza. Elementi quali il capitale intellettuale, la notorietà del marchio o la credibilità presso la clientela, sono aspetti determinanti ai fini competitivi per certe tipologie di aziende, ma nessuna norma impone al riguardo obblighi informativi. Avendo invece riguardo alla forma, gli obblighi informativi tendono a sfociare troppo spesso in regole sofisticate, dal linguaggio eccessivamente tecnico, con ampia massa di dettagli che rischia di far perdere di vista le questioni principali. Sempre per gli aspetti formali, gli obblighi informativi tendono a livellare la comunicazione delle diverse aziende, privando la singola società

1. Paragrafo a cura di Alberto Quagli.

della possibilità di differenziarsi dalle altre consimili, che si qualificano in ogni caso come concorrenti quando operano sul mercato dei capitali.

Questi caratteri dell'informativa obbligatoria ostacolano sensibilmente una comunicazione "di indirizzo", che deve invece basarsi su contenuti liberi, funzionali di volta in volta al tipo di progetto in relazione al quale ricercare il consenso di una o più categorie di stakeholder e con una forma anche essa adatta all'interlocutore (più o meno sintetica, più o meno discorsiva, ecc.). Conseguo l'esigenza per il management di ricorrere comunque ad informativa volontaria se vuole esercitare liberamente una comunicazione "di indirizzo". Sia ben chiaro che "l'indirizzo" si può garantire anche solo con i documenti obbligatori, se questi comprendono tutti gli elementi informativi necessari per orientare il comportamento nel senso desiderato dal management e se l'interlocutore è preparato ed in grado di comprenderli. Ma non vi è dubbio che questo obiettivo può essere raggiunto più facilmente avvalendosi anche di informazioni ulteriori, diffuse su base volontaria.

Passando più direttamente a considerare gli investitori quale categoria privilegiata di stakeholder tanto nella prassi, quanto per le finalità di questo lavoro, e le società quotate come scenario dell'analisi, si considerino più da vicino le finalità dell'informativa volontaria nel rapporto che l'azienda pone in essere con i mercati finanziari.

Tramite l'informazione volontaria si cerca di ridurre ulteriormente l'asimmetria informativa tra società e investitori. In questo modo si riduce il rischio percepito dagli operatori del mercato, che dovrebbe conseguentemente far diminuire il costo del capitale raccolto (Diamond – Verrecchia, 1991; Botosan, 1997; Sengupta, 1998). La minore rischiosità percepita dagli investitori consente in astratto di ridurre il costo dei capitali anche sotto un altro profilo. Per una azienda quotata in borsa, l'informazione ampia e continua consente all'emittente titoli e al potenziale investitore di disporre di una simile conoscenza sulle prospettive della società. Questo porta a ridurre la differenza tra prezzi richiesti da chi vuol vendere e prezzi offerti da chi vuol acquistare e quindi attenua la estrema volatilità dei prezzi dei titoli. In ultima analisi, la minore volatilità contribuisce a migliorare la "liquidità" del titolo stesso, intesa come possibilità di trovare un potenziale acquirente ad un prezzo conveniente (Bushee – Noe, 1999; Gelb – Zarowin, 2000; Healy – Palepu, 2001). A sua volta questa riduzione del "*bid-ask spread*" riduce il rischio di investimento e quindi il costo richiesto per la disponibilità di capitali.

Inoltre, la maggiore conoscenza degli andamenti aziendali, ottenuta diffondendo ampie informazioni e usando canali di comunicazione (Internet, ecc.) aggiuntivi a quelli richiesti dalla legge, tendenzialmente amplia la platea di soggetti potenzialmente interessati all'azienda, a tutto vantaggio della possibilità di ricorrere ad una vasta base di investitori qualora ne serva il contributo. Più in particolare, secondo gli esiti di alcune ricerche empiriche, una maggiore *disclosure* volontaria tende a facilitare l'attrazione di investitori con

orizzonti temporali di lungo periodo (Eccles – Herz – Keegan – Phillips, 2001, pagg. 190-191). Tale circostanza è facilmente spiegabile se pensiamo che un tal profilo di investimento richiede molta attenzione alle strategie aziendali, solitamente poco comunicate nella tradizionale informazione ai mercati centrata sulle performance finanziarie consuntive.

Dal punto di vista dei manager aziendali, inoltre, una buona *disclosure* può avere un effetto positivo sulle posizioni individuali in quanto contribuisce a reclamizzare la propria immagine (Di Stefano, 1991; Healy – Palepu, 2001) e, qualora si traduca in aumenti dei prezzi di borsa, determina un indubbio beneficio economico ai dirigenti che godono di piani di *stock options* (Healy – Palepu, 2001). Più in generale, la maggiore *disclosure* viene ritenuta da investitori e analisti (Eccles – Herz – Keegan – Phillips, 2001, pagg. 190-191) come un fattore che incrementa la credibilità dei manager, anche se a nostro avviso tale opinione potrebbe in pieno risaltare solo se l'azienda sia solita comunicare anche nei momenti negativi, cosa che raramente avviene.

Non si trascuri poi il fatto che la maggiore informazione volontaria spesso contribuisce a rafforzare anche i flussi di informazione *derivata* (elaborati cioè da analisti finanziari, mass media, ecc.), attivando una specie di moltiplicatore informativo. Alcune ricerche (Lang – Lundholm, 1996, per una sintesi: Core, 2001; Healy – Palepu, 2001; si veda anche Eccles – Herz – Keegan – Phillips, 2001) hanno mostrato proprio che l'aumento dei flussi di informazioni volontaria è positivamente correlato con il numero di analisti finanziari che seguono la società<sup>2</sup>. Tale circostanza, a parità di altre condizioni, è da considerarsi positiva in quanto un maggior numero di analisti interessati alla società conduce ad una estensione della platea di investitori interessati ai titoli, con effetti benefici sulla liquidità dei titoli azionari (intesa come possibilità per un titolo di trovare compratori e venditori), e quindi, di riflesso, sui corsi azionari. Si dimostra inoltre come i maggiori flussi informativi favoriscono la precisione delle stime compiute dagli analisti, e la concentrazione dei loro giudizi, a tutto vantaggio dell'efficienza informativa dei mercati (Lang – Lundholm, 1996; Byard – Shaw, 2002).

La rilevanza dell'informativa volontaria dipende da varie circostanze, non ultima la stessa ampiezza dell'informazione dovuta, rispetto alla quale, perlomeno in teoria, quella “voluta” si dovrebbe porre in rapporto di complementarità.

In massima sintesi, dal punto di vista strettamente economico, la funzione delle informazioni poi sarà tanto più consistente quanto più il valore delle future performance aziendali non riesce ad essere segnalato dai flussi di

2. Core (2001) evidenzia peraltro la relazione circolare tra quantità e informazioni e *coverage* degli analisti, in quanto se da una parte la maggiore informazione riduce il costo di ricerca e quindi tendenzialmente fa aumentare il numero di analisti disposti a seguire la società, dall'altra il maggiore seguito implica maggiore domanda di informazioni verso la società e quindi, in ultima analisi, maggiore informativa volontaria.