

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA



FACOLTÀ DI SCIENZE STATISTICHE

**CORSO DI LAUREA TRIENNALE IN STATISTICA,
ECONOMIA E FINANZA**

TESI DI LAUREA

**IL PIANO INDUSTRIALE COME COMUNICAZIONE
PRICE SENSITIVE: ALCUNE ANALISI EMPIRICHE**

RELATORE: CH.M O PROF. FRANCESCO LISI

LAUREANDA: STEFANIA SORATO

ANNO ACCADEMICO 2009/2010

A mia nonna

INDICE

INTRODUZIONE	7
CAPITOLO 1: LA COMUNICAZIONE D’AZIENDA	9
1.1. Introduzione.....	10
1.2. Tipologie di comunicazione e stakeholders.....	11
1.3. La comunicazione economico-finanziaria.....	12
1.3.1 La comunicazione obbligatoria.....	13
1.3.2 La comunicazione volontaria.....	16
1.4. Efficienza del mercato e asimmetrie informative.....	20
1.5. La comunicazione al mercato delle società quotate.....	22
1.6 Conclusioni.....	25
CAPITOLO 2: IL PIANO INDUSTRIALE	27
2.1 Introduzione.....	28
2.2 Ruoli e obiettivi.....	29
2.3 Struttura tipica.....	31
2.3.1 Requisiti minimi.....	31
2.3.2 Contenuti.....	32
2.4 Elementi che contribuiscono alla validità del piano.....	35
2.5 Conclusioni.....	39
CAPITOLO 3: ANALISI EMPIRICHE SULLE REAZIONI DEI MERCATI FINANZIARI	42
3.1 Introduzione.....	43
3.2 La fonte ed il reperimento dei dati.....	44
3.3 Analisi di intervento (Intervention Analysis).....	47
3.4 Metodologie utilizzate.....	52
3.4.1 Modello lineare semplice.....	54

3.4.2 Modelli con componente Garch.....	54
3.5 Analisi delle presentazioni dei piani industriali.....	56
3.5.1 Il caso Alleanza Assicurazioni.....	57
3.5.2 Il caso Cattolica Assicurazioni.....	58
3.5.3 Il caso Fondiaria-Sai.....	61
3.5.4 Il caso Generali Assicurazioni.....	63
3.5.5 Il caso AcegasAps.....	65
3.5.6 Il caso Banca Intesa.....	68
3.5.7 Il caso Cdc.....	70
3.6 Conclusioni.....	76
BIBLIOGRAFIA.....	77
RINGRAZIAMENTI.....	79

INTRODUZIONE

In questo elaborato verrà analizzato il processo di comunicazione tra le aziende e gli stakeholders.

Nello specifico, sarà preso in considerazione uno tra i più importanti documenti per la comunicazione delle strategie aziendali, cioè il piano industriale.

L'obiettivo è quello di valutare se la presentazione del piano industriale da parte delle aziende genera una variazione nel prezzo delle azioni, cioè se questo documento può essere considerato price sensitive.

Il primo capitolo sarà dedicato alla comunicazione d'azienda: saranno considerate le varie tipologie di comunicazione, le diverse esigenze informative degli stakeholders e le caratteristiche del mercato che comportano la necessità di ampliare l'informazione fornita.

Nel secondo capitolo verrà focalizzata l'attenzione sul piano industriale attraverso un'analisi dei suoi contenuti e del ruolo che esso riveste nella comunicazione con gli stakeholders.

Nel terzo capitolo sarà invece presentata l'analisi condotta per valutare l'impatto della presentazione del piano industriale sui prezzi delle azioni e dai risultati ottenuti saranno tratte le conclusioni per l'intero lavoro.

Capitolo 1

La comunicazione d'azienda

1.1 INTRODUZIONE

La comunicazione è diventata negli ultimi anni un elemento determinante nella pianificazione delle strategie aziendali (Beretta, 2007).

In senso lato, la comunicazione può essere definita come *“quella funzione del management che consiste nel definire, pianificare e gestire l’immagine dell’azienda, la reciproca informazione e la mutua comprensione con i vari tipi di pubblico interno ed esterno da cui dipende il successo dell’azienda stessa”* (Rampini, 1990).

L’azienda, intesa come sistema aperto, entra in contatto con una molteplicità di altri sistemi, di varia natura, e con essi interagisce per garantirsi la disponibilità dei fattori produttivi necessari alla propria attività e per allocare l’output del proprio processo produttivo.

Le risorse necessarie all’azienda per svolgere il suo ruolo economico-produttivo, ossia produrre beni e servizi in grado di soddisfare bisogni (Favotto, 2001), hanno una disponibilità limitata e di conseguenza acquistano un valore tale per cui coloro che ne sono proprietari cercano di allocarle nel modo più redditizio possibile.

Di conseguenza, l’azienda deve impegnarsi attivamente per ottenere la fiducia e il consenso di tali apportatori di risorse.

Questi soggetti sono definiti stakeholders, cioè portatori di interesse, e sono fra loro caratterizzati da ruoli, obiettivi ed esigenze informative diverse.

A titolo esemplificativo, tra gli stakeholders aziendali vi sono i clienti, i fornitori, i dipendenti, gli azionisti, le organizzazioni sindacali e le banche.

E’ a loro che si rivolge la comunicazione aziendale, la quale ha quindi l’obiettivo di essere differenziata, precisa ed esaustiva per il maggior numero possibile di interlocutori.

L’attività di comunicazione diventa quindi una vera e propria attività di investimento, in grado di creare e mantenere viva un’immagine forte e attrattiva dell’azienda.

In questo capitolo verranno elencate le diverse tipologie di comunicazione e le particolari esigenze informative degli stakeholders (*paragrafo 1.2*).

Nel *paragrafo 1.3* ci sarà un'ampia descrizione delle due principali tipologie di comunicazione, quella obbligatoria e quella volontaria, con particolare riferimento ai comunicati price sensitive.

Verranno poi presentate le caratteristiche dei mercati finanziari che rendono necessaria una trasparente ed approfondita comunicazione da parte delle aziende (*paragrafo 1.4*); infine sarà analizzato il caso particolare delle società che intendono quotarsi in Borsa (*paragrafo 1.5*).

1.2 TIPOLOGIE DI COMUNICAZIONE E STAKEHOLDERS

Data la sua complessità ed eterogeneità, può essere utile introdurre una suddivisione della comunicazione d'azienda in quattro principali aree (Corvi e Fiocca, 1996):

- la *comunicazione commerciale*, rivolta a clienti finali e intermedi e finalizzata sia alla sponsorizzazione dei propri prodotti sia al miglioramento della conoscenza dei bisogni degli acquirenti;
- la *comunicazione istituzionale*, rivolta a diversi pubblici (interni ed esterni) con l'obiettivo di ottenere maggiore consenso e fiducia;
- la *comunicazione gestionale*, rivolta a soggetti direttamente o indirettamente coinvolti nella gestione dell'impresa per accrescere la coordinazione e la collaborazione;
- la *comunicazione economico – finanziaria*, rivolta a tutti gli interlocutori - o ad alcuni di essi- e finalizzata sia ad assolvere gli obblighi informativi sia a soddisfare ulteriori esigenze informative dei vari soggetti portatori di interesse.

Bertinetti(1996) ritiene inoltre opportuno distinguere la comunicazione economica da quella finanziaria.

In particolare, egli considera economica quella comunicazione che si caratterizza per contenuti attinenti la situazione e le prospettive patrimoniali, reddituali e finanziarie; al contrario, per comunicazione finanziaria egli intende quella destinata all'ambiente finanziario di riferimento per l'approvvigionamento di capitali.

Questo lavoro focalizza l'attenzione su quest'ultima tipologia di comunicazione.

Anche la comunicazione economico-finanziaria, in quanto parte della comunicazione aziendale, deve presentare caratteristiche in grado di soddisfare le esigenze informative di diversi interlocutori.

Per esempio, gli azionisti, in quanto conferenti il capitale e quindi interessati alla capacità di creazione di valore dell'azienda, richiederanno informazioni relative alla strategia realizzata, ai risultati ottenuti, alla competenza e capacità del management e alla strategia futura.

Clienti e fornitori saranno invece interessati, in modo diverso, alla solidità dell'azienda e quindi a indicatori di natura economico-finanziaria.

Le esigenze informative dei collaboratori dell'azienda sono relative sia all'assetto reddituale, patrimoniale e finanziario sia alla dinamica e composizione dell'organico.

Infine, gli istituti di credito, fruitori delle risorse finanziarie, valuteranno l'effettivo merito creditizio della società e quindi saranno interessati ad una analisi del bilancio e alla conoscenza della posizione di mercato, soprattutto per valutare la sostenibilità finanziaria di eventuali strategie che l'azienda intende adottare (Mazzola, 2007).

Da questa sintetica descrizione di alcune tipologie di interlocutori aziendali risulta chiara sia la complessità del processo di comunicazione sia l'importanza che esso assume nel migliorare il rapporto tra azienda e pubblico, sia esso interno o esterno.

1.3 LA COMUNICAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA

La comunicazione tra le aziende quotate nel mercato e i vari stakeholders può essere classificata in due categorie:

- Comunicazione obbligatoria (o *mandatory disclosure*), le cui caratteristiche e modalità di trasmissione sono dettate da precise norme;
- Comunicazione volontaria (o *voluntary disclosure*), attraverso la quale ogni azienda ha la possibilità di fornire ulteriori informazioni sia per illustrare altri aspetti dell'attività aziendale sia per chiarire caratteristiche già presentate attraverso la comunicazione obbligatoria.

1.3.1 LA COMUNICAZIONE OBBLIGATORIA

La normativa e i regolamenti che disciplinano il funzionamento dei mercati finanziari prevedono che le aziende quotate comunichino una serie di informazioni utilizzando modalità ben definite.

La comunicazione obbligatoria comprende, per esempio, i risultati raggiunti, eventuali fatti che possono modificare la combinazione rischio/rendimento dell'attività finanziaria, informazioni su operazioni di finanza straordinaria (fusioni, scissioni, acquisizioni o cessioni).

A seconda dei differenti argomenti trattati, la comunicazione obbligatoria può essere distinta in:

- *Comunicazione iniziale*, fornita dalle aziende nel momento della quotazione;
- *Comunicazione periodica*, relativa a fatti di natura contabile utili a vari soggetti per avere un'idea chiara e veritiera sull'azienda e sulla sua attività;
- *Comunicazione episodica*, relativa a fatti di straordinaria rilevanza e portatori di profonde trasformazioni nella struttura o nel valore di un'impresa.

La *comunicazione iniziale* è formata dal prospetto informativo, il quale fornisce le informazioni necessarie affinché gli investitori possano maturare un'idea sulla società, sul suo andamento e sulle sue prospettive future, nonché sui titoli che verranno emessi e i relativi diritti.

Per quanto riguarda l'*informativa periodica*, il Codice Civile stabilisce che le aziende quotate nel mercato finanziario debbano presentare (Bozzolan, 2005):

- Dopo l'assemblea di bilancio:
 - Il bilancio, l'elenco dei soci e dei titolari di diritto su azioni e il verbale dell'assemblea;
 - Il bilancio consolidato, se redatto;
 - le relazioni della società di revisione;
 - copia dei bilanci delle società controllate;
 - il prospetto riepilogativo dei dati essenziali delle società collegate;
 - la relazione sulla gestione.
- Dopo il primo semestre di esercizio:

- la relazione semestrale.
- o Dopo ciascun trimestre dell'esercizio:
 - la relazione trimestrale.

Tra tutti questi documenti, lo strumento informativo per eccellenza è il bilancio d'esercizio.

Esso è costituito, secondo quanto previsto dall'articolo 2423 del Codice Civile, da Stato Patrimoniale, Conto Economico e Nota Integrativa e il suo obiettivo è quello di rappresentare in modo chiaro e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della società e il risultato economico dell'esercizio.

Il bilancio permette quindi di avere un quadro generale sulla situazione dell'azienda, anche attraverso un confronto tra le previsioni comunicate e i risultati realmente raggiunti.

La terza e ultima tipologia di comunicazione obbligatoria è quella *episodica*: essa comprende tutte le informazioni privilegiate che proprio in virtù della loro peculiarità devono essere immediatamente comunicate ai mercati.

Gli articoli 114 e 115 del Testo Unico della Finanza stabiliscono la necessità di fornire al mercato tutte le informazioni che, se rese pubbliche, possono influire sensibilmente sul prezzo delle attività finanziarie scambiate.

Data tale caratteristica, queste informazioni vengono definite price sensitive e "comprendono gli annunci che le società quotate e i soggetti che le controllano devono diffondere in presenza di un'informativa privilegiata, cioè di una notizia non di pubblico dominio che riguarda la società quotata o il relativo gruppo e che un investitore ragionevole utilizzerebbe ai fini delle proprie decisioni di investimento in quanto idonea ad incidere sensibilmente sul prezzo degli strumenti finanziari" (Borsa Italiana, 2003).

La comunicazione delle informazioni price sensitive deve essere immediata, in modo da evitare l'insorgere di asimmetrie informative tra soggetti interni ed esterni e tra differenti categorie di soggetti esterni.

Un mezzo di comunicazione che permette una tempestiva diffusione delle notizie è il comunicato stampa, che nel caso dell'informazione price sensitive viene diffuso a Consob, Borsa italiana e due agenzie stampa.

In occasione della diffusione di questi comunicati durante l'orario di apertura dei mercati, Borsa Italiana valuta, assieme a Consob, il contenuto informativo del

comunicato stampa al fine di assicurare la parità informativa e adottare eventuali interventi di sospensione.

Ai sensi del proprio regolamento, Borsa Italiana ha sviluppato un sistema telematico denominato NIS (Network Information System) che consente alla società di diffondere in modo sicuro e tempestivo questi comunicati che, una volta inviati alle agenzie, sono contestualmente messi a disposizione del pubblico sulla propria pagina web “comunicati price sensitive”.

Sul sito di Borsa Italiana è possibile visualizzare gratuitamente gli ultimi 15 comunicati inviati dalle società quotate tramite il sistema telematico NIS alle agenzie di stampa collegate al circuito.

In questo modo l’accesso diretto e immediato all’informazione è assicurato sia agli investitori ma anche agli intermediari finanziari, che la raccolgono e la elaborano.

Un altro rischio che si cerca di evitare attraverso la pubblicazione delle informazioni privilegiate è quello dell’insider trading.

Questo fenomeno si caratterizza per il possesso e utilizzo di tutte quelle informazioni private in grado di modificare la combinazione rischio/rendimento relativa ad una attività finanziaria.

Nell’evitare questo tipo di manipolazione gioca un ruolo fondamentale la vigilanza nel mercato attuata dalla società di gestione ma soprattutto dalla Consob, la quale deve garantire equità e chiarezza nello svolgimento delle contrattazioni.

Solitamente rientrano nella categoria delle comunicazioni price sensitive l’approvazione del progetto di bilancio, della relazione semestrale e delle altre situazioni contabili; a queste si aggiungono comunicazioni relative alle operazioni di fusione o di acquisizione e ogni altro cambiamento nei vertici aziendali.

Oltre ai documenti price sensitive da rilasciare obbligatoriamente al mercato, ogni azienda può scegliere, secondo la propria discrezionalità, di comunicare ulteriori informazioni che possono influire sull’andamento del prezzo del titolo.

1.3.2 LA COMUNICAZIONE VOLONTARIA

La documentazione pubblicata per effetto degli obblighi imposti dalla normativa, ossia la comunicazione obbligatoria, si dimostra molto spesso insufficiente a soddisfare il fabbisogno informativo proveniente dai vari interlocutori.

Se l'obiettivo dell'azienda è quello di mobilitare le risorse necessarie per la propria attività, essa deve garantire una quantità e qualità di informazioni tali da creare un'immagine aziendale interessante ed apprezzabile.

L'ampia richiesta da parte degli stakeholders di informazioni ritenute importanti per modificare il profilo rischio/rendimento di un'attività finanziaria porta l'azienda a colmare l'evidente gap informativo che si viene a creare.

La comunicazione aggiuntiva rilasciata, proprio in virtù dell'assenza di leggi che ne stabiliscano caratteristiche e modalità, viene definita comunicazione volontaria. Spetta alla discrezionalità dell'azienda la scelta del contenuto, delle forme, della quantità e della qualità delle informazioni da rilasciare, visto che non esistono obblighi di rendicontazione, di certificazione o di modalità di trasmissione al mercato.

Per capire il ruolo e l'importanza della comunicazione volontaria, Bozzolan (2005) propone una rappresentazione grafica delle intersezioni che si vengono a formare tra le informazioni richieste dal mercato, quelle prodotte dall'azienda per l'interna gestione e quelle obbligatorie (Figura1).

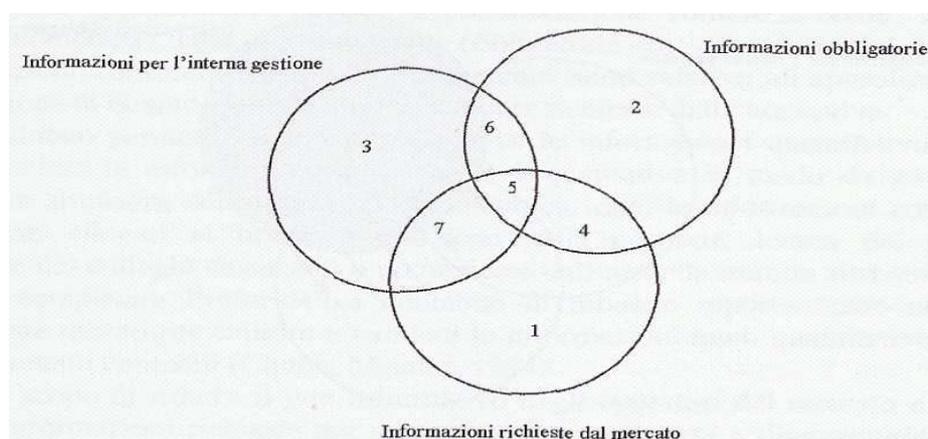


Figura 1 Intersezione tra le diverse tipologie di comunicazione

Fonte: Bozzolan S., Trasparenza informativa e mercato finanziario, 2005

L'area [1] è costituita dal gap informativo tra le informazioni richieste dal mercato che però non sono prodotte dall'azienda e non sono previste neppure dalla normativa; nella zona [2] ci sono tutte le informazioni redatte per obblighi di legge che però non sono considerate rilevanti né per il mercato né per l'interna gestione dell'azienda; nella zona [3] si trovano tutte le informazioni prodotte a fini gestionali ma non rilasciate all'esterno.

Nelle intersezioni [4] e [5] si hanno tutte le informazioni redatte e pubblicate obbligatoriamente e per l'interna gestione e che, allo stesso tempo, sono considerate rilevanti per il mercato; nella [6] ci sono le comunicazioni obbligatorie utilizzate anche per scopi di gestione; nella [7] sono contenute le informazioni che l'azienda produce e utilizza per l'interna gestione ma che non vengono rilasciate al mercato, seppure questo le consideri rilevanti.

Dati questi gap informativi, vi sono due possibili soluzioni per colmarli: la prima consiste nell'ampliare la zona [4] (Figura 2), aumentando quindi la categoria delle informazioni da comunicare obbligatoriamente e che sono valutate importanti dal mercato; la seconda consiste invece nell'aumentare l'intersezione tra la comunicazione prodotta per scopi di interna gestione e quella considerata rilevante dal mercato (Figura 3).

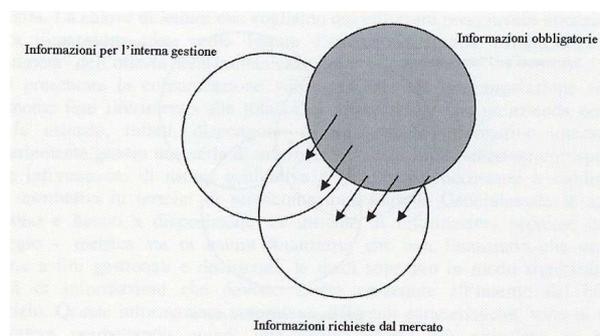


Figura 2

Fonte: Bozzolan S., Trasparenza informativa e mercato finanziario, 2005

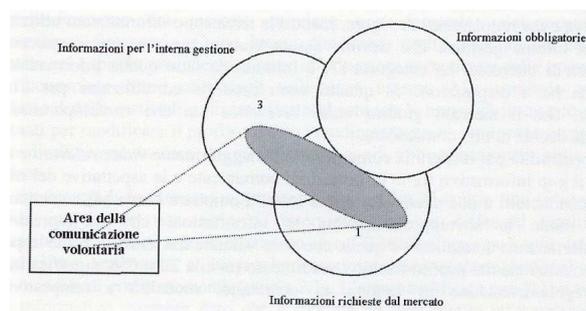


Figura 3

Fonte: Bozzolan S., Trasparenza informativa e mercato finanziario, 2005

Data questa rappresentazione, la comunicazione volontaria risulta tangente a quella obbligatoria: infatti, l'informativa volontaria può comprendere sia documenti aggiuntivi sia documenti che vanno ad integrare l'informazione contabile evidenziando elementi importanti per una valutazione più approfondita dell'azienda nel suo complesso.

Considerando per esempio il bilancio d'esercizio, si è consolidata sempre più l'idea che la normativa ne imponga uno schema di redazione troppo rigido.

Grazie alla possibilità di aggiungere delle informazioni volontarie il management completa l'informazione contabile con dei documenti "narrativi" in grado di chiarire e validare le informazioni qualitative e quantitative presentate.

Mazzola propone un elenco delle principali aree in cui è possibile integrare la comunicazione con una informazione volontaria.

Queste aree sono:

- la descrizione della strategia aziendale, dei risultati conseguiti e di quelli che ci si aspetta di conseguire;
- una maggiore descrizione delle informazioni di dettaglio sull'assetto economico-aziendale;
- la divulgazione di informazioni di tipo previsionali (forward looking information);
- la descrizione del patrimonio intangibile dell'impresa e delle performance socio-ambientali.

Queste informazioni permettono infatti agli stakeholders di avere una visione d'insieme della realtà aziendale e del contesto competitivo di riferimento.

Tra queste meritano particolare attenzione le informazioni di tipo previsionale (forward looking information), ossia tutte quelle informazioni che riguardano il futuro dell'azienda.

Infatti gli stakeholders che decidono di investire in un'impresa instaurano con essa un rapporto di lungo termine e sono quindi interessati alle prospettive future di creazione di ricchezza da parte dell'impresa stessa.

La comunicazione volontaria assume quindi una rilevanza tale da venire considerata indispensabile per creare e mantenere una forte credibilità strategico-reddituale e socio-ambientale nonché una credibilità informativa (Bozzolan, 2005).

Diversi studi hanno messo in evidenza i benefici derivanti dalla diffusione di comunicazione volontaria; i principali effetti positivi riscontrati sono: migliore liquidità dei titoli azionari sui mercati finanziari, riduzione nel costo del capitale e maggiore attenzione da parte degli analisti finanziari (Beretta, 2007).

La diffusione di informazioni su base volontaria determina una riduzione delle asimmetrie informative tra gli investitori, generando così un aumento della liquidità del titolo.

Ciò avviene perché l'aumento della documentazione diffusa dalle aziende porta gli operatori dei mercati finanziari ad avere maggiore fiducia nel titolo e nelle modalità di formazione dei prezzi.

Per quanto riguarda il secondo aspetto, ossia la riduzione nel costo del capitale, alcuni studi hanno evidenziato come la diffusione di informazioni aggiuntive porti ad una riduzione del rischio informativo sostenuto dagli investitori.

Tutto questo si traduce successivamente in un minor costo del capitale.

Infine, la diffusione di comunicazione volontaria comporta una maggiore attenzione da parte degli analisti, i quali, grazie al bagaglio informativo aggiuntivo, riescono a produrre analisi più dettagliate e stime più precise.

Oltre a questi vantaggi, la diffusione su base volontaria di informazioni può avere anche dei risvolti negativi.

Tra questi vi sono, per esempio, i costi associati alla comunicazione (proprietari costs), che comprendono non solo i costi connessi alle attività di rilevazione, elaborazione e diffusione della documentazione aggiuntiva, ma soprattutto quelli derivanti dalla diffusione di informazioni che potrebbero portare ad una perdita di competitività.

La scarsa propensione del management alla diffusione di informazioni addizionali rispetto a quelle imposte dalla normativa è infatti dovuta essenzialmente al timore che i competitori possano utilizzare le nuove informazioni a proprio favore e quindi contro l'interesse della stessa impresa.

L'azienda deve quindi trovare un giusto equilibrio tra la necessità di trasparenza richiesta dal mercato e il requisito di riservatezza che hanno molte delle informazioni create nel processo di gestione d'impresa.

1.4 EFFICIENZA DEL MERCATO E ASIMMETRIE INFORMATIVE

Nel momento in cui un'azienda si trova a dover prendere delle decisioni riguardo al modo e alla quantità di informazioni da rilasciare, essa non può non prendere in considerazione le caratteristiche del mercato dei capitali e dei soggetti che vi operano all'interno.

Innanzitutto bisogna considerare l'atteggiamento degli investitori nel mercato.

Essi solitamente valutano le diverse alternative di investimento sulla base del rischio: maggiore è la variabilità del prezzo a cui viene scambiata l'attività finanziaria, maggiore sarà l'attesa di rendimento.

Questa caratteristica, l'avversione al rischio, porta l'investitore verso quelle attività finanziarie che gli permettono di conseguire il più alto rendimento sopportando il minor rischio.

Da questo punto di vista, assumono importanza tutte quelle informazioni in grado di modificare la percezione della combinazione rischio/rendimento e di conseguenza le scelte di investimento.

La teoria classica della finanza, per spiegare il meccanismo di trasmissione delle informazioni, ha preso come ipotesi iniziale quella della perfetta efficienza del mercato.

Un mercato perfettamente efficiente in relazione al processo di creazione, diffusione e utilizzo delle informazioni è quello in cui i prezzi delle attività finanziarie riflettono immediatamente tutte le informazioni disponibili indistintamente per tutti gli operatori, senza che nessun soggetto debba sostenere un costo per procurarsele (Bozzolan, 2005).

La perfetta efficienza del mercato comporta che un'informazione abbia lo stesso significato in termini di rapporto rischio/rendimento per ogni operatore.

Considerando poi che le informazioni sono tutte già a disposizione e hanno un effetto immediato sul prezzo delle attività finanziarie, risulta evidente l'inutilità di un'ulteriore comunicazione da parte delle aziende.

Allo stesso tempo gli investitori, non dovendo sostenere alcun costo per ottenere ed elaborare le informazioni, non saranno interessati ad ottenerne di nuove, visto che hanno già una perfetta conoscenza del rischio/rendimento connesso alle attività finanziarie.

Naturalmente la situazione fin qui descritta è alquanto irrealistica e lontana da ciò che accade nei mercati finanziari.

Per questo motivo, nella teoria della finanza è stata introdotta una classificazione dei mercati relativamente a tre diversi gradi di efficienza del circuito informativo:

- *Efficienza in forma forte*, corrispondente alla situazione di mercato efficiente appena descritta;
- *Efficienza in forma semi-forte*, nella quale le informazioni a disposizione sono solamente quelle pubbliche, che non permettono quindi di ottenere rendimenti privilegiati;
- *Efficienza in forma debole*, nella quale le uniche informazioni disponibili sono quelle relative alla serie storica dei prezzi del titolo.

In questo caso ogni altra informazione e relativa elaborazione possono consentire il raggiungimento di rendimenti maggiori.

Nei mercati caratterizzati da un'efficienza in forma semi-forte o debole spesso si ha la comparsa del fenomeno delle asimmetrie informative.

Esse nascono dalla differente capacità degli operatori di ottenere e/o elaborare le informazioni: vi sono infatti, da un lato, investitori che posseggono informazioni privilegiate, dall'altro investitori con una maggiore preparazione e conoscenze tecniche che permettono di analizzare più approfonditamente i prospetti informativi diffusi dalle aziende.

Si verifica così un trasferimento di informazioni dai soggetti più preparati a quelli meno preparati, i quali naturalmente sostengono dei costi per avere a disposizione informazioni aggiuntive e più chiare riguardo la combinazione rischio/rendimento connessa all'attività finanziaria.

In particolare il costo sarà tale da compensare l'extrarendimento a cui gli operatori più preparati rinunciano diffondendo informazioni dettagliate.

In un mercato caratterizzato dalla presenza di asimmetrie informative, la comunicazione finanziaria riveste un ruolo fondamentale per gli operatori che devono scegliere tra le varie opportunità di investimento.

Gli investitori ricercheranno informazioni non solo relative all'andamento dei titoli nel mercato, ma anche alle specifiche caratteristiche dell'impresa, alle strategie messe in atto e alle modalità di svolgimento del processo produttivo.

Le asimmetrie informative tra soggetti interni ed investitori esterni possono essere controllate e ridotte attraverso la regolamentazione del mercato.

Sono molti gli organismi e le istituzioni nate con lo scopo di introdurre regole in grado di rendere trasparente la comunicazione fornita dalle aziende e diminuire il gap informativo tra i vari operatori.

In particolare, la regolamentazione del mercato permette di ottenere i seguenti miglioramenti (Bozzolan, 2005):

- Introdurre principi e regole contabili uguali per tutti i Paesi, facilitando così la mobilità di capitali tra diversi mercati e semplificando la comprensione dei bilanci d'esercizio;
- Fornire agli intermediari finanziari strumenti migliori per la diffusione e l'elaborazione delle informazioni in grado di colmare il gap tra operatori;
- Fornire incentivi al management per la produzione di una maggiore quantità di informazioni, per rendere chiara e trasparente l'azienda e la sua attività agli occhi di coloro che portano interessi.

La regolamentazione risulta necessaria all'interno del mercato per eliminare le asimmetrie informative: minore è la regolamentazione, maggiore sarà la comunicazione volontaria che le aziende saranno costrette a fornire per soddisfare il bisogno informativo.

1.5 LA COMUNICAZIONE AL MERCATO DELLE SOCIETA' QUOTATE

Ogni azienda presenta caratteristiche, quali il tipo di attività, la dimensione, il contesto produttivo di riferimento, che la distinguono dalle altre e la rendono particolare.

Anche la comunicazione fornita dalle aziende riflette queste peculiarità, sia nella qualità che nella quantità di informazioni emesse.

Tra le diverse tipologie di aziende, in questo paragrafo verranno considerate quelle che andranno a formare il nostro campione di analisi, cioè le società quotate.

Questa tipologia di azienda deve fornire una maggiore quantità di informazioni in virtù dell'obiettivo che essa intende raggiungere attraverso la quotazione nel mercato, ossia aumentare la disponibilità di risorse finanziarie.

La quotazione rappresenta una fase fondamentale nel ciclo di vita e di crescita di un'azienda.

Essa risulta una valida soluzione alla necessità dell'azienda di ampliare la cerchia dei propri soci per soddisfare il crescente fabbisogno finanziario.

Da questo punto di vista, la quotazione risulta essere una vera e propria decisione strategica, dato che attraverso di essa si realizza una “vendita” dei diritti proprietari aziendali.

Da una parte essa porta a dei considerevoli vantaggi (per esempio l'aumento delle risorse finanziarie, la maggiore visibilità), dall'altra essa conduce anche a degli svantaggi, riscontrabili soprattutto nei costi di quotazione e di maggiore informazione e nel mutamento dell'assetto proprietario.

Le fasi necessarie per la quotazione dell'azienda nel mercato finanziario sono due:

- la sollecitazione all'investimento;
- la quotazione del titolo su un mercato regolamentato.

Per quanto riguarda la sollecitazione all'investimento essa è definita come “ogni offerta, invito o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolta al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari” (Testo Unico della Finanza, art. 1, comma 1, lett. t).

Nel momento della sollecitazione l'azienda deve fornire informazioni dettagliate ed esaustive riguardo le prospettive del titolo in termini di rischio e rendimento e deve chiarire la propria situazione patrimoniale, economica e finanziaria nonché le prospettive strategiche e di crescita futura.

Tutte queste informazioni sono contenute in un documento chiamato prospetto informativo, il quale passa al vaglio della Consob che ne verifica la chiarezza e l'attendibilità.

Per quanto riguarda la seconda fase, cioè l'ammissione a quotazione, l'azienda deve presentare domanda alla società di gestione del mercato, Borsa Italiana s.p.a. per l'Italia.

Infatti, il Testo Unico della Finanza afferma che solo Borsa Italiana può decidere riguardo l'ammissione, l'esclusione e la sospensione degli strumenti finanziari (art. 64, comma 1, lett. c).

In particolare, l'esclusione può avvenire per esempio qualora vi siano squilibri nella struttura finanziaria dell'azienda oppure vi sia poca chiarezza e attendibilità nei piani previsionali.

Gli obblighi informativi previsti da Borsa Italiana per la quotazione sono:

- La pubblicazione dei bilanci anche consolidati degli ultimi tre esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo comprensivo di un giudizio della società di revisione sulla conformità del bilancio;
- Le società che hanno subito nel corso dell'esercizio precedente modifiche nella struttura patrimoniale devono presentare dei documenti contabili pro-forma assieme alla relazione della società di revisione;
- L'azienda deve essere caratterizzata da un'autonomia gestionale che le permetta di generare ricavi; nel caso vi siano impedimenti a ciò, essi devono essere dichiarati prima della quotazione.

Una volta quotata, l'azienda si trova ad interagire con un ambiente più numeroso e diversificato di stakeholders.

Il collocamento del titolo sul mercato e la conseguente formazione dei prezzi attrae l'attenzione non solo degli azionisti, attuali e potenziali, ma anche di operatori che svolgono attività legate al funzionamento del mercato dei capitali.

Tra questi vi sono, ad esempio, stampa specializzata, intermediari finanziari, esperti ed analisti.

Oltre a questi interlocutori, l'azienda quotata si trova a dover interagire anche con la società di gestione del mercato e con i vari organi di controllo e vigilanza; tra questi, la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, meglio nota con l'acronimo Consob.

La Consob, istituita con la legge n. 216 del 7 giugno 1974, è un'autorità amministrativa indipendente, dotata di personalità giuridica e piena autonomia, la cui attività è rivolta alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano.

La conseguenza più immediata dell'aumento degli stakeholders è la richiesta di informazioni aggiuntive rispetto a quelle fornite da aziende non quotate.

I vari soggetti richiedono un'informazione tempestiva, privilegiata ed esaustiva che permetta loro una giusta interpretazione dei fatti aziendali per poter poi esprimere il proprio parere attraverso l'influenza sul prezzo dei titoli quotati (Mazzola, 2007).

L'informazione fornita dalle aziende quotate deve poi considerare la competenza tecnica degli stakeholders, soprattutto di analisti, stampa specializzata, società di rating e così via.

Questi operatori specializzati hanno conoscenze tali da essere in grado di leggere e capire i prospetti informativi emessi dalle aziende e trarre da questi conclusioni sul possibile impatto sul prezzo dei titoli quotati.

Per questo la comunicazione delle aziende quotate deve avere un grado di dettaglio e precisione molto elevato.

Risulta quindi chiaro che, tra le diverse tipologie di aziende, quelle quotate debbano fornire maggiori quantità di informazioni e debbano prestare attenzione alla chiarezza delle stesse, dato che il mercato e i soggetti che vi operano all'interno le utilizzano come principale fonte per prendere decisioni sulle diverse opportunità di investimento.

1.6 CONCLUSIONI

In questo capitolo è stata sottolineata l'importanza della comunicazione tra le aziende e i vari stakeholders.

Si è visto come la comunicazione abbia acquisito soprattutto negli ultimi anni una crescente rilevanza all'interno della pianificazione delle strategie dell'azienda, in quanto attraverso di essa risulta possibile ottenere un aumento della fiducia da parte degli investitori.

Affinché ciò avvenga, l'azienda deve essere in grado di soddisfare il fabbisogno informativo degli stakeholders, i quali, date le loro differenti caratteristiche, saranno interessati ognuno a diverse tipologie di informazione.

L'esigenza di fornire una comunicazione chiara e diversificata si fa particolarmente sentire nel caso di aziende che decidono di entrare a far parte del mercato finanziario.

L'ammissione a quotazione è infatti legata alla redazione di una maggiore quantità di informazioni rispetto ad aziende standard: ciò avviene perché gli investitori devono poter avere a disposizione una visione ampia dell'azienda e delle strategie che essa intende mettere in atto nel futuro.

Solo attraverso un'adeguata comunicazione al mercato si può evitare l'insorgere di asimmetrie informative, che portano inevitabilmente ad una sfiducia nel mercato e nelle modalità con cui avvengono gli scambi.

L'azienda oltre all'informazione fornita per obblighi normativi può scegliere di diffondere ulteriore documentazione, andando così ad influenzare l'opinione

dell'investitore riguardo al rapporto rischio/rendimento connesso alle attività finanziarie.

Tra le diverse tipologie di comunicazione volontaria particolarmente rilevanti risultano essere i documenti price sensitive, ossia quei documenti in grado di influenzare il prezzo delle attività finanziarie.

Data questa loro caratteristica, è importante che le aziende diffondano tempestivamente queste informazioni, consentendo a tutti gli operatori del mercato di entrarne in possesso.

Concludendo, solo attraverso una chiara e trasparente comunicazione l'azienda può assicurarsi la disponibilità di tutte quelle risorse necessarie per svolgere la propria attività.

Capitolo 2
Il Piano Industriale

2.1 INTRODUZIONE

Nel precedente capitolo è stata evidenziata l'importanza della comunicazione al mercato da parte delle aziende quotate e la necessità di integrare l'informazione obbligatoria con una comunicazione volontaria in grado di soddisfare le esigenze informative degli innumerevoli soggetti che operano nel mercato finanziario.

Quello che verrà ora presentato è uno tra i documenti che sta assumendo una sempre maggiore rilevanza all'interno della pianificazione delle strategie aziendali.

Si tratta del piano industriale, anche definito “piano strategico”, “piano d'impresa” oppure “business plan”⁽¹⁾.

“Il piano industriale è il documento che illustra le intenzioni strategiche del management relative alle strategie competitive dell'azienda, le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici, l'evoluzione dei key value driver e dei risultati attesi” (Borsa Italiana, 2003).

Questo documento focalizza quindi l'attenzione sul futuro dell'azienda e sulle strategie e modalità adottate per la creazione di valore, cioè sugli aspetti a cui gli stakeholders attribuiscono più importanza per prendere delle decisioni relativamente all'investimento delle risorse da loro possedute.

Come accade per altri documenti utilizzati per la comunicazione con l'esterno, la redazione del piano industriale non è sottoposta ad obblighi normativi e di conseguenza questo documento entra a far parte della categoria della comunicazione volontaria.

Nel corso di questo capitolo verranno presentati gli obiettivi che l'azienda può raggiungere attraverso la pubblicazione di un valido piano industriale (*paragrafo 2.2*); successivamente, nel *paragrafo 2.3*, verrà illustrata la struttura tipica del piano consigliata da Borsa Italiana, nonché i requisiti minimi che esso deve possedere per un più facile ingresso nei mercati finanziari.

Infine, nel *paragrafo 2.4*, saranno elencate delle caratteristiche del piano industriale che possono contribuire ad accrescere la validità del piano stesso e quindi aumentare il consenso da parte degli operatori del mercato finanziario.

⁽¹⁾ Il termine “business plan”, pur essendo utilizzato come sinonimo di piano industriale, si riferisce nello specifico al documento redatto in occasione dell'avvio di una nuova iniziativa imprenditoriale (start-up).

2.2 RUOLI E OBIETTIVI

Il piano industriale è un utile documento per integrare la comunicazione finanziaria che un'azienda deve presentare per essere ammessa alla quotazione nei mercati regolamentati organizzati e gestiti da Borsa Italiana.

Infatti la redazione del prospetto informativo, di cui si è già avuto modo di parlare relativamente alla documentazione necessaria per la quotazione, trova un valido punto di partenza nell'individuazione e nella descrizione dell'andamento dei fattori critici di successo (key value driver), ossia una delle componenti del piano.

Questa attenzione rivolta alla pianificazione strategica da parte delle aziende nel momento della quotazione deve poi continuare anche successivamente e deve essere posta a base della comunicazione finanziaria da fornire al mercato.

Tutto ciò non solo per soddisfare le esigenze informative dei soggetti esterni ma anche per aumentare la consapevolezza del management riguardo la strategia che si intende perseguire e l'eventuale esigenza di introdurre dei miglioramenti.

In tal senso Mazzola (2003) afferma che il piano industriale può essere uno strumento utile:

- al management, per precisare i contenuti della strategia aziendale adottata e delle azioni necessarie per la sua realizzazione;
- ai componenti il Consiglio di Amministrazione, per svolgere nel migliore dei modi il ruolo di indirizzo e controllo della società;
- all'impresa, per attirare le risorse umane e finanziarie necessarie all'attuazione delle strategie aziendali;
- alle società quotate, per ottenere una consapevole e convinta adesione da parte del mercato finanziario e degli investitori istituzionali ai progetti strategici intrapresi.

Dati i vantaggi che si possono ottenere dalla redazione del piano industriale, sia all'interno che all'esterno dell'azienda, e l'aumentare del numero di aziende che ricorrono alla quotazione, Borsa Italiana ha ritenuto necessaria la pubblicazione di una guida che, in linea generale, aiuti nella stesura delle diverse parti del documento.

Sarà proprio la “*Guida al Piano Industriale*” pubblicata da Borsa Italiana nel 2003 ad essere utilizzata come traccia per la seguente analisi sugli obiettivi e i contenuti del piano.

Preliminarmente, Borsa Italiana mette in evidenza i rapporti tra piano e Quotation Management Admission Test (QMTA).

Il QMTA è un documento realizzato dall’ufficio Equity Market Listing di Borsa Italiana che deve essere redatto dalle società che presentano domanda di ammissione a quotazione di azioni nei seguenti segmenti gestiti da Borsa Italiana: Blue Chip, Star, segmento di Borsa Ordinario e Nuovo Mercato.

Il QMTA consente a Borsa Italiana, nell’esercizio delle proprie competenze in materia di ammissione a quotazione, di analizzare il Business Model della società quotanda, di identificare gli stakeholders rilevanti e di comprendere il settore di appartenenza.

Il QMTA viene considerato parte integrante del piano industriale e per questo motivo tutti gli aspetti appena menzionati non vengono duplicati nel piano ma solamente richiamati.

Nel presentare le principali caratteristiche affinché un piano industriale possa essere considerato idoneo dai regolamenti del mercato, Borsa Italiana ribadisce quello che è il principale obiettivo di questo documento: definire in che modo l’azienda intende accrescere il valore creato per gli azionisti.

In particolare, il piano industriale viene considerato idoneo a:

- *Focalizzare l’attenzione sulla creazione di valore nell’ambito di una visione di lungo periodo*

L’elaborazione del piano industriale porta il management ad attuare una continua revisione e molto spesso ad implementare dei miglioramenti nella strategia aziendale con un’ottica di lungo termine data dall’orizzonte temporale proprio del piano (per le aziende quotate i regolamenti richiedono la copertura di un periodo di 3 esercizi);

- *Creare una guida per la gestione dell’attività aziendale*

Il contenuto del piano industriale relativo alle azioni da mettere in atto e le relative tempistiche permettono di avere sempre sotto controllo le scelte operative, consentendone un’immediata modifica qualora queste si dimostrassero insufficienti;

- *Sviluppare un utile processo di apprendimento*

La redazione del piano industriale implica di solito un progressivo affinamento e dunque l'elaborazione di successive versioni all'interno di un processo iterativo, consentendo così un maggiore vaglio critico da parte del management;

- *Preparare al confronto con il mercato finanziario*

La perfetta conoscenza della strategia aziendale da mettere in atto permette all'azienda, una volta entrata nel mercato, di spiegarla e motivarla adeguatamente evitando così che possibili fraintendimenti possano allontanare l'interesse degli stakeholders;

- *Migliorare la definizione del sistema di incentivazione aziendale*

Il piano industriale viene considerato un riferimento per il piano degli incentivi che possono essere concessi a seconda dell'andamento delle performance aziendali.

2.3 STRUTTURA TIPICA

2.3.1 REQUISITI MINIMI

Il piano industriale presentato dall'azienda deve soddisfare tre requisiti minimi affinché Borsa Italiana accetti l'ammissione a quotazione.

Essi sono: la sostenibilità finanziaria, la coerenza e l'attendibilità.

La verifica della *sostenibilità finanziaria* del piano industriale consiste nella valutazione della compatibilità del progetto strategico con il mantenimento di una struttura finanziaria sufficientemente equilibrata e con il contenimento del rischio complessivo aziendale entro livelli considerati accettabili.

Il requisito della *coerenza* è invece relativo all'esistenza di nessi causali tra le intenzioni strategiche, l'Action Plan, le ipotesi poste a fondamento delle proiezioni economico-finanziarie e i dati finanziari: non ci devono essere componenti dell'una che impediscano o non siano correlate con l'altra.

La coerenza deve poi essere presente anche tra le azioni che si intende mettere in atto per la realizzazione della strategia e la reale disponibilità di tutte le risorse necessarie; deve poi essere rispettata anche la tempistica con la quale si intende realizzare tutto ciò.

L'*attendibilità* di un piano industriale si basa sull'esistenza di ipotesi realistiche e giustificabili e su risultati attesi ragionevolmente conseguibili.

Un piano industriale viene considerato attendibile se risulta compatibile con diversi scenari.

Innanzitutto, ogni elemento deve essere in linea con le dinamiche del contesto competitivo nel quale l'azienda si trova ad operare; ci deve poi essere una relazione tra performance storiche e risultati di piano, nel senso che ogni obiettivo particolarmente ambizioso, rispetto a quello che è stato fino a quel momento l'andamento della società, deve essere motivato e credibile.

Deve poi essere garantita anche la visibilità dei dati previsionali, cioè deve essere chiara la probabilità che le proiezioni si verifichino.

Ciò ha maggiore rilevanza per le aziende che prospettano l'ingresso in nuovi mercati o il lancio di nuovi prodotti rispetto ad aziende che adotteranno azioni già intraprese in passato, di cui è già stato possibile vedere i risultati.

Infine, per aumentare il livello di attendibilità del piano industriale, deve essere messa in atto un'analisi di sensitività rispetto alle principali variabili qualitative e quantitative a cui si possono associare scenari diversi, ognuno con una propria probabilità di realizzazione.

2.3.2 CONTENUTI

Per quanto riguarda i contenuti del piano industriale, Borsa Italiana ha fornito uno schema standard di riferimento che, da un lato, permette alle aziende di avere una base da seguire per soddisfare i requisiti minimi richiesti dai regolamenti, dall'altro non preclude la possibilità di un adattamento dei contenuti a seconda delle specifiche esigenze comunicative della società, degli interlocutori e del contesto nel quale l'impresa opera.

Questo schema, frutto di un'analisi condotta da Borsa Italiana sui piani industriali presentati dalle aziende nei 5 anni precedenti la pubblicazione della guida, prevede la seguente struttura:

1. Executive Summary

1.1 Il progetto strategico proposto

1.2 Le principali azioni realizzative

- 1.3 Sintesi dei principali dati finanziari attesi
- 2. *La strategia realizzata***
 - 2.1 La strategia competitiva *corporate*
 - 2.2 La strategia competitiva delle singole SBU⁽²⁾
 - 2.3 Evoluzione dei principali dati finanziari storici per SBU
- 3. *Le intenzioni strategiche***
 - 3.1 Necessità e opportunità di un rinnovamento strategico
 - 3.2 Le intenzioni strategiche a livello corporate
 - 3.3 Le intenzioni strategiche a livello di SBU
- 4. *L'Action Plan***
 - 4.1 Azioni, tempistica, manager responsabili
 - 4.2 Impatto economico – finanziario delle azioni
 - 4.3 Investimenti e modalità di finanziamento
 - 4.4 Impatto organizzativo
 - 4.5 Condizioni e vincoli dell'implementazione
- 5. *Le ipotesi e i dati finanziari prospettici***
 - 5.1 Modello economico
 - 5.2 Le ipotesi alla base delle previsioni economico-patrimoniali-finanziarie
 - 5.3 I dati previsionali a confronto con i dati storici
 - 5.4 Le direttrici di analisi dei risultati gestionali
 - 5.5 Andamento dei key value driver
 - 5.6 Analisi di sensitività
 - 5.7 Aspetti critici da evidenziare

E' evidente la presenza all'interno del piano sia di elementi quantitativi che qualitativi, che non possono essere separati fra loro in quanto utili per una trattazione coerente e attendibile del progetto strategico.

Nella prima sezione, denominata Executive Summary, vengono presentati brevemente i contenuti dell'intero piano industriale, cioè il progetto strategico, l'Action Plan e i principali risultati attesi, cercando di metterne in evidenza i tratti caratterizzanti e distintivi che ne determinano la validità.

⁽²⁾ Coerentemente con quanto indicato nel QMTA, per Strategic Business Unit (SBU) si intende l'unità di un'impresa che ha la responsabilità di sviluppare la strategia in una specifica area d'Affari

La seconda sezione è invece dedicata alla strategia realizzata e consente all'azienda di confrontare i risultati ottenuti in passato con le azioni e le scelte strategiche messe in atto.

Si arriva così ad avere un'idea precisa della posizione economico-competitiva alla quale è giunta l'azienda e le leve gestionali (i cosiddetti key value driver e key performance indicator) che hanno maggiormente contribuito al suo raggiungimento.

Nella terza sezione vengono presentate in modo dettagliato le strategie che il management intende mettere in atto per la crescita dimensionale e competitiva dell'impresa.

Sulla base della strategia passata vengono messi in evidenza gli eventuali cambiamenti da apportare e i nuovi risultati che si cercherà di raggiungere.

Questi aspetti risultano particolarmente importanti per chiarire le modalità attraverso le quali l'azienda ha intenzione di creare la ricchezza che verrà messa a disposizione degli azionisti.

La sezione dedicata all'Action Plan comprende la descrizione delle azioni che verranno intraprese per la realizzazione delle intenzioni strategiche; oltre a ciò vengono chiariti gli impatti economico-finanziari del piano d'azione, i tempi necessari per l'implementazione, nonché gli investimenti necessari.

Data l'importanza di questa sezione, essa deve essere redatta in modo chiaro e dettagliato per dare concretezza e credibilità al progetto strategico e più in generale al piano industriale stesso.

La quinta ed ultima sezione è dedicata alle ipotesi e ai dati finanziari prospettici e costituisce un criterio fondamentale di valutazione del piano industriale.

I prospetti economico-patrimoniali-finanziari sono gli elementi quantitativi che in assoluto consentono la migliore comprensione e valutazione della strategia d'impresa e devono pertanto essere coerenti con tutte le altre sezioni del piano.

Un'altra fase molto importante è quella della formazione delle ipotesi relative ai key value driver e ai principali dati previsionali.

Solo in questo modo l'azienda può giustificare, una volta formulata la strategia e il relativo Action Plan, gli obiettivi che prevede di raggiungere.

L'elaborazione delle ipotesi di piano, risultato dell'analisi dei dati storici relativi agli ultimi tre esercizi, risulta cruciale per la pianificazione strategica, in quanto la qualità delle stime elaborate dipende dalla fondatezza delle assunzioni fatte.

Questo schema fornito da Borsa Italiana non deve assolutamente essere considerato vincolante, ma deve essere adottato come uno strumento flessibile e in grado di adattarsi a diverse realtà aziendali.

I diversi punti troveranno maggiore o minore spazio a seconda del messaggio che l'azienda intende diffondere e degli interlocutori ai quali esso si rivolge.

Inoltre, diverso sarà l'approccio alla stesura del piano da parte di un'azienda che intende continuare ad implementare la strategia passata, e che quindi dovrà solo chiarire lo stato del suo avanzamento, rispetto ad un'azienda che intende adottare un nuovo, e magari molto ambizioso, progetto strategico.

In quest'ultimo caso sarà necessario non solo spiegare le caratteristiche della nuova strategia e le azioni che saranno messe in atto per realizzarla, ma anche le motivazioni che hanno reso necessario il cambiamento del progetto strategico.

Lo scopo che Borsa Italiana ha tentato di raggiungere attraverso la pubblicazione di questa guida è quello di evitare la diffusione di piani disorganici e focalizzati solo su una parte dei contenuti essenziali.

Questo perché solo un piano industriale dettagliato e preciso consente di ottenere dei vantaggi sia all'interno dell'impresa, attraverso una maggiore conoscenza da parte del management delle azioni da realizzare, sia all'esterno, rendendo chiara quella che sarà l'evoluzione futura dell'attività e quindi attirando l'attenzione da parte degli stakeholders.

2.4 ELEMENTI CHE CONTRIBUISCONO ALLA VALIDITA' DEL PIANO

Tra tutti i documenti rilasciati da un'azienda al mercato dei capitali, sia per effetto di obblighi normativi sia per propria scelta, il piano industriale è quello che attira maggiormente l'attenzione degli stakeholders.

Questo perché la particolare attenzione rivolta al futuro dell'azienda, alla sua capacità di implementare una strategia in grado di accrescere il vantaggio competitivo, ma soprattutto la capacità di aumentare la ricchezza per gli azionisti, sono gli aspetti che più interessano coloro che decidono di investire le proprie risorse nell'azienda specifica.

In questo paragrafo verranno elencati alcuni elementi che possono contribuire alla creazione di un valido piano industriale; tali elementi si vanno ad aggiungere ai requisiti minimi imposti dai regolamenti del mercato ed elencati in precedenza.

Tale integrazione è possibile proprio in virtù del fatto che il piano industriale rientra nella categoria della comunicazione volontaria e quindi ogni azienda può scegliere autonomamente non solo struttura e contenuti ma anche modalità di trasmissione.

Per questo il piano industriale può rivelarsi un documento chiave nella pianificazione strategica dell'azienda.

Quelli che verranno elencati sono solo una parte degli elementi che possono incidere sulla qualità e sulla credibilità del piano industriale, ma, allo stesso tempo, sono degli elementi che, se adeguatamente considerati, possono avere un impatto significativo sulla reputazione dell'azienda nei mercati.

L'obiettivo dell'azienda è infatti quello di attrarre le risorse finanziarie necessarie per la propria attività e per la realizzazione della propria strategia.

Tra la letteratura analizzata relativa alle caratteristiche della comunicazione in grado di influenzare la reputazione nei mercati, particolarmente esaustiva ai fini della nostra analisi si è rivelata la ricerca condotta da Mazzola, Ravasi e Gabbioneta (2006).

In questo studio sono stati presi in esame i contenuti di 62 piani industriali presentati tra il 2001 e il 2004 alla comunità finanziaria da società quotate in Borsa.

Oltre ai contenuti sono state rintracciate anche altre informazioni che hanno permesso di distinguere tra caratteristiche in grado di influenzare positivamente o negativamente la valutazione e la reazione degli analisti finanziari e degli investitori.

La positiva o negativa influenza è stata dedotta da un'analisi sulla variazione del prezzo delle azioni registrata subito dopo la presentazione del piano.

Da quest'indagine è risultato che le caratteristiche in grado di modificare la percezione di analisti e investitori sono:

❖ *Presentazione chiara, dettagliata ed esaustiva della strategia, dell'Action Plan e dei risultati attesi*

Come già sottolineato nella descrizione dei requisiti minimi previsti dai regolamenti, il piano industriale deve essere redatto in modo approfondito e

coerente, consentendo così una chiara comprensione del futuro dell'azienda e della sostenibilità e adeguatezza della strategia adottata.

Questo assume maggiore importanza se si considerano il rischio e l'incertezza che caratterizzano i mercati finanziari e che rendono stime e previsioni già di per sé poco certe.

Tutto ciò può essere tenuto sotto controllo solo attraverso una completa descrizione delle ipotesi che hanno permesso al management la formulazione della strategia e la previsione dell'impatto che questa può avere sul futuro dell'azienda.

Un piano industriale ambiguo, con poche informazioni o con un debole nesso causale tra strategia, azioni e risultati attesi, può compromettere, a volte anche pesantemente, la credibilità dell'azienda nel mercato e causare un notevole abbassamento nel prezzo del titolo.

A tal proposito, Mazzola (2006) porta come esempio il caso di Telecom Italia, la compagnia telefonica che nel 1998 vide diminuire il prezzo delle proprie azioni del 25% a causa della presentazione di un piano industriale (relativo al triennio 1999-2001) ambiguo e con previsioni inconsistenti rispetto alla reale situazione aziendale.

La qualità dell'informazione trasmessa attraverso il piano industriale risulta fondamentale anche quando l'azienda si trova in una situazione di crisi.

In questi casi il contenuto dell'informazione deve essere tale da illustrare con chiarezza le difficoltà in cui l'azienda si trova, rassicurare gli interlocutori sulla consapevolezza da parte del management delle ragioni di crisi e cercare di ottenere appoggio per l'attuazione della strategia di risanamento.

❖ Coinvolgimento del top management nella stesura e nella presentazione del piano industriale

La partecipazione del top management al processo di comunicazione economica rappresenta un elemento chiave del successo dell'azienda nel mercato.

In particolare, da molti studi è emersa una stretta relazione tra la reputazione del management e la capacità di un'azienda di attrarre risorse finanziarie.

Un manager che nel corso della propria carriera lavorativa ha dimostrato notevoli capacità nella gestione di un'attività aziendale o nel risanamento di un'azienda in

crisi, gode di numerosi consensi all'interno del mercato e viene considerato affidabile e credibile.

Di conseguenza, tutte le azioni da lui approvate e le strategie presentate risultano più facilmente raggiungibili in virtù delle competenze e capacità dimostrate in occasioni precedenti.

La reputazione del manager va ad influire sulla percezione dell'azienda e del suo futuro da parte di coloro che operano sul mercato e può contribuire, in presenza di elevate qualità manageriali, ad un aumento del valore delle azioni.

A tal proposito, Mazzola (2006) evidenzia come il passaggio da un'azienda all'altra di un manager che gode di un'ampia reputazione possa comportare una variazione del valore delle rispettive azioni.

Questo accadde, per esempio, quando Corrado Passera divenne CEO (Chief Economic Officer) di Banca Intesa.

Nella sua precedente esperienza lavorativa a capo di Poste Italiane egli dimostrò un'elevata capacità di miglioramento dell'immagine e delle performance della compagnia tanto che il suo successivo arrivo nella direzione di Banca Intesa fu accolto con un sostanziale incremento del prezzo delle azioni dell'istituto bancario.

L'effetto della reputazione del top manager viene amplificato da un suo diretto coinvolgimento nella presentazione della comunicazione economica rivolta ad analisti ed investitori.

La presenza del top management in occasione della presentazione del piano industriale permette infatti agli analisti di avere un'illustrazione della strategia adottata e delle azioni da realizzare direttamente da colui che controlla e gestisce l'intera attività.

Infatti, proprio il management meglio di chiunque altro è in grado di illustrare i risultati ottenuti, di spiegare le ragioni degli stessi, di evidenziare la qualità del disegno strategico e di far percepire la credibilità del piano di azioni progettato (Mazzola, 2007).

Questo aspetto viene considerato talmente importante da portare molti analisti finanziari a lamentarsi della mancanza di partecipazione di molti managers agli incontri con la comunità finanziaria.

Rappresenta un'eccezione a tal proposito il già citato Corrado Passera, che nel Settembre 2002 partecipò personalmente alla presentazione del piano industriale relativo al triennio 2003-2005.

In seguito alla presentazione un analista finanziario asserì: *"L'impatto emotivo fu forte, dando l'impressione che il CEO è l'unico leader della banca, con la situazione sotto controllo e chiare idee in mente"*(Mazzola et al., 2006).

Concludendo, la partecipazione e il coinvolgimento del top management può costituire una garanzia riguardo la credibilità di quanto presentato attraverso il piano industriale.

❖ *Aggiornamenti periodici sullo stato di avanzamento della strategia presentata*

Un altro elemento in grado di incidere sulla credibilità del piano industriale è il periodico aggiornamento della strategia adottata; questo sia riguardo lo stato di avanzamento del progetto strategico già presentato, sia riguardo modifiche apportate ad esso.

In quest'ultimo caso si rivela indispensabile comunicare agli operatori del mercato le circostanze verificatesi nell'ambiente di riferimento che hanno portato a dei cambiamenti nella strategia e motivare l'adeguatezza delle nuove azioni da realizzare.

Solo in questo modo analisti e stakeholders possono percepire la reale attenzione che l'azienda rivolge alla pianificazione del futuro dell'attività e l'impegno profuso nel tentativo di apportare dei cambiamenti in grado di aumentare la ricchezza creata per gli azionisti.

2.5 CONCLUSIONI

L'azienda ha a disposizione una serie di strumenti per comunicare con i propri stakeholders: tra questi, il piano industriale è il documento più adatto per rendere nota la strategia d'impresa e le modalità di creazione del valore.

Infatti, il piano industriale presenta le strategie competitive che saranno messe in atto, i principali risultati attesi sul piano economico-finanziario e competitivo, le azioni che daranno seguito alle intenzioni strategiche presentate.

Questa profonda analisi della strategia aziendale si rivela utile sia all'interno che all'esterno dell'impresa: all'interno, in quanto permette al management di avere una chiara idea di quelle che saranno le azioni da mettere in atto per realizzare la strategia, all'esterno per attrarre l'attenzione degli stakeholders.

Infatti attraverso una chiara e trasparente descrizione del processo che porterà l'azienda alla creazione di valore sarà più facile ottenere consensi da parte del mercato finanziario.

Si è però visto, nel corso del capitolo, che ciò può avvenire solo attraverso una notevole attenzione nella redazione del documento e un diretto coinvolgimento dei vertici aziendali durante la sua presentazione alla comunità finanziaria.

Queste, assieme ad altre, sono le caratteristiche che permettono al piano industriale di essere considerato un elemento chiave nella pianificazione strategica dell'azienda.

Capitolo 3

Analisi empiriche sulle reazioni dei mercati finanziari

3.1 INTRODUZIONE

Il piano industriale viene considerato un documento fondamentale nel rapporto con gli stakeholders, soprattutto in virtù delle informazioni che esso fornisce riguardo la capacità di creazione di valore di un'azienda.

Un operatore del mercato dei capitali che decide di investire le proprie risorse nell'acquisizione di titoli di una società è soprattutto interessato al futuro dell'azienda e ai possibili rendimenti dei relativi titoli; a tale scopo risultano particolarmente rilevanti informazioni sulla situazione dell'azienda, sulle strategie che essa intende realizzare e sui risultati attesi.

Il piano industriale riesce a soddisfare pienamente queste esigenze informative, fornendo una visione prospettica dell'attività dell'azienda; per questo esso viene considerato uno tra i documenti che permettono di accrescere il consenso tra gli stakeholders.

L'obiettivo della nostra analisi è quello di verificare se il piano industriale può essere considerato un documento *price sensitive*.

Ricordiamo che con questo termine vengono indicati “gli annunci che le società quotate e i soggetti che le controllano devono diffondere in presenza di un'informativa privilegiata, cioè di una notizia non di pubblico dominio che riguarda la società quotata o il relativo gruppo e che un investitore ragionevole utilizzerebbe ai fini delle proprie decisioni di investimento in quanto idonea ad incidere sensibilmente sul prezzo degli strumenti finanziari” (Borsa Italiana, 2003).

La capacità di influenzare l'andamento dei corsi azionari dei titoli è una delle proprietà della comunicazione volontaria, la quale, attraverso l'ampliamento della quantità di informazioni immesse nel mercato, consente la riduzione delle asimmetrie informative tra investitori.

Nel corso di questo capitolo valuteremo se vi sia una relazione tra variazioni nel prezzo delle azioni (e di conseguenza nei rendimenti ad esse associati) e presentazione del piano industriale; andremo, in altre parole, a valutare se le informazioni contenute in questo documento possono essere considerate dei market movers.

Nello specifico, nel *paragrafo 3.2* verranno elencate le sette società che costituiscono il campione per l'analisi e saranno specificate le fonti utilizzate per il reperimento dei dati.

Nel *paragrafo 3.3* sarà presentata in linea generale l'analisi di intervento, cioè la tecnica utilizzata per valutare la presenza di un impatto generato dalla presentazione dei piani industriali.

Le caratteristiche specifiche delle metodologie utilizzate nell'analisi saranno invece presentate nel *paragrafo 3.4*, nel quale verrà fatto riferimento a tre tipologie di modelli.

Nel *paragrafo 3.5* saranno presentate le analisi condotte per ogni elemento del campione e i risultati ottenuti; nel *paragrafo 3.6* saranno invece tratte le conclusioni complessive per l'analisi.

3.2 LA FONTE ED IL REPERIMENTO DEI DATI

La nostra analisi sull'impatto immediato che la presentazione del piano industriale può avere sul prezzo delle azioni avrà come oggetto un campione di 7 società quotate alla Borsa Italiana.

L'unico requisito richiesto alle società per entrare a far parte del campione è stata la rintracciabilità della data di presentazione dei piani industriali, essenziale per valutare il corrispondente andamento del titolo nel giorno esatto; per il resto, la nostra scelta è stata casuale e non vincolata a nessun particolare criterio.

Il campione di aziende, appartenenti a settori economici diversi, risulta così composto:

1. ALLEANZA ASSICURAZIONI s.p.a. - settore assicurazioni
2. SOCIETÀ CATTOLICA DI ASSICURAZIONE - settore assicurazioni
3. FONDIARIA-SAI s.p.a. - settore assicurazioni
4. ASSICURAZIONI GENERALI s.p.a. - settore assicurazioni
5. ACEGAS APS s.p.a. - settore energia
6. BANCA INTESA s.p.a. - settore creditizio
7. CDC s.p.a. – settore informatico

La fonte della quale ci siamo avvalsi per recuperare i piani industriali delle società oggetto del campione è stata Internet; in particolare i documenti sono stati

scaricati dai websites delle aziende, solitamente nella sezione dedicata alle Investor Relations.

Tutto ciò a conferma del fatto che il sito Internet aziendale rappresenta un valido mezzo per una comunicazione tempestiva ed esauriente, caratteristiche essenziali soprattutto per le informazioni che possono influenzare l'andamento dei mercati finanziari.

Per ogni società oggetto del campione sono stati considerati i piani industriali presenti nei websites e provvisti di data di presentazione: i dati raccolti sono riassunti nella seguente tabella⁽¹⁾.

SOCIETA'	PIANO INDUSTRIALE	DATA DI PRESENTAZIONE
Alleanza Assicurazioni	Piano Strategico 2006-2008	Martedì 28/03/2006
Cattolica Assicurazioni	Piano Strategico 2008-2010 Piano d'Impresa 2005-2007 Piano Industriale 2003-2005	Lunedì 29/01/2008 Giovedì 27/01/2005 Giovedì 28/11/2002
Fondiaria-Sai	Business Plan 2006-2008 Piano Industriale 2003-2006	Martedì 11/04/2006 Giovedì 03/04/2003
Generali Assicurazioni	Piano Strategico 2007-2009 Piano Strategico 2006-2008 Piano Industriale 2003-2005	Venerdì 28/09/2007 Lunedì 06/03/2006 Martedì 22/01/2003
Acegas Aps	Piano Industriale 2008-2010 Piano Industriale 2005-2007 Piano Strategico 2002-2004	Mercoledì 25/06/2008 Giovedì 16/09/2004 Martedì 17/07/2001
Banca Intesa	Piano d'Impresa 2007-2009 Piano d'Impresa 2005-2007 Piano d'Impresa 2003-2005	Lunedì 16/04/2007 Mercoledì 13/07/2005 Lunedì 09/09/2002
Cdc	Piano Industriale 2009-2011 Piano Industriale 2008-2010 Piano Industriale 2007-2009 Piano Industriale 2006-2008	Venerdì 14/11/2008 Mercoledì 14/11/2007 Martedì 14/11/2006 Mercoledì 16/11/2005

⁽¹⁾ I diversi titoli che assumono questi documenti non implicano contenuti o finalità differenti, ma sono solo conseguenza dell'esistenza di diverse terminologie riferite tutte allo stesso documento.

	Piano Industriale 2005-2007	Martedì 26/10/2004
	Piano Industriale 2004-2006	Martedì 28/10/2003
	Piano Industriale 2003-2005	Mercoledì 06/11/2002

Dopo aver raccolto le informazioni sulle presentazioni dei piani industriali, si è resa necessaria la ricerca di una fonte attendibile e precisa per recuperare le quotazioni storiche dei titoli relativi alle società del campione.

La nostra scelta è ricaduta sul sito Internet Yahoo!Finance (www.yahoo.it), considerato da molti uno dei migliori siti “free” che consente non solo l’accesso allo storico delle quotazioni di un gran numero di titoli quotati nelle Borse mondiali, ma anche la possibilità di ottenere grafici, notizie ed approfondimenti di natura finanziaria.

Dai databases di Yahoo!Finance abbiamo inizialmente scaricato tutti i dati presenti alla voce quotazioni storiche, cioè prezzo di apertura, chiusura, minimo e massimo, volumi e prezzo di chiusura corretto per dividendi e split.

Tra tutti questi dati abbiamo utilizzato ai fini della nostra analisi solamente i prezzi di chiusura corretti per dividendi e split (Adjusted Close), eliminando così il rischio di confondere variazioni dei prezzi dovute alla presentazione del piano e variazioni causate da operazioni sul capitale della società.

Per quanto riguarda la frequenza delle osservazioni, nel nostro lavoro abbiamo utilizzato quotazioni giornaliere, in quanto l’obiettivo è quello di valutare la presenza di effetti esattamente nella data di presentazione dei piani.

Nei databases di Yahoo!Finance le serie storiche dei prezzi dei titoli non sono costituite dallo stesso numero di osservazioni: cioè la data di partenza delle quotazioni disponibili può variare da titolo a titolo.

Ai fini della nostra analisi, per ogni società abbiamo scaricato l’intera serie presente su Yahoo!Finance, in modo da avere a disposizione il maggior numero di osservazioni sia precedenti che successive alla presentazione del piano industriale.

Nella tabella seguente verrà specificato per ogni elemento del campione la data del primo e dell’ultimo dato disponibile relativamente alle quotazioni dei titoli e il numero complessivo delle osservazioni.

SOCIETA'	DA	A	N. OSSERVAZIONI
Alleanza Assicurazioni	01/01/2003	20/05/2009	1655
Cattolica Assicurazioni	20/11/2000	22/05/2009	2187
Fondiarria-Sai	01/01/2003	20/05/2009	1655
Generali Assicurazioni	01/01/2003	20/05/2009	1655
Acegas Aps	28/02/2001	20/05/2009	2113
Banca Intesa	03/01/2000	22/05/2009	2441
Cdc	06/07/2000	20/05/2009	2282

Ottenuti i dati relativi alle quotazioni storiche dei titoli del campione, da essi abbiamo ricavato le serie storiche dei rendimenti, ossia delle variazioni dei prezzi tra il giorno presente e quello precedente.

Esistono due formulazioni per i rendimenti:

- Rendimenti semplici $r_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$ utilizzati soprattutto nelle analisi effettuate da banche e istituzioni finanziarie;
- Rendimenti logaritmici $r_t = \log(P_t) - \log(P_{t-1})$ utilizzati soprattutto a fini di ricerca.

Nella nostra analisi utilizzeremo i rendimenti logaritmici.

Prima di presentare dettagliatamente l'analisi condotta e le conclusioni ottenute per ogni elemento del campione, verrà illustrata in linea generale la tecnica propria delle serie storiche utilizzata per verificare l'esistenza di un impatto sulla serie dei rendimenti dovuto alla presentazione dei piani industriali.

3.3 ANALISI DI INTERVENTO (INTERVENTION ANALYSIS)

L'andamento di una serie storica può essere talvolta influenzato da un intervento esterno, dove per intervento si intende l'azione di un qualsiasi fenomeno che ad un dato periodo T (o da un dato periodo T) influenza la serie stessa.

Esempi di simili interventi possono essere l'effetto di una campagna pubblicitaria sulla serie storica delle vendite di un certo prodotto, i risultati di un provvedimento contro l'inquinamento da gas di scarico sulla serie storica della

quantità di ozono presente nell'aria (Box e Tiao, 1975), l'impatto dell'embargo petrolifero arabo sulla serie storica dei consumi di energia (Montgomery e Weatherby, 1980), l'impatto di un blackout elettrico sulla serie storica delle nascite e molti altri.

Per valutare l'effetto di questi fenomeni, che non fanno parte della dinamica intrinseca della serie storica, Box e Tiao nel 1975 svilupparono l'analisi di intervento.

Ciò che differenzia l'analisi di intervento dalle procedure più generali di identificazione e stima degli outliers è la conoscenza a priori della posizione e della natura dei valori anomali.

Questi fenomeni, che vanno ad influenzare la dinamica di base della serie, possono essere più o meno evidenti e gli effetti possono rivelarsi più o meno improvvisi e duraturi nel tempo.

L'analisi di intervento può essere effettuata per isolare o eliminare l'effetto creato migliorando la destagionalizzazione e la modellazione della serie, oppure, ed è questo il nostro caso, per verificare il tipo di effetto e per interpretarlo.

Questa tecnica consiste nel considerare la serie storica come il risultato della sovrapposizione di due meccanismi, uno di tipo stocastico e uno di tipo deterministico, secondo il modello di regressione:

$$Y_t = f(I_t) + Z_t$$

dove Y_t = serie osservata

Z_t = modella il comportamento di tipo stocastico

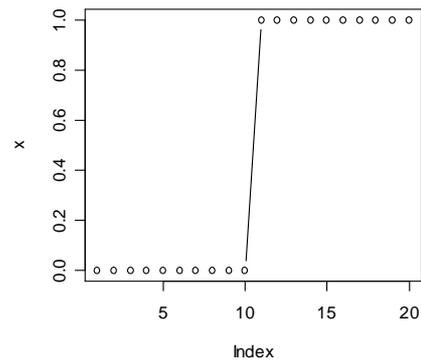
$f(I_t)$ = funzione di una variabile dummy I che indica la presenza o l'assenza dell'intervento (componente deterministica)

Si supponga che l'intervento si verifichi al tempo (noto) t^* .

I_t , variabile indicatore detta variabile d'intervento, assume solo valori nulli o unitari e può configurare l'intervento in due modi:

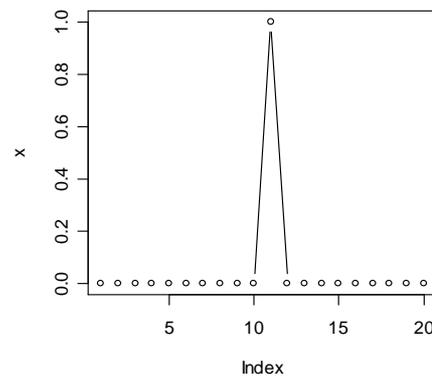
- Attraverso una funzione gradino (*step function*), che assume valore unitario dall'istante dell'intervento in poi e valore nullo altrove.

$$f(\mathbf{I}_t) = S_t(t^*) = \begin{cases} 0 & t < t^* \\ 1 & t \geq t^* \end{cases}$$



- Attraverso una funzione impulso (*pulse function*), che assume valore unitario nell'istante dell'intervento e valore nullo altrove.

$$f(\mathbf{I}_t) = P_t(t^*) = \begin{cases} 0 & t \neq t^* \\ 1 & t = t^* \end{cases}$$



Tra le due funzioni sussiste la seguente relazione:

$$P_t(t^*) = (1-B) S_t(t^*) = S_t(t^*) - S_{t-1}(t^*)$$

perciò un modello di intervento può essere ben rappresentato sia da una funzione gradino che da una funzione impulso.

L'impatto generato da un particolare evento può essere di diversi tipi; i più comuni sono:

- Impatto brusco e monoperiodale
- Impatto brusco e permanente
- Impatto brusco e temporaneo
- Impatto graduale e permanente

Vediamo ora nel dettaglio i modelli associati ad ogni particolare tipologia di impatto.

- Impatto brusco e monoperiodale

In questo caso l'intervento produce un impatto immediato che dura un solo periodo.

Un esempio di eventi che possono avere questo tipo di impatto sono le voci in Borsa.

Il modello per l'intervento è:

$$f(I_t) = \omega P_t(t^*) = \omega(1-B) S_t(t^*)$$

dove ω indica l'intensità dell'effetto, positivo (se $\omega > 0$) o negativo (se $\omega < 0$)

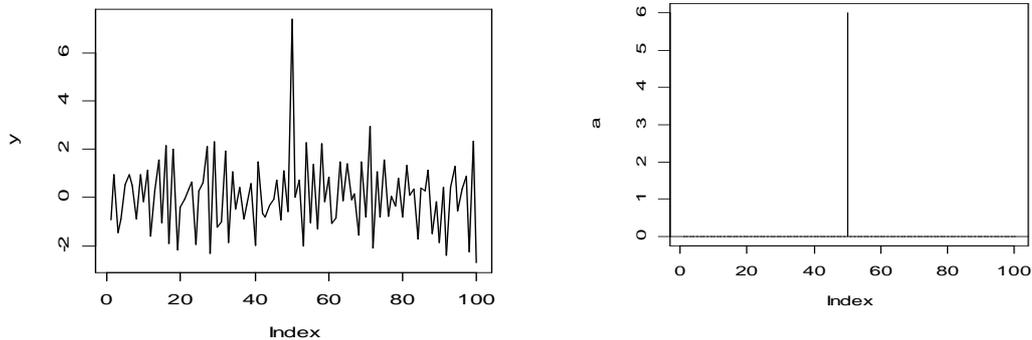


Figura 4 Simulazione di impatto brusco e monoperiodale e relativa funzione d'intervento

- Impatto brusco e permanente

In questo caso l'intervento produce un impatto immediato che dura per sempre.

Esempi di eventi che possono avere questo tipo di impatto sono le operazioni finanziarie, ad esempio gli split.

In questo caso il modello è:

$$f(I_t) = \omega S_t(t^*)$$

dove ω indica l'intensità dell'effetto.

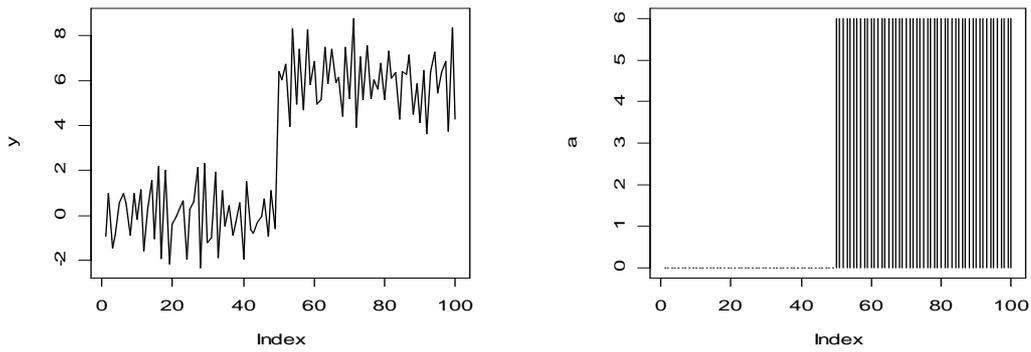


Figura 5 Simulazione di impatto brusco e permanente e relativa funzione d'intervento

- Impatto brusco e temporaneo

L'intervento produce un impatto che dura per più periodi ma con un effetto che va via via smorzandosi.

Un esempio può essere l'introduzione della patente a punti per limitare il numero degli incidenti stradali.

Il modello in questi casi è:

$$f(I_t) = \frac{\omega}{(1-\delta B)} P_t(t^*) = \frac{\omega}{(1-\delta B)} (1-B) S_t(t^*)$$

con ω = impatto iniziale

δ = tasso di estinzione dell'effetto ($0 \leq |\delta| \leq 1$)

Se $\delta = 0$ si ritorna al caso di un impatto improvviso e monopériodale

Se $\delta = 1$ si ritorna al caso di un impatto improvviso e permanente

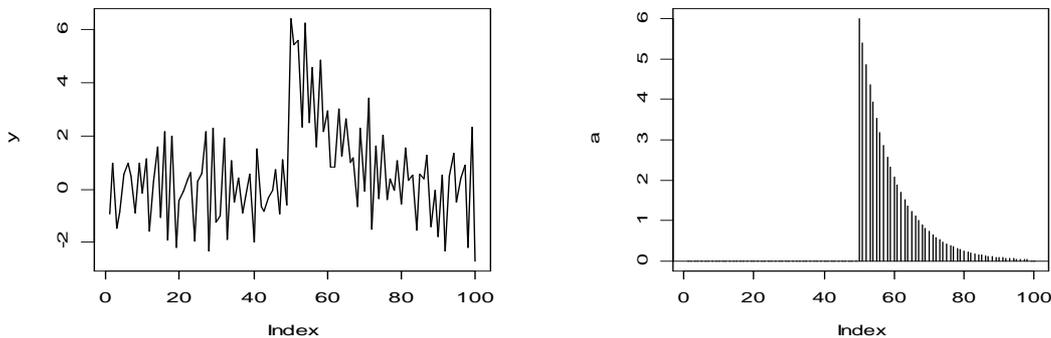


Figura 6 Simulazione di impatto brusco e temporaneo e relativa funzione d'intervento

- Impatto graduale e permanente

Produce un impatto che aumenta gradatamente fino a raggiungere un livello finale che si mantiene costante.

Un esempio può essere un programma di sensibilizzazione.

Il corrispondente modello è:

$$f(I_t) = \frac{\omega}{(1-\delta B)} S_t(t^*) = \omega S_t(t^*) + \omega \delta S_{t-1}(t^*) + \omega \delta^2 S_{t-2}(t^*) + \dots$$

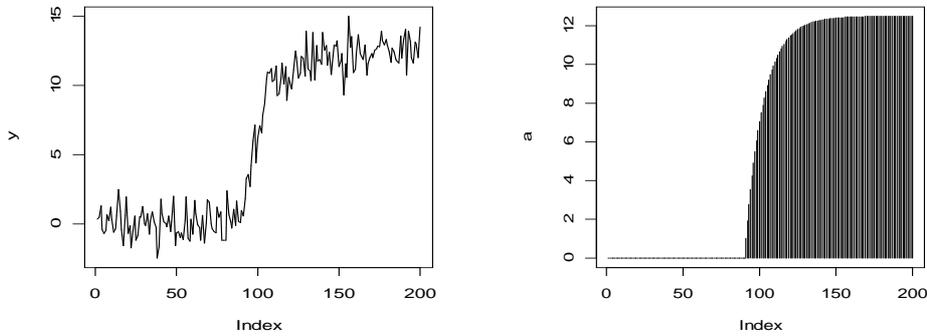


Figura 7 Simulazione di impatto graduale ma permanente e relativa funzione d'intervento

Finora abbiamo considerato casi nei quali l'impatto è riscontrabile immediatamente dopo l'evento che l'ha causato; l'effetto dell'intervento può però anche farsi sentire dopo k periodi di tempo.

In questo caso la componente deterministica è data da:

$$f(I_t) = \omega B^k P_t(t^*)$$

$$\text{con } B^k P_t(t^*) = P_{t-k}(t^*) = \begin{cases} 0 & t-k \neq t^* \\ 1 & t-k = t^* \end{cases} = \begin{cases} 0 & t \neq t^* + k \\ 1 & t = t^* + k \end{cases}$$

Oltre alle quattro tipologie d'impatto presentate e alla possibilità di effetto dopo k periodi dall'evento, esistono vari altri tipi di impatto a seconda del fenomeno considerato; per esempio, l'effetto di un intervento potrebbe essere spiegato dalla combinazione dei diversi impatti precedentemente illustrati.

3.4 METODOLOGIE UTILIZZATE

Per valutare la presenza e le caratteristiche dell'impatto che la presentazione alla comunità finanziaria del piano industriale può generare sulla serie storica dei rendimenti dei titoli azionari, abbiamo preliminarmente scelto la forma della variabile d'intervento.

Data l'importanza e l'attenzione che gli stakeholders rivolgono verso questo documento, ipotizziamo che l'impatto nel mercato finanziario sia immediato ed abbia una breve durata, presumibilmente monopériodale.

Di conseguenza, tra i modelli d'intervento presentati nel precedente paragrafo, il piú appropriato sembra essere quello relativo ad un impatto brusco e monopériodale, ossia:

$$Y_t = f(I_t) + Z_t$$

con componente deterministica $f(I_t) = \omega P_t(t^*)$

dove ω indica l'intensità dell'effetto ($\omega > 0$ effetto positivo

$\omega < 0$ effetto negativo)

$P_t(t^*)$ rappresenta la funzione impulso, che assume valore unitario nel giorno di presentazione del piano industriale e valore nullo altrove

$$P_t(t^*) = \begin{cases} 0 & t \neq t^* \\ 1 & t = t^* \end{cases}$$

e Z_t componente stocastica, che assume forme particolari a seconda delle caratteristiche della serie.

Per poter effettuare l'analisi di intervento è necessario verificare preliminarmente l'assenza di correlazione nella serie pre-intervento, cioè nella serie storica che va dalla prima osservazione disponibile fino all'istante precedente l'evento da analizzare.

Dall'analisi effettuata per ognuna delle serie storiche utilizzate in questo lavoro si è avuta la conferma che $\{\varepsilon_t\}$ è un processo white noise, cioè a componenti incorrelate.

Nella nostra analisi abbiamo utilizzato i tre modelli seguenti:

1. $Y_t = \omega P_t(t^*) + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim \text{WN}(0; \sigma^2)$
2. $Y_t = \omega P_t(t^*) + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim \text{GARCH}(m; s)$
3. $Y_t = \omega P_t(t^*) + \beta m_t + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim \text{GARCH}(m; s)$

Nei prossimi sottoparagrafi verranno specificate le caratteristiche assunte dal modello d'intervento nei tre casi e le ragioni che ci hanno portato a considerare queste diverse tipologie di modelli.

3.4.1 MODELLO LINEARE SEMPLICE

Se nel modello d'intervento $Y_t = f(\mathbf{I}) + Z_t$ si pone $Z_t = \varepsilon_t \sim \text{WN}(0; \sigma^2)$ e $f(\mathbf{I}) = \omega P_t(t^*)$, si ottiene il seguente modello lineare semplice

$$Y_t = \omega P_t(t^*) + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim \text{WN}(0; \sigma^2)$$

che in notazione matriciale assume la forma

$$\begin{bmatrix} y_1 \\ y_2 \\ \dots \\ \dots \\ y_{t^*-1} \\ y_{t^*} \\ y_{t^*+1} \\ \dots \\ \dots \\ y_n \end{bmatrix} = \omega \begin{bmatrix} 0 \\ 0 \\ \dots \\ \dots \\ 0 \\ 1 \\ 0 \\ \dots \\ \dots \\ 0 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \dots \\ \dots \\ \varepsilon_{t^*-1} \\ \varepsilon_{t^*} \\ \varepsilon_{t^*+1} \\ \dots \\ \dots \\ \varepsilon_n \end{bmatrix}$$

Con y = serie storica dei rendimenti

n = numero di osservazioni della serie storica

t^* = data di presentazione del piano industriale

L'effetto è rappresentato da ω e può essere stimato mediante il metodo dei minimi quadrati direttamente sulla serie y , ottenendo:

$$\hat{\omega} = \frac{\sum_{t=1}^n y_t P_t(t^*)}{\sum_{t=1}^n y_t^2}$$

3.4.2 MODELLI CON COMPONENTE GARCH

L'esigenza di attribuire alla componente stocastica Z_t una diversa distribuzione rispetto a quella illustrata nel precedente sottoparagrafo nasce dal fatto che le serie storiche utilizzate nell'analisi sono quelle dei rendimenti dei titoli.

Le serie storiche dei rendimenti di un'attività finanziaria presentano infatti caratteristiche statistiche particolari, per le quali sono state introdotte specifiche categorie di modelli.

I rendimenti di un'attività finanziaria sono generalmente incorrelati (o caratterizzati da una debole dipendenza seriale a ritardi piccoli) ma non indipendenti.

In particolare questa dipendenza si manifesta nei momenti secondi dei rendimenti che, condizionatamente all'informazione disponibile, variano rispetto a t .

Pertanto un modello omoschedastico, cioè a varianza condizionata costante, risulta inadatto.

E' stato così applicato un modello eteroschedastico, cioè a varianza condizionata variabile:

$$r_t = \mu + a_t$$

con a_t = shock o innovazione del rendimento corretto per la media

$$\mu = E(r_t / \mathbf{I}_{t-1}) \text{ equazione per la media condizionata dei rendimenti}$$

$$\sigma_t^2 = \text{var}(a_t / \mathbf{I}_{t-1}) \text{ equazione per la volatilità dei rendimenti}$$

Specificando opportunamente l'equazione che descrive l'evoluzione della varianza condizionata σ_t^2 si ottengono vari elementi della classe dei modelli Garch.

L'idea alla base di un modello Garch è che il rendimento (corretto per la media) a_t sia serialmente incorrelato ma non indipendente e che la varianza condizionata dipenda dai quadrati degli errori passati e dai propri ritardi.

Un modello Garch(m,s) per a_t è dato da:

$$a_t = \sigma_t \varepsilon_t$$

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_i a_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^s \beta_j \sigma_{t-j}^2$$

dove $\{\varepsilon_t\}$ è una sequenza di v.c. IID(0,1), eventualmente con distribuzione normale,

$$\alpha_0 > 0, \alpha_i \geq 0, \beta_j \geq 0 \text{ e } \sum_{i=1}^{\max(m,s)} (\alpha_i + \beta_j) < 1 \text{ per garantire la stazionarietà di } a_t.$$

1. Il primo modello utilizzato considerando la componente Garch è del tipo:

$$Y_t = \omega P_t(t^*) + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim \text{GARCH}(m;s)$$

dove ω indica l'effetto generato dalla presentazione dei piani industriali.

I modelli Garch utilizzati sono di basso ordine, nello specifico Garch(1,1), Garch(1,2) e Garch(2,1).

2. Il secondo modello con componente Garch utilizzato considera anche l'andamento del mercato ed è del tipo:

$$Y_t = \omega P_t(t^*) + \beta m_t + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim \text{GARCH}(m;s)$$

Rispetto al modello precedente è stata aggiunta come variabile esplicativa m_t , che rappresenta l'andamento del mercato finanziario italiano.

Tutte le società del campione appartengono al Mibtel, cioè all'indice delle principali azioni quotate alla Borsa Italiana; abbiamo quindi utilizzato la serie storica dei prezzi (dalla quale si è ricavata la serie dei rendimenti) di questo indice per rappresentare l'andamento del mercato azionario italiano.

3.5 ANALISI DELLE PRESENTAZIONI DEI PIANI INDUSTRIALI

In questo paragrafo verranno presentati per le 7 società oggetto del campione i risultati ottenuti utilizzando i dati e le metodologie discusse in precedenza.

Ricordiamo che lo scopo dell'analisi è quello di valutare se e come la presentazione dei piani industriali da parte delle aziende ha avuto un impatto sulla serie storica dei rendimenti dei titoli.

L'attenzione sarà quindi rivolta esclusivamente all'effetto generato dalla presentazione dei piani industriali, mentre non verranno considerati gli effetti specifici legati ad altri fattori, quali ad esempio i contenuti del piano o la reputazione del manager che ha presentato il documento alla comunità finanziaria. Nell'analizzare esclusivamente l'effetto presentazione del piano industriale si è posta come ipotesi l'uguaglianza dell'impatto di ogni singola presentazione.

Questo significa, per esempio, che se un'azienda ha presentato tre piani industriali, nelle date t_1 t_2 t_3 rispettivamente, il modello applicato è del tipo

$$Y_t = \omega P_t(t_1) + \omega P_t(t_2) + \omega P_t(t_3) + \beta m_t + \varepsilon_t$$

con ω = effetto costante per ogni presentazione.

Per ogni elemento del campione verrà preliminarmente fatta un'analisi dei grafici delle serie dei prezzi e dei rendimenti per valutare se già da essi sia evidente una variazione significativa nell'andamento della serie nel giorno della presentazione del piano.

Saranno successivamente mostrati i risultati ottenuti dall'implementazione sia del modello lineare semplice sia dei modelli con componente Garch.

In particolare, dall'output dei modelli saranno estrapolati i valori stimati $\hat{\omega}$ ed i relativi p-values, per valutare la significatività dell'impatto.

Come sottolineato nel precedente paragrafo, l'applicazione del modello lineare semplice $Y_t = \omega P_t(t^*) + \varepsilon_t$ con $\varepsilon_t \sim WN(0;\sigma^2)$ è una scelta sbagliata, dato che i rendimenti di un'attività finanziaria presentano eteroschedasticità.

Saranno comunque riportati anche i risultati ottenuti con questo modello, esclusivamente per mostrare quello che è stato il punto di partenza dell'analisi.

Nell'ultima parte di questo paragrafo saranno presentati i risultati ottenuti utilizzando la seconda tipologia di modello con componente Garch, cioè il modello che considera anche l'andamento del mercato.

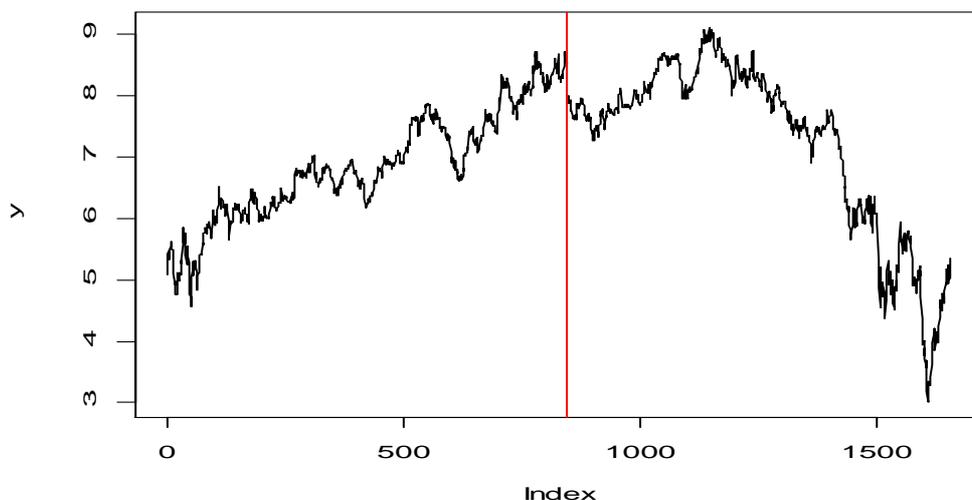
Da questi risultati saranno tratte le conclusioni sull'intera analisi condotta.

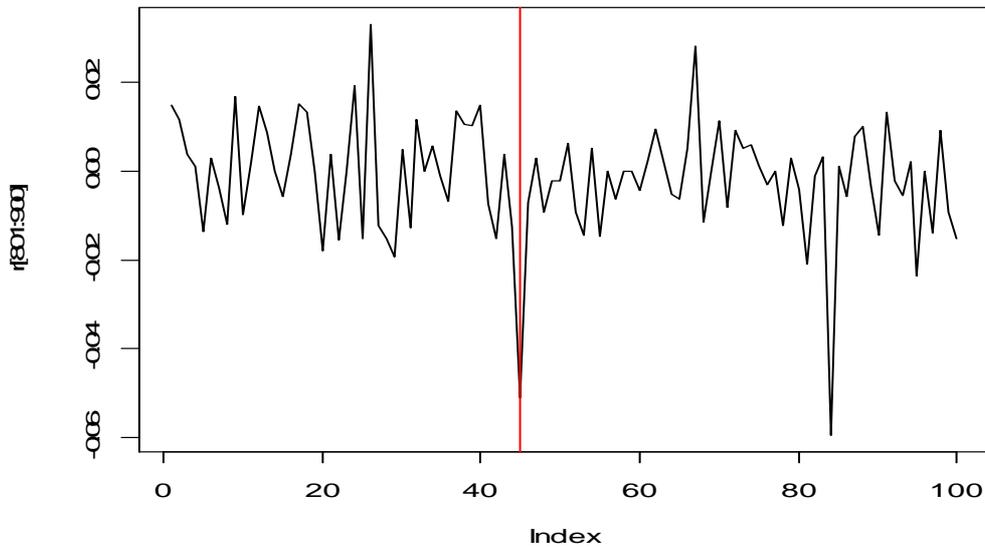
3.5.1 IL CASO ALLEANZA ASSICURAZIONI

Nel sito web di Alleanza Assicurazioni (www.alleanza.it) è presente un unico piano industriale presentato alla comunità finanziaria Martedì 28 Marzo 2006 e riferito al triennio 2006-2008.

Di seguito sono riportati i grafici delle serie dei prezzi e dei rendimenti con evidenziata la data di presentazione del piano industriale:

— Piano Strategico 2006-2008





Dal grafico della serie dei prezzi si vede che nel giorno della presentazione del piano industriale il prezzo delle azioni di Alleanza è diminuito; ciò è evidente anche dal grafico della serie dei rendimenti, nel quale si nota un picco negativo pari al 5,1% in valore assoluto.

Il valore stimato per il coefficiente di regressione, $\hat{\omega}$, e il corrispondente p-value sono:

- utilizzando un modello lineare semplice: $\hat{\omega} = -0.051$ p-value = 0.002

- utilizzando un modello con componente Garch(1,1):

----- Stime dei parametri -----				
	Value	Std.Error	t value	Pr(> t)
ω	-0.051	0.7496	-0.00068	0.499

Un p-value pari a 0.499 porta all'accettazione dell'ipotesi nulla di uguaglianza a zero del coefficiente ω , considerando un livello di significatività del 5%.

In questo caso la presentazione del piano industriale sembra quindi non aver avuto un impatto significativo sulla serie dei prezzi (e quindi dei rendimenti) del titolo Alleanza.

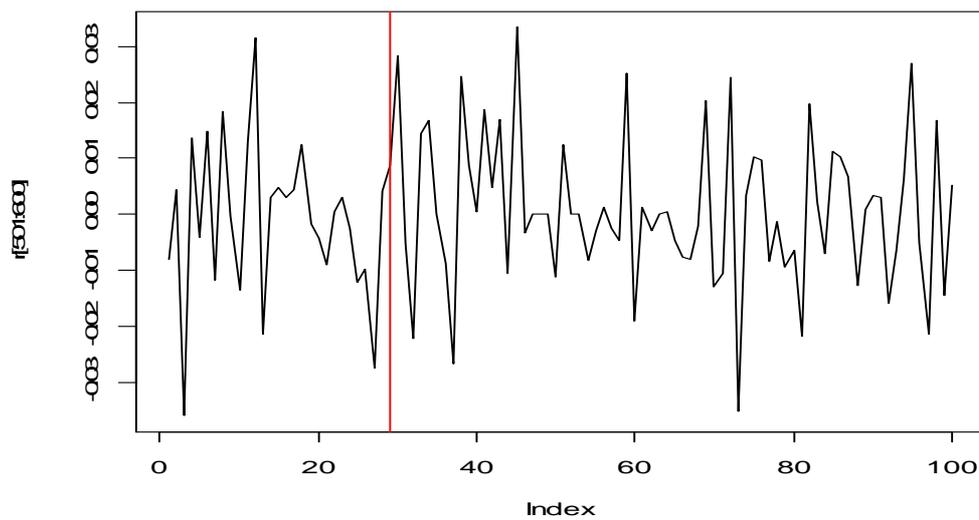
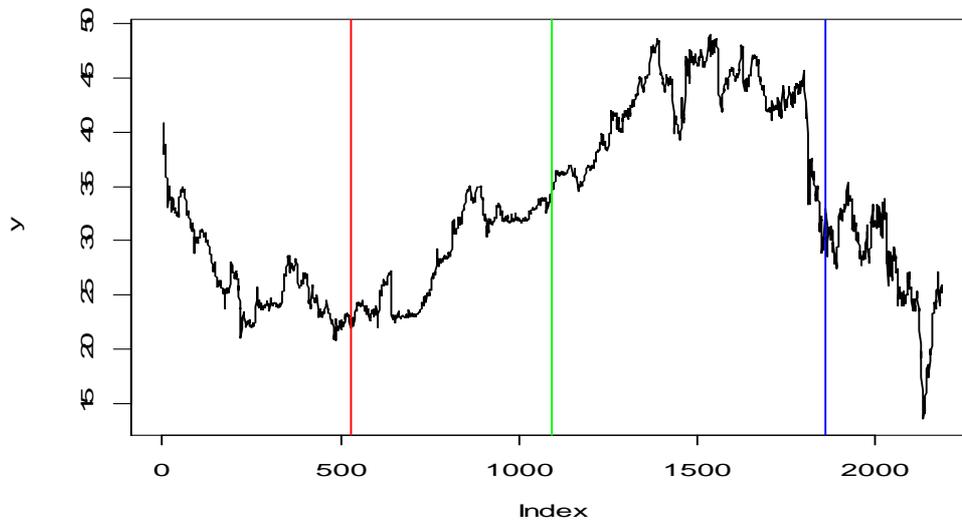
3.5.2 IL CASO CATTOLICA ASSICURAZIONI

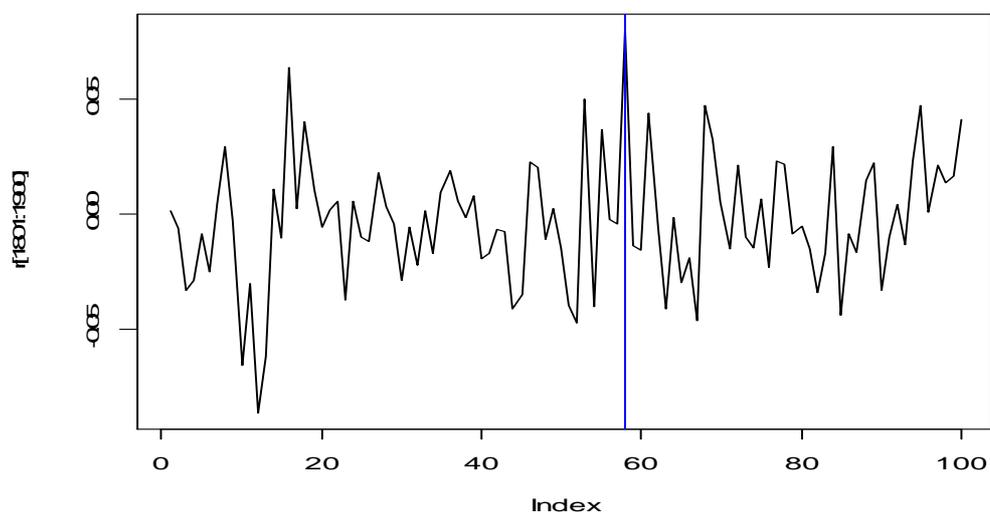
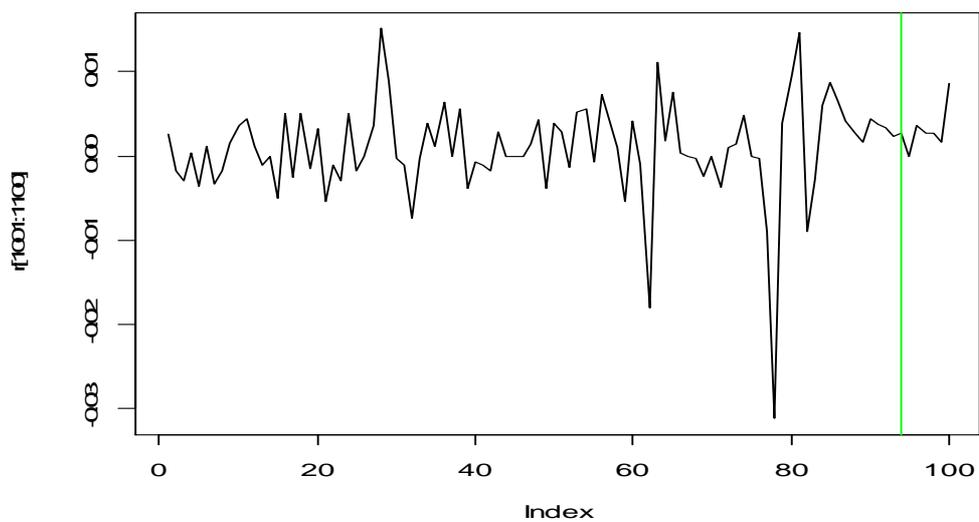
I piani industriali presenti nel sito internet di Cattolica Assicurazioni (www.cattolica.it) sono tre: il primo presentato alla comunità finanziaria Giovedì

28 Novembre 2002 e relativo al triennio 2003-2005, il secondo presentato Giovedì 27 Gennaio 2005 per il triennio 2005-2007 e il terzo presentato Lunedì 29 Gennaio 2008 e riferito al triennio 2008-2010.

Di seguito sono riportati i grafici delle serie dei prezzi e dei rendimenti del titolo con evidenziate le date di presentazione dei piani industriali.

- Piano Industriale 2003-2005
- Piano d'Impresa 2005-2007
- Piano Strategico 2008-2010





Dai grafici della serie dei rendimenti si nota come nei giorni delle prime due presentazioni dei piani industriali non vi siano state grosse variazioni nell'andamento della serie; più evidente è invece la variazione positiva dell'8% riscontrata nel giorno di presentazione del terzo piano industriale.

Il valore stimato per il coefficiente di regressione, $\hat{\omega}$, e il corrispondente p-value sono:

- utilizzando un modello lineare semplice $\hat{\omega} = 0.03$ p-value = 0.0015
- utilizzando un modello con componente Garch(1,1)

----- Stime dei parametri -----
 Value Std.Error t value Pr(>|t|)

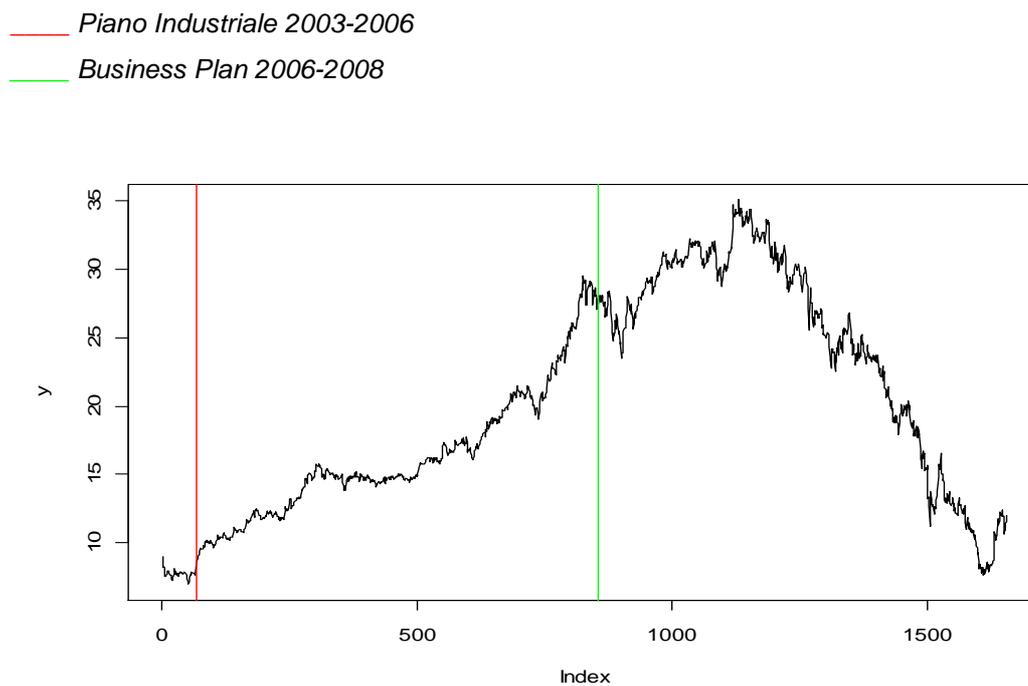
ω 0.0056 0.0097 0.576 0.28

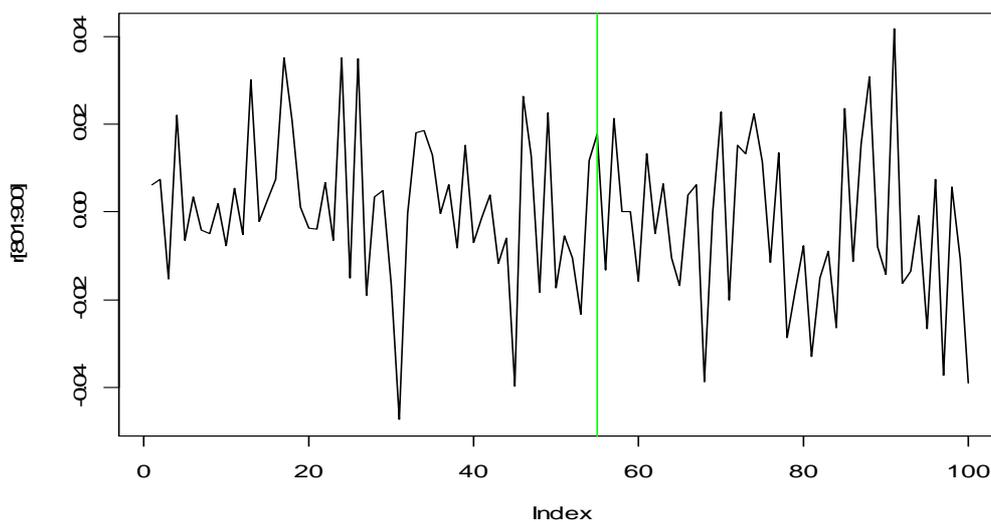
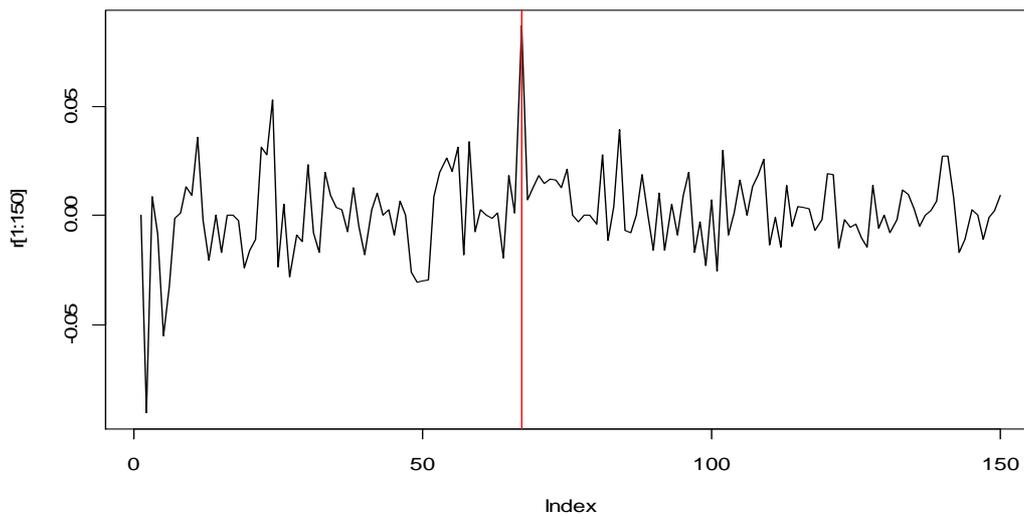
Un p-value pari a 0.28 porta all'accettazione dell'ipotesi di nullità del coefficiente ω : questo significa che la presentazione dei piani industriali non ha avuto un impatto significativo sulla serie dei prezzi del titolo.

3.5.3 IL CASO FONDIARIA-SAI

Nel sito internet aziendale www.fondiarria-sai.it sono stati pubblicati due piani industriali: il primo presentato Giovedì 03 Aprile 2003 e riferito al triennio 2003-2006 e il secondo presentato Martedì 11 Aprile 2006 relativamente al triennio 2006-2008.

Di seguito sono mostrati i grafici delle serie dei prezzi e dei rendimenti del titolo:





Dai grafici delle serie dei prezzi e dei rendimenti relativi al giorno di presentazione del primo piano industriale preso in considerazione, si vede che il prezzo delle azioni ha subito un aumento pari all' 8,69%.

Nel giorno di presentazione del secondo piano industriale non sembrano invece essersi verificati significativi cambiamenti nell'andamento della serie storica, almeno da questa preliminare analisi grafica.

Il valore stimato per il coefficiente di regressione, $\hat{\omega}$, e il corrispondente p-value sono:

- utilizzando un modello lineare semplice $\hat{\omega} = 0.052$ p-value= 0.0002
- utilizzando un modello con componente Garch(1,1)

----- Stime dei parametri -----				
	Value	Std.Error	t value	Pr(> t)
ω	0.0536	0.00655	8.179	2.22e-016

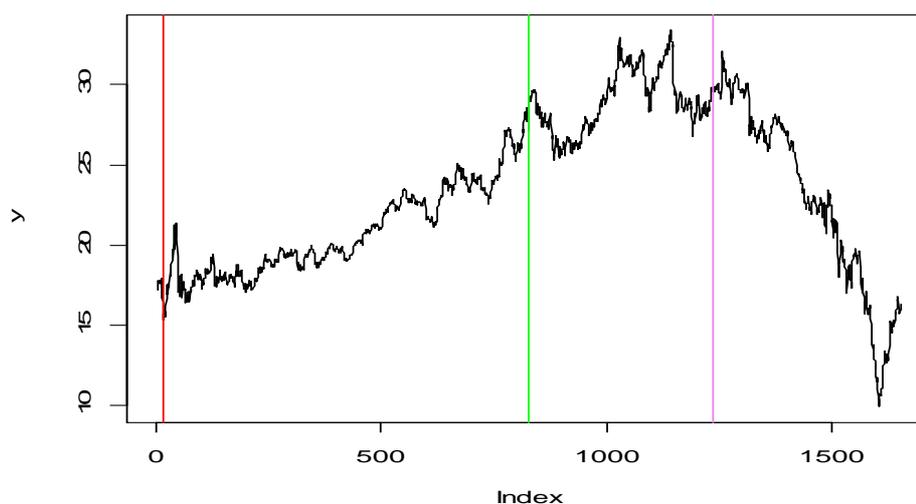
Il valore molto basso del p-value ($2,22e^{-16}$) porta al rifiuto dell'ipotesi di nullità del coefficiente ω ; in particolare, il valore stimato $\hat{\omega}=0,0536$ mette in evidenza che l'impatto dovuto alla presentazione dei due piani industriali è stato positivo e ha portato ad un aumento del 5,36% nel valore delle azioni di Fondiaria-Sai.

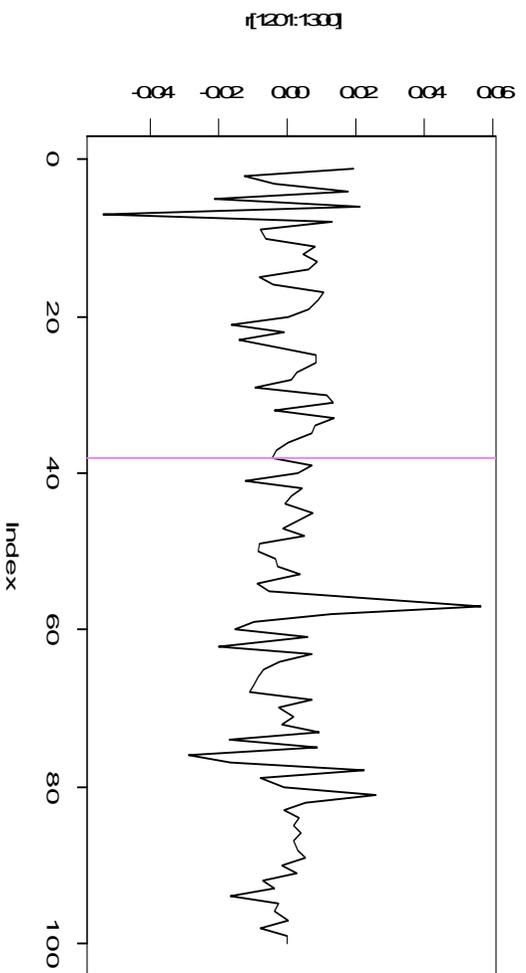
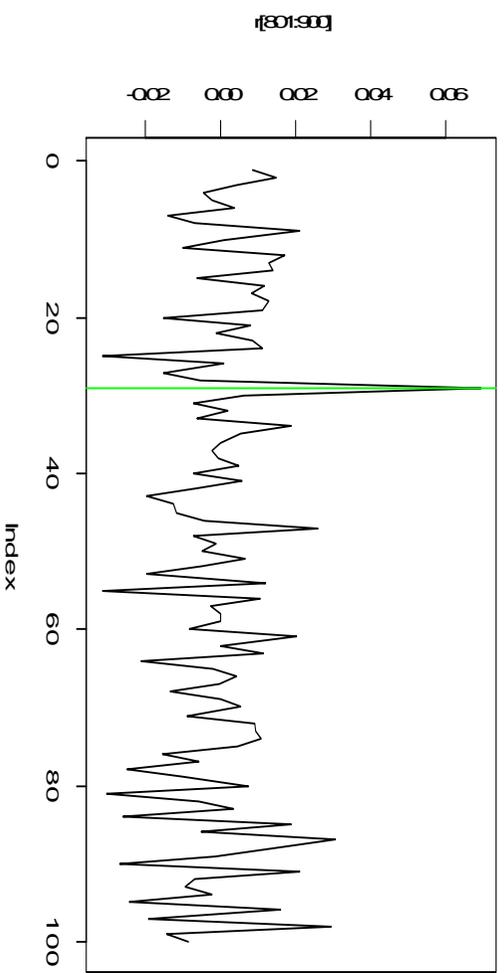
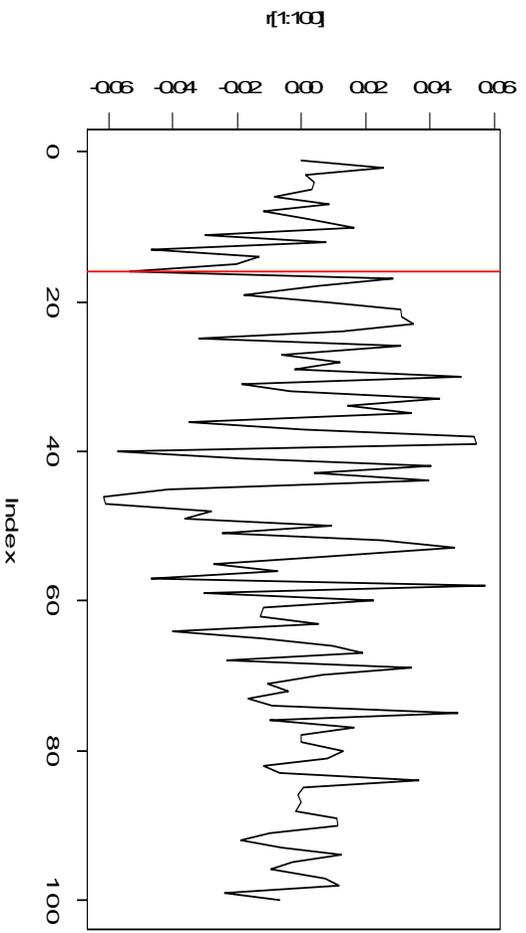
3.5.4 IL CASO GENERALI ASSICURAZIONI

I piani industriali considerati per Generali Assicurazioni sono tre: il primo presentato Martedì 22 Gennaio 2003 e relativo al triennio 2003-2005, il secondo reso pubblico Lunedì 06 Marzo 2006 per il triennio 2006-2008, il terzo, che costituisce solo un aggiornamento del precedente, presentato Venerdì 28 Settembre 2007 e relativo al triennio 2007-2009.

I grafici delle serie dei prezzi e dei rendimenti sono riportati di seguito:

- *Piano Industriale 2003-2005*
- *Piano Strategico 2006-2008*
- *Piano Strategico 2007-2009*





Nel giorno della presentazione del primo piano industriale il titolo Generali è stato caratterizzato da una perdita di valore del 5,34%; nella data di presentazione del secondo piano industriale si è invece registrato un aumento del 6,94%, come evidenziato dal grafico della serie dei rendimenti.

Dai grafici relativi alla terza presentazione non si hanno invece evidenze di particolari variazioni.

I valori del coefficiente di regressione stimato, $\hat{\omega}$, con relativo p-value sono:

- utilizzando un modello lineare semplice $\hat{\omega} = 0.003855$ p-value = 0.658

- utilizzando un modello con componente Garch(1,1)

	----- Stime dei parametri -----			
	Value	Std.Error	t value	Pr(> t)
ω	0.0112	0.0026	4.299	9.053e-006

Anche in questo caso il coefficiente di regressione ω risulta significativamente diverso da zero.

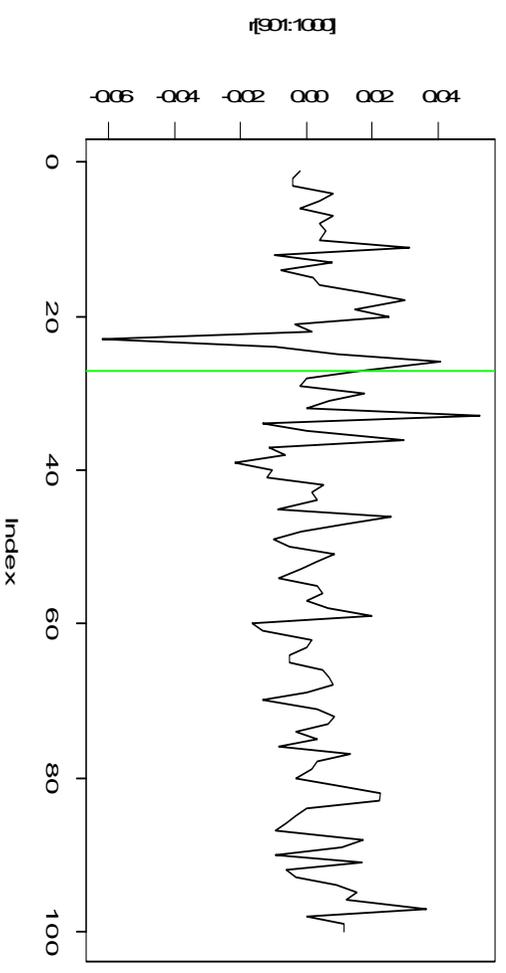
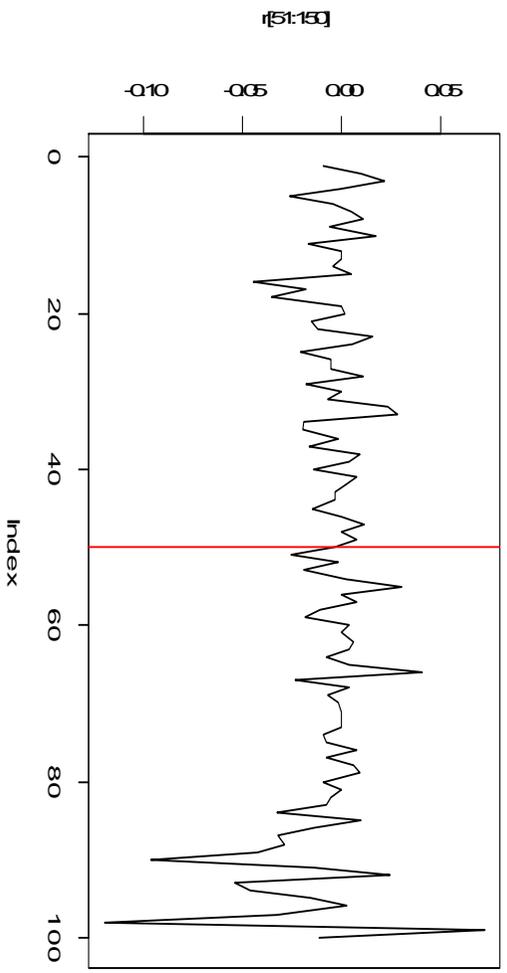
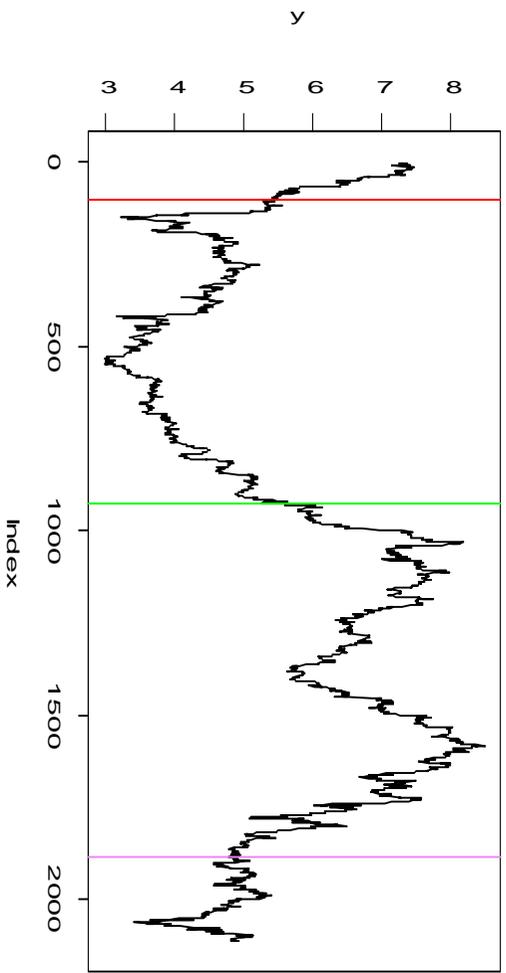
Le presentazioni dei piani industriali hanno quindi avuto un effetto sulla serie storica dei prezzi del titolo; nello specifico l'effetto è stato positivo e pari all'1,12%.

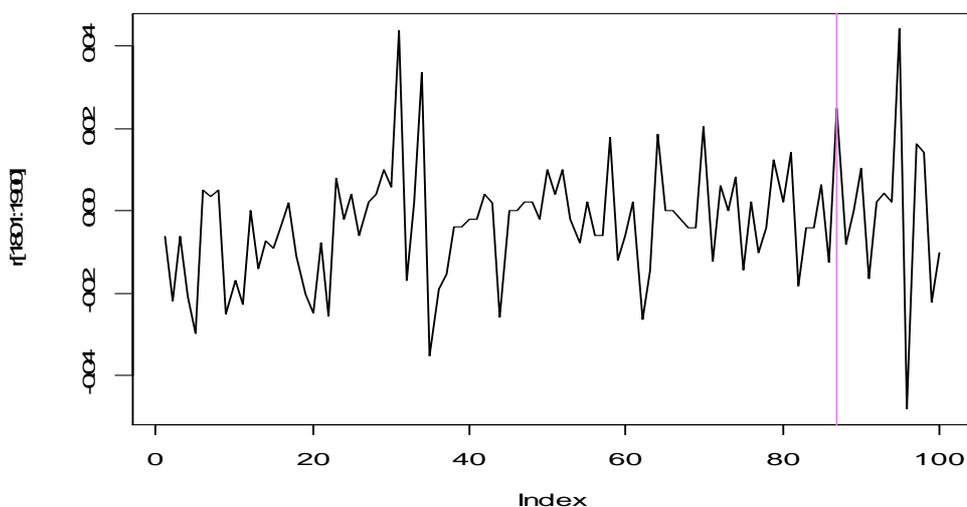
3.5.5 IL CASO ACEGAS-APS

Per AcegasAps sono state considerate tre presentazioni di piani industriali: la prima avvenuta Martedì 17 Luglio 2001 e relativa al triennio 2002-2004, la seconda avvenuta Giovedì 16 Settembre 2004 per il triennio 2005-2007 e la terza datata Mercoledì 25 Giugno 2008 per il triennio 2008-2010.

Sotto sono riportati i grafici delle serie storiche dei prezzi e dei rendimenti del titolo:

- *Piano Strategico 2002-2004*
- *Piano Industriale 2005-2007*
- *Piano Industriale 2008-2010*





Da questi grafici è evidente come nei giorni relativi alle prime due presentazioni dei piani industriali non si siano verificate grosse variazioni nei prezzi, e quindi nei rendimenti, del titolo.

Solo nel giorno della presentazione del terzo piano industriale si è verificato un incremento del 2,47% del valore delle azioni, anche se, dall'analisi grafica, questa variazione non rappresenta un valore anomalo rispetto all'andamento della serie storica.

Il valore del coefficiente di regressione stimato, $\hat{\omega}$, è:

- utilizzando un modello lineare semplice $\hat{\omega} = 0.012$ p-value= 0.213
- utilizzando un modello con componente Garch(1,1)

----- Stime dei parametri -----				
	Value	Std.Error	t value	Pr(> t)
ω	0.0115	0.00595	1.932	0.0268

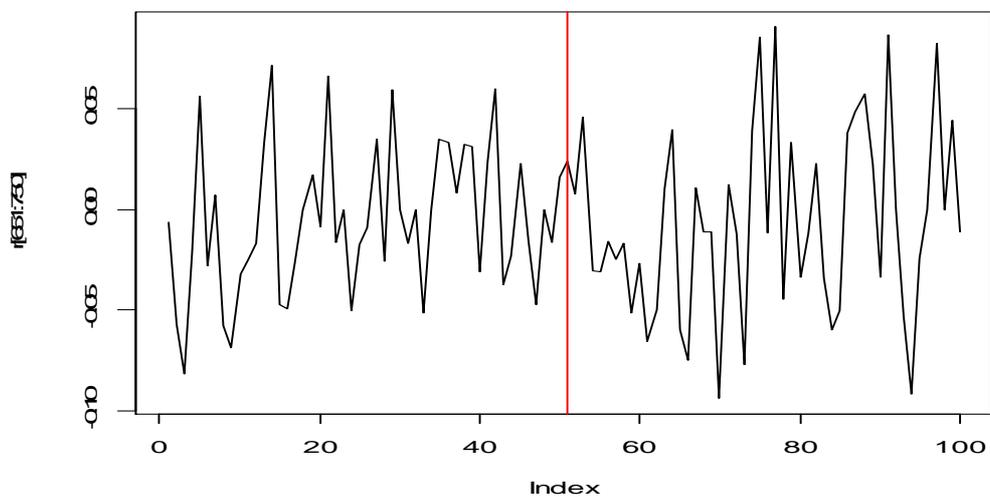
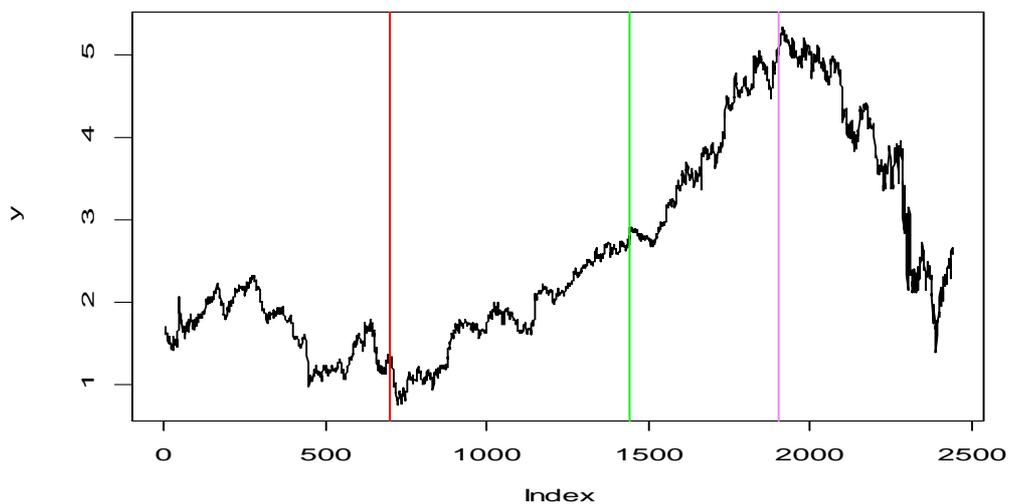
Considerando un livello di significatività del 5%, il coefficiente di regressione stimato $\hat{\omega}$ risulta statisticamente diverso da zero: questo significa che le presentazioni dei piani industriali hanno avuto un impatto sui prezzi delle azioni, nello specifico li hanno fatti aumentare del 1,15%.

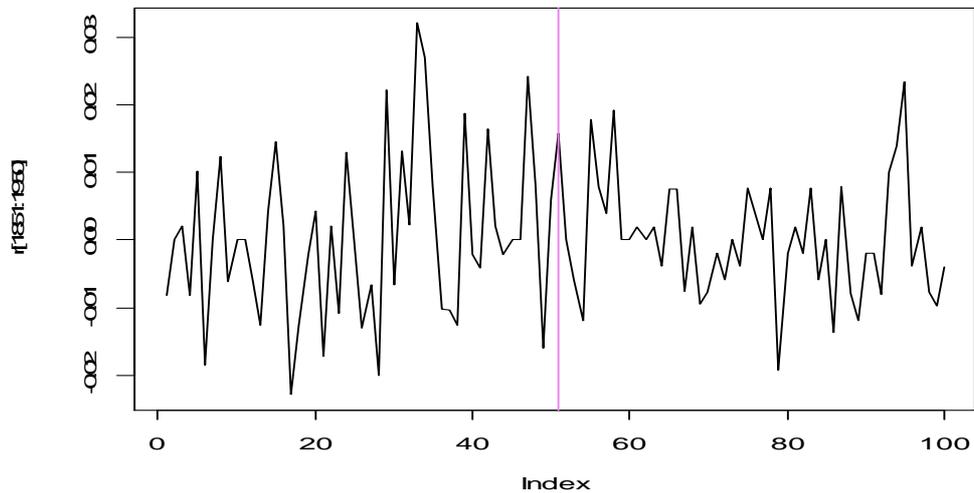
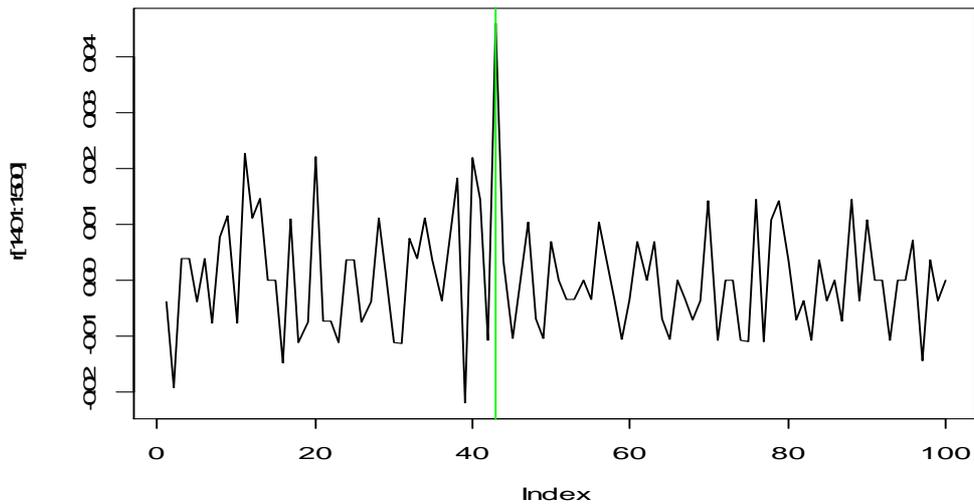
3.5.6 IL CASO BANCA INTESA

Per Banca Intesa sono stati considerati tre piani industriali: il primo datato Lunedì 09 Settembre 2002 e relativo al triennio 2003-2005, il secondo presentato in data Mercoledì 13 Luglio 2005 per il triennio 2005-2007 e il terzo presentato Lunedì 16 Aprile 2007 per il periodo 2007-2009.

Di seguito sono riportati i grafici delle serie dei prezzi e dei rendimenti con evidenziate le date di presentazione dei tre piani industriali:

- Piano d'Impresa 2003-2005
- Piano d'Impresa 2005-2007
- Piano d'Impresa 2007-2009





Dai grafici relativi al giorno della presentazione del primo piano industriale si vede che l'aumento del prezzo delle azioni è stato modesto (pari al 2,39%); nella giornata di presentazione del secondo piano industriale considerato si è invece avuta una maggiore variazione positiva nel prezzo delle azioni, pari al 4,59%. Modesto è stato anche l'aumento registrato nel giorno di presentazione del terzo piano industriale (+1.58%).

I valori del coefficiente di regressione stimato, $\hat{\omega}$, con relativo p-value sono:

- utilizzando un modello lineare semplice $\hat{\omega} = 0.029$ p-value= 0.049
- utilizzando un modello con componente Garch(1,2)

----- Stime dei parametri -----			
Value	Std.Error	t value	Pr(> t)

ω **0.0302** 0.0097 3.124 **0.0009**

Le tre presentazioni dei piani industriali hanno avuto un effetto significativamente diverso da zero sulla serie dei prezzi del titolo (il p-value pari a 0,0009 porta al rifiuto dell'ipotesi di nullità del coefficiente di regressione ω).

Questo significa che la scelta da parte dell'azienda di presentare alla comunità finanziaria i piani industriali ha avuto un impatto, in questo caso positivo e pari al 3.02%, nel prezzo delle azioni del titolo.

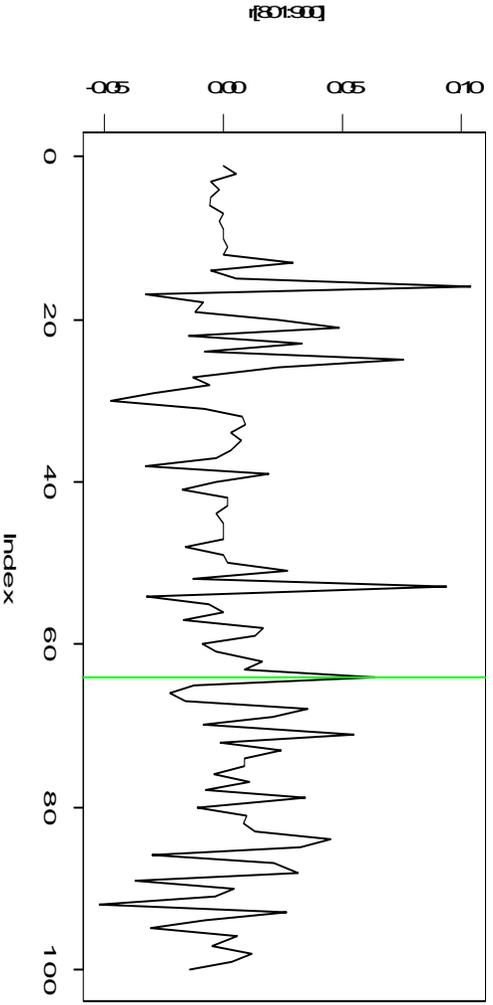
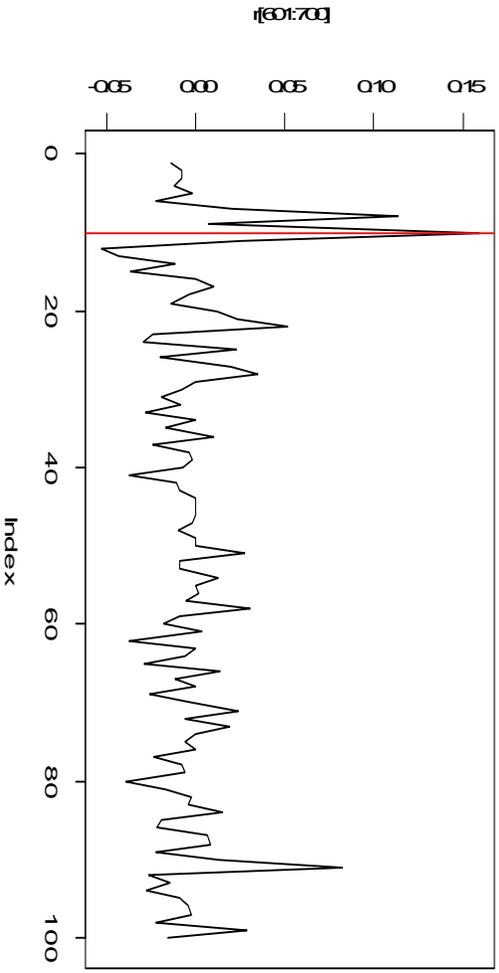
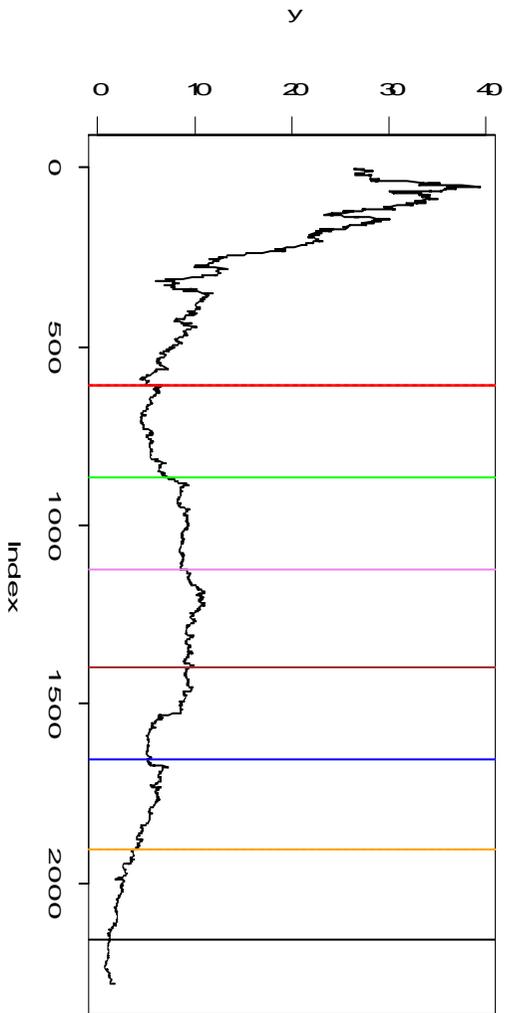
3.5.7 IL CASO CDC

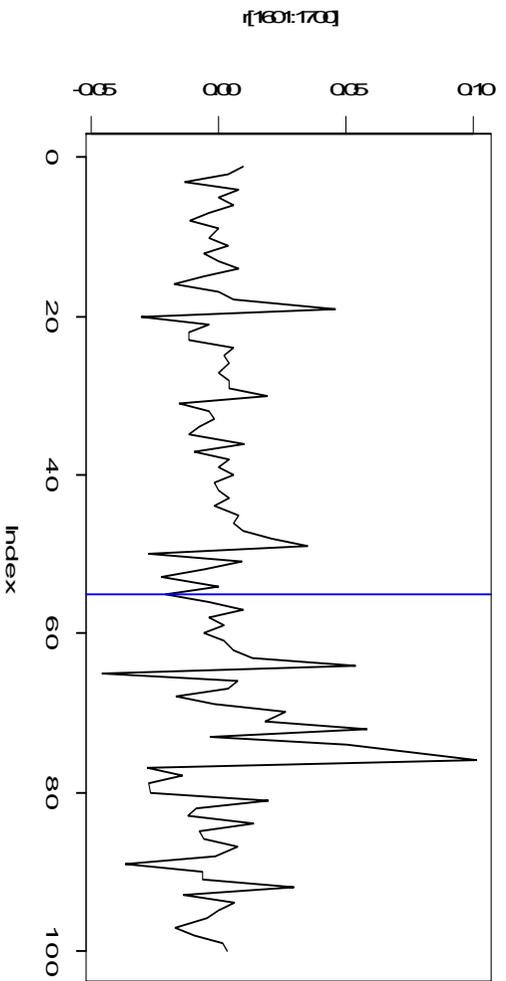
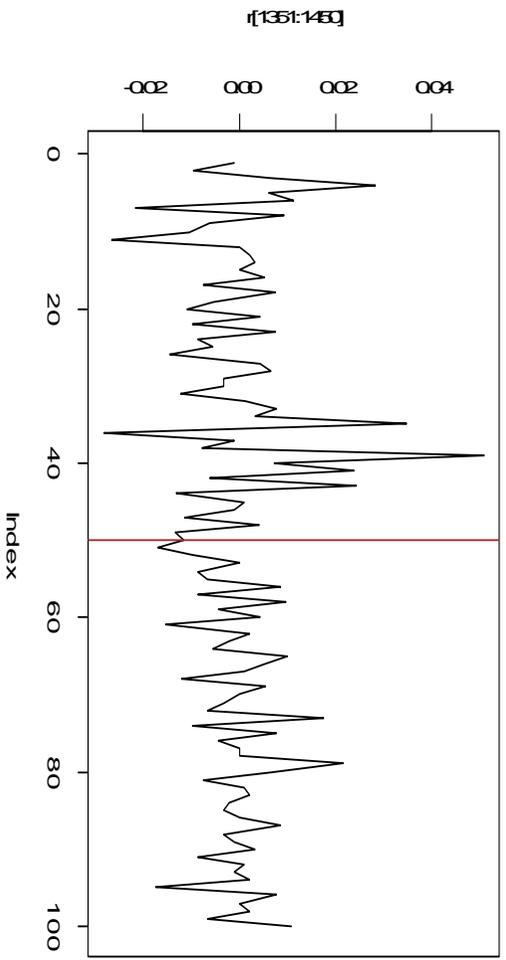
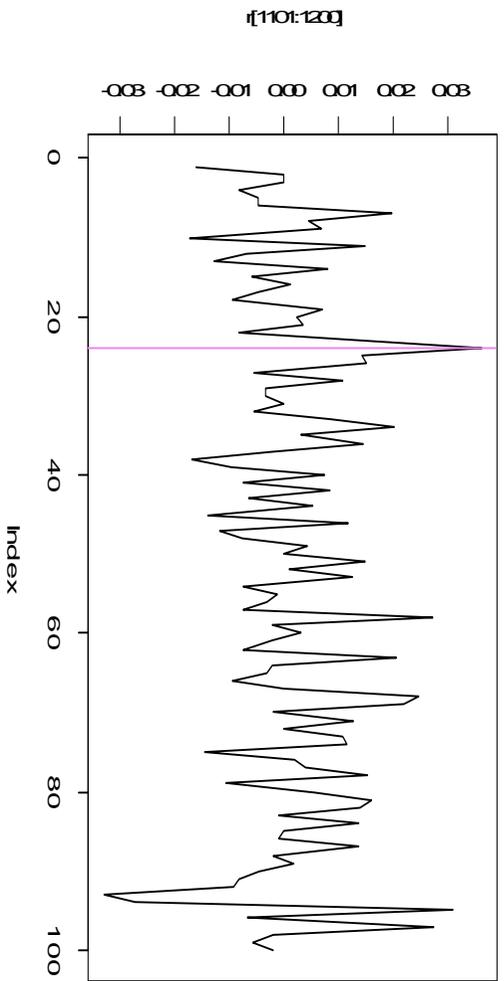
Nel sito Internet di Cdc (www.cdc.it) sono stati recuperati sette piani industriali, segno quindi del continuo aggiornamento da parte dell'azienda dei target fissati.

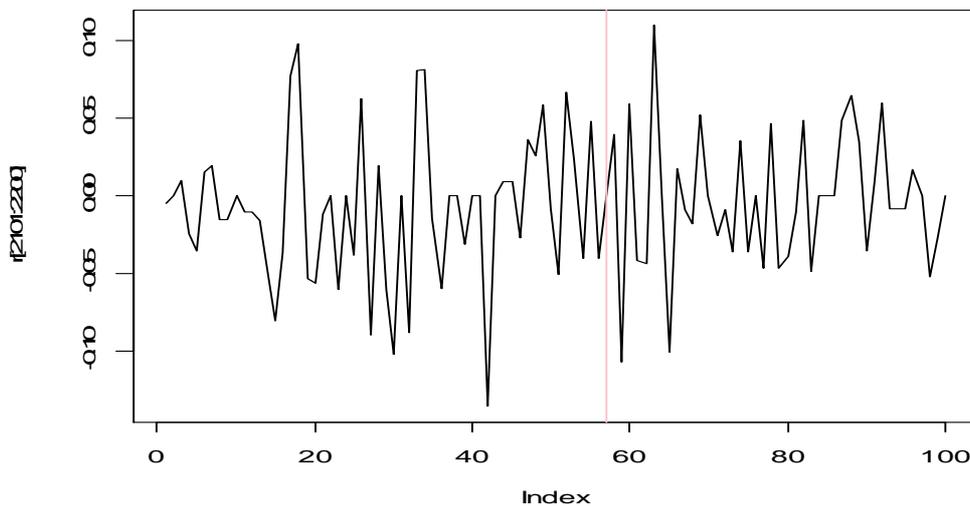
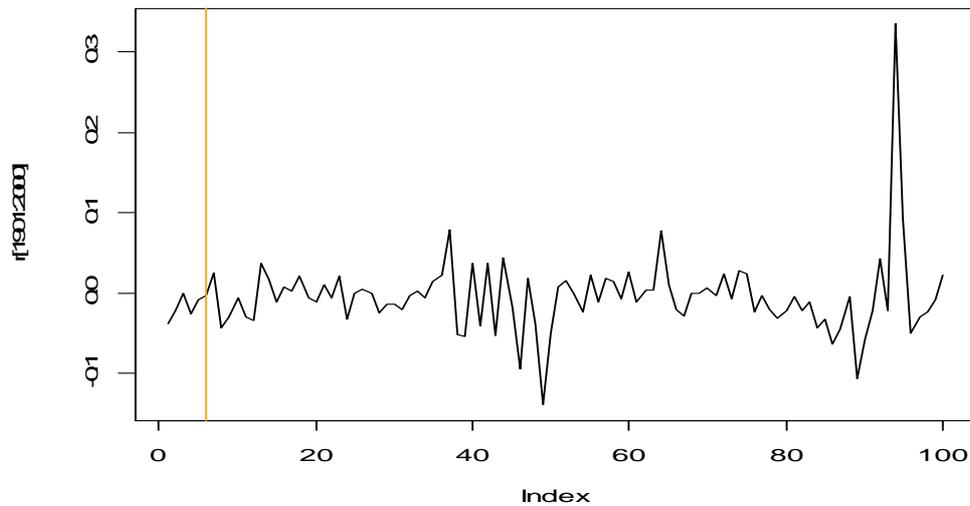
Il primo piano industriale è stato presentato Mercoledì 6 Novembre 2002 per il triennio 2003-2005, il secondo Martedì 28 Ottobre 2003 relativamente al triennio 2004-2006, il terzo Martedì 26 Ottobre 2004 per il triennio 2005-2007, il quarto Mercoledì 16 Novembre 2005 per il periodo 2006-2008, il quinto Martedì 14 Novembre 2006 per il triennio 2007-2009, il sesto Mercoledì 14 Novembre 2007 relativo al triennio 2008-2010 ed infine l'ultimo presentato Venerdì 14 Novembre 2008 per il triennio 2009-2011.

Di seguito sono riportati i grafici delle serie dei prezzi e dei rendimenti per le sette presentazioni di piani industriali considerati:

- *Piano Industriale 2003-2005*
- *Piano Industriale 2004-2006*
- *Piano Industriale 2005-2007*
- *Piano Industriale 2006-2008*
- *Piano Industriale 2007-2009*
- *Piano Industriale 2008-2010*
- *Piano Industriale 2009-2011*







Nel giorno della presentazione del primo piano industriale considerato il prezzo delle azioni del titolo Cdc è aumentato del 15%; nei giorni relativi alle due presentazioni successive si è registrata una variazione positiva del prezzo delle azioni, seppur più modesta rispetto alla precedente (6,36% nel primo caso e 3,63% nel secondo).

Nei giorni delle tre presentazioni successive il titolo Cdc ha invece subito delle perdite, mentre nel giorno dell'ultima presentazione non c'è stata nessuna variazione nel prezzo delle azioni.

I valori stimati per il coefficiente di regressione ω sono:

- utilizzando un modello lineare semplice $\hat{\omega} = 0.032$ p-value = 0.003

- utilizzando un modello con componente Garch(2,1)

----- Stime dei parametri -----
 Value Std.Error t value Pr(>|t|)
 ω **0.0197** 0.0043 4.538 **2.98e-006**

Il coefficiente ω risulta significativamente diverso da zero e questo significa che le presentazioni dei sette piani industriali hanno prodotto una variazione nel prezzo delle azioni.

Nello specifico questa variazione è stata positiva e pari all'1,97%.

Di seguito sono riepilogati e commentati i risultati ottenuti con la prima tipologia di modello con componente Garch.

Alleanza Assicurazioni	$\hat{\omega} = -0.051$ <i>p-value</i> = 0.499
Cattolica Assicurazioni	$\hat{\omega} = 0.0056$ <i>p-value</i> = 0.28
Fondiaria-Sai	$\hat{\omega} = 0.0536$ <i>p-value</i> = 2.22e-016
Generali Assicurazioni	$\hat{\omega} = 0.0112$ <i>p-value</i> = 9.053e-006
Acegas Aps	$\hat{\omega} = 0.0115$ <i>p-value</i> = 0.0268
Banca Intesa	$\hat{\omega} = 0.0302$ <i>p-value</i> = 0.0009
Cdc	$\hat{\omega} = 0.0197$ <i>p-value</i> = 2.98e-006

L'effetto generato dalla presentazione dei piani industriali è risultato significativamente diverso da zero per 5 società su 7, cioè per il 71% del campione analizzato.

Inoltre, in ognuno di questi 5 casi la variazione registrata nel prezzo delle azioni è stata positiva, segno che la presentazione dei piani industriali è stata accolta favorevolmente dal mercato finanziario.

Solo per Alleanza Assicurazioni si è ottenuto un valore negativo, ma il p-value pari a 0.499 relativo al test per la verifica della nullità dell'impatto ci consente di considerarlo statisticamente nullo.

Le variazioni positive registrate nel prezzo delle azioni sono state più o meno forti: si va da un minimo dell'1.12% nel caso di Generali Assicurazioni, ad un massimo del 5.36% per Fondiaria-Sai.

Vediamo ora quali sono i risultati ottenuti considerando un modello (con componente Garch) che tenga conto dell'andamento del mercato, cioè un modello del tipo:

$$Y_t = \omega P_t(t^*) + \beta m_t + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim \text{GARCH}(m;s)$$

con m_t = rendimento dell'indice di mercato

Specifichiamo che per ogni serie dei rendimenti è stato utilizzato un modello Garch(1,1).

I risultati ottenuti sono:

Alleanza Assicurazioni	$\hat{\omega} = -0.0509$ $\hat{\beta} = 0.00620$	p-value= 0.981 p-value < 0.0001
Cattolica Assicurazioni	$\hat{\omega} = 0.0107$ $\hat{\beta} = 0.5605$	p-value= 0.03417 p-value < 0.0001
Fondiaria-Sai	$\hat{\omega} = 0.056$ $\hat{\beta} = 0.9554$	p-value < 0.0001 p-value < 0.0001
Generali Assicurazioni	$\hat{\omega} = 0.0127$ $\hat{\beta} = 0.888$	p-value < 0.0001 p-value < 0.0001
Acegas Aps	$\hat{\omega} = 0.0152$ $\hat{\beta} = 0.347$	p-value= 0.054 p-value < 0.0001
Banca Intesa	$\hat{\omega} = 0.0264$ $\hat{\beta} = 0.9696$	p-value= $2.18e^{-6}$ p-value < 0.0001
Cdc	$\hat{\omega} = 0.021$ $\hat{\beta} = 0.68$	p-value < 0.0001 p-value < 0.0001

L'impatto sui prezzi delle azioni registrato in seguito alla presentazione dei piani industriali è risultato significativamente diverso da zero in 6 casi su 7, cioè per l'86% del campione analizzato.

L'unico caso di non significatività si è registrato per Alleanza Assicurazioni, con un valore stimato $\hat{\omega}$ negativo ma statisticamente nullo.

Le variazioni significative degli altri 6 casi sono positive e variano da un minimo dell'1.07% (registrato per Cattolica Assicurazioni) ad un massimo del 5.6% (registrato per Fondiaria Sai).

Questo significa che la scelta da parte di un'azienda di presentare alla comunità finanziaria il piano industriale viene premiata dal mercato e può portare ad una variazione positiva del prezzo delle azioni.

3.6 CONCLUSIONI

In questo capitolo è stata presentata l'analisi condotta per verificare se la presentazione del piano industriale alla comunità finanziaria da parte delle aziende abbia un effetto sui prezzi delle azioni.

Tenendo in considerazione l'andamento del mercato, si è visto che effettivamente il prezzo delle azioni subisce una variazione in seguito alla presentazione del piano.

Nello specifico, le variazioni significative registrate sono positive, con un picco massimo del 5.6%.

Naturalmente l'apprezzamento del piano industriale da parte del mercato finanziario può essere influenzato da molti altri fattori, quali il contenuto, la chiarezza espositiva, la validità della strategia adottata o la reputazione del manager che lo presenta.

E' però significativo il fatto che anche la presentazione di per sé generi una variazione positiva nel prezzo delle azioni.

Infatti, considerando che il piano industriale appartiene alla categoria della comunicazione volontaria, il risultato ottenuto nella nostra analisi può essere visto come un incentivo per le aziende che devono decidere se impiegare tempo e risorse per la redazione e la diffusione di questo documento.

Concludendo, possiamo confermare, anche alla luce dei risultati dell'analisi condotta, come il piano industriale sia uno tra i documenti più importanti redatti dalle aziende per la comunicazione con i mercati finanziari.

Bibliografia

Beretta S. (a cura di), 2007, *No news, bad news: perchè e come comunicare informazioni economico finanziarie su base volontaria*, Egea, Milano

Bertinetti G., 1996, *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Egea, Milano

Borsa Italia, 2003, *Guida al piano industriale*, documento disponibile sul sito www.borsaitalia.it

Bozzolan S., 2005, *Trasparenza informativa e mercato finanziario. Modelli e comportamenti di comunicazione volontaria*, McGraw-Hill, Milano

Corvi E., Fiocca R., 1996, *Comunicazione e valore nelle relazioni d'impresa*, Egea, Milano

Mazzola P., 2003, *Il piano industriale: progettare e comunicare le strategie d'impresa*, Università Bocconi Editore, Milano

Mazzola P., 2007, *La comunicazione economica*, in Favotto F. (a cura di), *Economia aziendale: Modelli, misure e casi*, McGraw-Hill, Milano, II edizione, Capitolo 8

Mazzola P., Ravasi D. e Gabbioneta C., 2006, "How to build reputation in financial markets", *Long Range Planning*, 39, pagg 385-407

Onado M., 2004, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Il Mulino, Bologna

Rampini F., 1990, *La comunicazione aziendale*, EtasLibri

Wei W., 2006, *Time Series Analysis*, Capitolo 10

RINGRAZIAMENTI

Se ho raggiunto questo importante e desiderato traguardo devo innanzitutto ringraziare mio papà Adriano che mi ha permesso di continuare gli studi e ha appoggiato le mie scelte.

Ringrazio mio fratello Matteo, che a modo suo si è spesso interessato alle mie vicende universitarie ed è in grado di farmi tornare sempre il buonumore.

Ringrazio le mie compagne d'università – Anna, Silvia, Giulia, Federica, Laura, Sabrina – con le quali ho trascorso questi tre anni tra studio, esami, giri in centro e risate.

Ringrazio tutti i miei amici per le serate trascorse in compagnia, e tutte le persone speciali che mi sono state vicine in questi anni.

Ringrazio la Facoltà di Scienze Statistiche che mi ha dato l'opportunità di arricchire le mie conoscenze e in particolare ringrazio il Professore Francesco Lisi e la Professoressa Federica Ricceri che mi hanno seguito durante la preparazione della tesi.

Stefania