

ELISA GIACOSA

E. GIACOSA – La comunicazione economico-finanziaria d'impresa

L'interrelazione dell'azienda con l'esterno ha prodotto un marcato interesse degli stakeholder nei confronti della stessa. L'importanza di soddisfare le attese degli interlocutori ha favorito una modificazione dell'orientamento aziendale che, da una visione incentrata sulla shareholder view, si è indirizzato verso un'ottica di stakeholder view.

La comunicazione diventa lo strumento adottato dall'azienda mediante il quale interagire con gli stakeholder. Ad ogni categoria di interlocutori, l'azienda destina un flusso informativo distinto. La comunicazione economico-finanziaria si colloca nell'ambito delle suddette categorie e viene intesa come un elemento di "collegamento, di cerniera" tra l'impresa ed i suoi interlocutori.

Il testo si focalizza sul processo di comunicazione economico-finanziaria dell'azienda nei confronti degli stakeholder, che ha per oggetto sia aspetti quantitativi legati alla sfera economica, finanziaria e patrimoniale della gestione, sia aspetti qualitativi che influiscono sui precedenti. Inoltre, esso si propone di delineare le peculiarità di un modello teorico "ideale" di comunicazione economico-finanziaria con il quale l'azienda può comunicare in modo efficace con l'esterno.

Il volume è rivolto agli imprenditori ed ai manager, ed ai loro consulenti, che debbono gestire il processo comunicativo dell'azienda, ricercando un obiettivo di efficacia. Inoltre, esso può costituire un valido strumento per gli studenti dei corsi di laurea in management, nell'ambito della comprensione dei meccanismi e degli strumenti con i quali l'azienda si relaziona con l'esterno.

ELISA GIACOSA Ph.D., Ricercatore confermato in Economia Aziendale, Professore Aggregato in Economia Aziendale presso la Facoltà di Economia dell'Università degli Studi di Torino, Docente di Ragioneria e di Economia aziendale della net economy presso la medesima Università. Autrice di numerose pubblicazioni nazionali ed internazionali in materia di financial accounting, crisis management e fashion management.

€ 28,00



La comunicazione economico-finanziaria d'impresa

Finalità, strumenti e comportamenti attuali e teorici in un modello "ideale" di comunicazione



G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO

La comunicazione
economico-finanziaria d'impresa

Finalità, strumenti e comportamenti attuali
e teorici in un modello “ideale” di comunicazione

ELISA GIACOSA

La comunicazione economico-finanziaria d'impresa

Finalità, strumenti e comportamenti attuali e teorici
in un modello “ideale” di comunicazione



G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO

© Copyright 2012 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO

VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111 - FAX 011-81.25.100

<http://www.giappichelli.it>

ISBN/EAN 978-88-348-3839-6

Stampa: Stampatre s.r.l. - Torino

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941, n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail autorizzazioni@clearedi.org e sito web www.clearedi.org.

Dedico questo lavoro al Professor Flavio Dezzani, che mi ha insegnato che la comunicazione è un ingrediente fondamentale del management aziendale, perché fonte di un'immagine attrattiva nei confronti degli stakeholder.

Anche nel rapporto con gli studenti, che rappresentano i "clienti" dell'azienda Università, una efficace comunicazione è un fattore indispensabile nell'arte di un buon docente.

Indice

	<i>pag.</i>
Introduzione	XI
1	
La comunicazione aziendale del “sistema” aziendale	1
1.1. Il “sistema” aziendale	1
1.2. La comunicazione aziendale del sistema aziendale	9
1.3. Le peculiarità del processo di comunicazione aziendale	20
1.4. La comunicazione integrata	27
2	
La comunicazione economico-finanziaria	33
2.1. Aspetti definatori ed obiettivi della comunicazione economico-finanziaria	33
2.2. Approcci teorici alla comunicazione economico-finanziaria	36
2.3. Le tipologie di comunicazione economico-finanziaria	40
2.4. Gli attori della comunicazione	50
2.4.1. Il soggetto emittente	51
2.4.2. I destinatari	52
2.4.3. I revisori, i produttori dell’informativa derivata e gli organismi di regolamentazione	64
2.5. La numerosità dei destinatari e la frequenza della comunicazione economico-finanziaria	64
2.6. I canali di diffusione della comunicazione economico-finanziaria	66
2.7. I contenuti della comunicazione economico-finanziaria	70

	<i>pag.</i>
2.8. La quotazione in borsa	74
2.9. Comunicazione economico-finanziaria e teoria del valore	79
2.10. Dimensione aziendale e comunicazione economico-finanziaria	83
3	
Gli strumenti della comunicazione economico-finanziaria	91
3.1. Valenza degli strumenti della comunicazione economico-finanziaria	91
3.2. Tipologie di strumenti esterni di comunicazione economico-finanziaria	92
3.2.1. Il comunicato stampa	92
3.2.2. La presentazione della società agli analisti finanziari	94
3.2.3. L'assemblea degli azionisti	95
3.2.4. Il bilancio d'esercizio	95
4	
La comunicazione economico-finanziaria obbligatoria	119
4.1. L'informativa obbligatoria: aspetti di definizione	119
4.2. L'informativa obbligatoria per le società quotate nei mercati finanziari regolamentati	120
4.2.1. L'informativa iniziale	122
4.2.2. L'informativa periodica	122
4.2.3. L'informativa episodica	130
4.3. L'informativa obbligatoria nelle società non quotate nei mercati finanziari regolamentati	138
5	
La comunicazione economico-finanziaria volontaria	139
5.1. Il ruolo dell'informativa volontaria	139
5.2. Ampiezza ed effetti dell'informativa volontaria	144
5.3. Le teorie aventi per oggetto l'informativa volontaria	150

	<i>pag.</i>
5.4. I costi dell'informativa volontaria	154
5.5. Le direttrici dell'informativa volontaria	158
5.5.1. La direttrice economico-finanziaria	159
5.5.1.1. Risultati monetari e risultati non monetari	160
5.5.1.2. Piano industriale	160
5.5.2. La direttrice del <i>performance measurement</i>	166
5.5.2.1. Performance di natura tecnico-fisica	167
5.5.2.2. <i>Intangibles</i>	167
5.5.2.3. Performance in ambito socio-ambientale	168
5.5.3. La direttrice previsionale	172
5.5.3.1. Definizione, peculiarità e potenzialità dell'informativa previsionale	172
5.5.3.2. Diffusione dell'informativa previsionale	178
5.5.3.3. Normativa di riferimento	181
6	
Un modello teorico "ideale" di comunicazione economico-finanziaria	185
6.1. Il ruolo dell'informativa aziendale	185
6.2. Le peculiarità di un modello teorico "ideale" di comunicazione	188
Riflessioni conclusive	207
Bibliografia	211

Introduzione

L'azienda è considerabile un sistema aperto, in quanto pone in essere delle relazioni con il contesto esterno. Essa non può sopravvivere in modo isolato rispetto all'ambiente circostante, in quanto necessita di un insieme di scambi con gli individui e le altre realtà economiche.

Nella sua dinamicità, il sistema aziendale è costantemente volto alla gestione delle relazioni con l'esterno. Ciò favorisce la percezione degli stimoli derivanti dal contesto instabile e mutevole, cogliendone le opportunità ed i vincoli da esso derivanti. Allo stesso tempo, viene a crearsi la necessità di captare e riconoscere i segnali esterni e, di converso, trasmettere dei messaggi che mostrano le attitudini dell'azienda.

Gli stakeholder necessitano di informazioni aventi per oggetto il business aziendale, che vengono impiegate nell'ambito del processo valutativo dello stesso. Tale valutazione è finalizzata a verificare l'opportunità nel creare o conservare le relazioni con l'azienda. In caso positivo, viene agevolato l'approvvigionamento aziendale delle risorse qualificate e fondamentali per crescere e svilupparsi.

La comunicazione diventa lo strumento adottato dall'azienda mediante il quale interagire con gli stakeholder. Ad ogni categoria di interlocutori, l'azienda destina un flusso informativo distinto. La comunicazione economico-finanziaria si colloca nell'ambito delle suddette categorie.

Il testo si focalizza sul processo di comunicazione economico-finanziaria dell'azienda nei confronti degli stakeholder, che ha per oggetto sia aspetti quantitativi legati alla sfera economica, finanziaria e patrimoniale della gestione, sia aspetti qualitativi che influiscono sui precedenti. Inoltre, esso si propone di delineare le peculiarità di un modello teorico "ideale" di comunicazione economico-finanziaria con il quale l'azienda può comunicare in modo efficace con l'esterno.

Il primo capitolo del lavoro approfondisce il processo comunicativo del sistema aziendale verso l'esterno. L'attività comunicativa è un elemento intrinseco della vita aziendale, in quanto essa è volta ad incrementare la credibilità aziendale, la fiducia e il consenso da parte dei propri interlocutori nel business

aziendale. Essa facilita la creazione di una serie di relazioni e di interazioni tra i vari elementi costituenti il sistema aziendale.

Il secondo capitolo si focalizza sull'attività di comunicazione economico-finanziaria, mediante la quale gli stakeholder possano valutare l'andamento economico-finanziario e l'intensità del moto aziendale. Essa viene intesa come un elemento di "collegamento, di cerniera" tra l'impresa ed i suoi interlocutori. Un'analisi degli approcci teorici presenti nella letteratura aventi per oggetto la comunicazione economico-finanziaria ha permesso di delineare i contorni definitivi e le distinzioni di tale oggetto informativo. Come ultimo, il processo comunicativo è stato illustrato attraverso una serie di elementi costitutivi, quali le tipologie di comunicazione, i suoi attori, la frequenza, i contenuti ed i canali di diffusione della comunicazione, nonché l'impatto della quotazione nei mercati regolamentati sul flusso comunicativo.

Gli strumenti della comunicazione economico-finanziaria, distinguibili a seconda della valenza interna oppure esterna, sono analizzati nel capitolo terzo. In particolare, sono state illustrate le caratteristiche e le funzionalità dei principali strumenti impiegati dall'azienda, articolabili anche in relazione alle tipologie di destinatari ed al loro ruolo informativo. Tra questi strumenti, si colloca il bilancio d'esercizio. Inteso come uno dei principali strumenti di trasmissione al contesto esterno delle informazioni di carattere economico, finanziario e patrimoniale, esso rappresenta lo "snodo centrale" di un più ampio sistema informativo indirizzato all'esterno.

Il quarto capitolo si focalizza sulla comunicazione economico-finanziaria di natura obbligatoria. Essa viene prodotta dall'azienda nel rispetto di appositi obblighi normativi di natura civilistica e fiscale, di disposizioni effettuate dall'autorità di vigilanza, da altri organi competenti o da associazioni di categoria. L'informativa obbligatoria è stata esaminata operando una distinzione a seconda che l'azienda emittente sia quotata o meno nei mercati finanziari regolamentati.

La comunicazione economico-finanziaria di natura volontaria è sviluppata nel capitolo quinto. Essa viene lasciata al potere discrezionale del management, il quale può sviluppare una informativa volta a superare le richieste della normativa in materia. Seppur sia impossibile catalogare ogni forma di informativa volontaria, data la discrezionalità della stessa e le differenze da azienda ad azienda, sono state individuate delle "direttrici" informative che conducono alla produzione della stessa. A tal proposito, sono state illustrate le caratteristiche e le funzionalità informative delle suddette direttrici: quella avente per oggetto le performance economico-finanziarie; quella legata al *performance measurement*; quella volta all'informativa prospettica dell'operato aziendale.

L'ultimo capitolo delinea le caratteristiche e le funzionalità di un modello teorico "ideale" di comunicazione economico-finanziaria, affinché esso permetta una relazione efficace con gli stakeholder. Nella creazione di tale modello, si è scelto di ripercorrere i principali elementi costitutivi del processo di comunicazione economico-finanziaria analizzati nel capitolo secondo.

A conclusione di ogni lavoro, l'autore avverte il desiderio di ringraziare tutti coloro che hanno stimolato e contribuito alla realizzazione dello stesso. In primo luogo, il Professor Flavio Dezzani, un insostituibile Maestro, riferimento scientifico e fonte di sempre nuovi ed interessanti stimoli nella ricerca. L'idea di questo testo viene da uno dei suoi insegnamenti, applicati al management delle aziende, ma anche al suo impegno per una efficace didattica. Egli mi ha trasmesso che il processo comunicativo di un'azienda costituisce un ingrediente di assoluta rilevanza nella gestione aziendale, incrementandone il grado di attrattività nei confronti dell'esterno. Al contempo, ciò è valevole anche nel rapporto con gli studenti, che rappresentano i "clienti" dell'azienda Università: un buon docente, infatti, non può sottrarsi ad una efficace comunicazione nei loro confronti.

Un ringraziamento sincero va ad alcuni cari colleghi, con i quali ho condiviso esperienze di ricerca anche in ambito internazionale, che, lasciandosi incoraggiare, mi hanno, a loro volta, stimolata.

Un segno di riconoscenza anche agli uomini d'azienda ed ai professionisti con i quali ho effettuato un confronto sulle tematiche analizzate.

Come ultimo, un sincero grazie a tutta la mia famiglia. A chi ha saputo rispettare i miei tempi e ha mostrato pazienza. A chi mi ha amorevolmente sostituito nel mio impegno di mamma. A chi ha rafforzato il mio desiderio nel creare questo lavoro, nell'ambito di un progetto ben più ampio. A Gregorio, che più di tutti ha mostrato di sapermi rispettare nelle mie attività lavorative, limitando per pochi istanti quello sguardo di bimbo desideroso della sua mamma. A lui auguro, quando sarà grande, di apprezzare l'impegno nello studio, elemento indispensabile per il conseguimento di una essenziale e proficua conoscenza.

ELISA GIACOSA

Torino, settembre 2012

La comunicazione aziendale del “sistema” aziendale

1.1. Il “sistema” aziendale

Gli individui si aggregano tra loro per soddisfare i bisogni umani¹: se l’aggregazione che ne deriva segue dei principi di comportamento duraturi nel tempo e, inoltre, mostra una certa autonomia, viene a crearsi un’aggregazione istituzionale detta anche “istituto”². L’istituto rappresenta una forma di aggregazione degli individui in modo duraturo ed autonomo, mossi dall’intento di soddisfare i propri bisogni.

¹ L’individuo avverte il bisogno come una mancanza; esso si concretizza nella richiesta di un bene necessario alla soddisfazione di tale esigenza umana (AIROLDI G.-BRUNETTI G.-CODA V., *Corso di Economia Aziendale*, Il Mulino, Bologna, 2005, p. 17 ss.). I bisogni sono percepiti dall’uomo nell’ambito di una scala di priorità, in virtù di un insieme di valori personali oppure di esperienze precedentemente effettuate (BORGONOV E., *L’economia aziendale negli istituti pubblici territoriali*, Giuffrè, Milano, 1973, p. 1). Se l’individuo non è in grado di soddisfare i bisogni primari (si pensi alla necessità di nutrirsi), egli non avvertirà quelli secondari (come cenare nel ristorante più lussuoso) (PAVAN A., *L’amministrazione economica delle aziende*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 3 ss. Con riferimento alla distinzione tra bisogni primari e bisogni secondari, si veda AMADUZZI A., *L’azienda nel suo sistema e nell’ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, 1961, vol. I, p. 11). Ne consegue che il comportamento umano assunto nell’ambito della soddisfazione dei propri bisogni viene fortemente influenzato dall’insieme dei bisogni avvertiti, i quali si complementano ed influenzano a vicenda (AZZINI L., *Istituzioni di economia d’azienda*, Giuffrè, Milano, 1978, p. 3.). La definizione di bisogni e di azienda è ripresa ed elaborata da Giacosa E., *L’economia delle aziende di abbigliamento*, Giappichelli, Torino, 2011, p. 13 ss.

² L’“istituto” può essere inteso come il “complesso di elementi e di fattori, di energie e di risorse personali e materiali”, che presentano determinati requisiti: esso è duraturo, dinamico, ordinato secondo proprie leggi, autonomo e volto al raggiungimento di fini comuni (MASINI C., *Lavoro e Risparmio*, Utet, Torino, 1974, p. 10).

L'azienda è "l'ordine strettamente economico" mediante il quale si sviluppano le attività economiche poste in essere dagli istituti³. La durabilità dell'istituto rende l'azienda un istituto economico "atto a perdurare"⁴. La letteratura in ambito economico-aziendale si è lungamente concentrata sul concetto di "azienda", producendo innumerevoli e pregevoli definizioni del fenomeno. Seppur in modo non esaustivo, vengono ripresi altri studi che propongono il significato di "azienda".

L'azienda è considerabile come il primo tra i sistemi economici che costituiscono il sistema economico universale⁵; pertanto, essa può essere intesa come una "unità elementare" dell'ordine economico-generale⁶. È, altresì, possibile intendere l'azienda come "lo strumento dell'umano operare in campo economico", la cui finalità è la soddisfazione dei bisogni umani; in tal senso, l'azienda è volta alla soddisfazione dei bisogni umani mediante una serie di beni economici, ossia quei beni la cui disponibilità è scarsa⁷ (Figura 1.1).

Figura 1.1. – L'azienda nel suo contesto esterno



Fonte: Elaborazione personale.

³ AIROLDI G.-BRUNETTI G.-CODA V., *Economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1994, p. 45. Ne deriva che l'azienda può essere intesa come "l'unità elementare" dell'intero ordinamento economico ZAPPA G., *Le produzioni nell'economia delle imprese*, vol. I, Giuffrè, Milano, 1957, p. 166; ONIDA P., *Economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1971, p. 4.

⁴ ZAPPA G., *Tendenze nuove negli studi di Ragioneria*, Istituto Editoriale Scientifico, Milano, 1927, p. 30.

⁵ AMADUZZI A., *Manuale di contabilità aziendale*, Utet, Torino, 1968, p. 16.

⁶ GIANNESI E., *Le aziende di produzione originaria*, vol. I, *Le aziende agricole*, Colombo Corsi Editore, Pisa, 1960, p. 46.

⁷ FERRERO G., *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, 1987, p. 2.

Riferendosi all'oggetto dell'attività economica posta in essere dall'azienda⁸, essa può essere così classificata⁹:

- "azienda di consumo" o "azienda di erogazione"¹⁰: essa effettua un'attività di consumo, ossia soddisfa direttamente ed in modo durevole i bisogni (o una classe di bisogni) di determinati soggetti, che risultano i beneficiari di tale consumo. Mentre l'azienda di consumo è volta a soddisfare i bisogni di specifici soggetti interni all'azienda (nel caso dell'azienda familiare, tali soggetti interni sono i suoi componenti), l'azienda di erogazione in senso stretto è orientata all'appagamento delle necessità di soggetti o enti esterni nel cui interesse l'azienda è stata costituita (si pensi agli enti di beneficenza). La letteratura ha sottolineato la mera astrazione dell'azienda di pura erogazione, in quanto qualsiasi azienda non può esimersi dallo svolgere una qualche attività di produzione a carattere erogativo;

- "azienda di produzione", "azienda di produzione per il mercato", "azienda di produzione per lo scambio o per il mercato" o "impresa": essa pone in essere un'attività di produzione di mercato di beni o servizi, che vengono messi a disposizione di soggetti terzi che li impiegano nella produzione di altri beni o servizi o nell'appagamento di propri bisogni. Nel proseguo del testo, si fa utilizzo del termine "impresa" intendendo quella tipologia di azienda volta a realizzare un'attività di produzione per il mercato. Pertanto, nell'impresa si distingue l'azienda di produzione¹¹. La delimitazione tra aziende di produzione ed aziende di consumo non è sempre chiara e di facile delineazione: alcuni studiosi¹² dichiarano, infatti, la presenza di una "zona grigia" fra le due categorie di aziende;

- "azienda composta" o "mista": è una categoria intermedia di azienda rispetto alle precedenti. Il suo nucleo produttivo è strumentale alla realizzazione di quello erogativo.

⁸ La classificazione delle aziende è ripresa ed elaborata da GIACOSA E., *L'economia delle aziende di abbigliamento*, Giappichelli, Torino, 2011, p. 18 ss.

⁹ Tra gli altri, si rimanda a AMADUZZI A., *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, 1953, p. 16 ss.; FERRERO G., *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1968, p. 16 ss.; ONIDA P., *Economia d'azienda*, cit., p. 5 ss.; AMADUZZI A., *Manuale di Economia aziendale*, Cacucci, Bari, 1993, p. 46 ss.

¹⁰ FERRERO G., *Istituzioni di economia d'azienda*, cit., p. 7. LUCIANETTI L.C., *L'economia dell'azienda familiare*, Giuffrè, Milano, 1984, p. 14 ss.; MUSSARI R., *L'azienda di erogazione composta pubblica: elementi definitivi*, Copinfa, Siena, 1995; BIANCHI C., *Il modello aziendale come modello di economicità*, Kappa, Roma, 1993, p. 23 ss.; ADAMO S., *Finalità ed obiettivi delle aziende nell'attuale contesto socio-economico*, in *Scritti in memoria di Paolo Maizza*, Cacucci, Bari, 1999.

¹¹ MASINI C., *Lavoro e Risparmio*, cit., p. 12.

¹² ROSSI N., *Le gestioni erogatrici private*, Utet, Torino, 1965, p. 2 ss.

A prescindere dal soggetto, dalla dimensione o dalla sua natura giuridica, l'azienda può essere considerata un "sistema"¹³, dove per sistema si intende un insieme unitario di componenti, legati tra loro da relazioni dirette o indirette¹⁴. Il sistema azienda è costituito dall'elemento umano e da quello materiale. L'elemento umano è rappresentato dagli individui o gruppo di individui che operano in azienda apportando un flusso di energie, capacità oppure mezzi¹⁵. L'elemento materiale è costituito dai mezzi di produzione e dal capitale monetario impiegati nell'attività economica posta in essere dall'azienda.

I suddetti due elementi sono legati da una relazione di interazione e complementarietà, che ne permette lo svolgimento dell'attività economica dell'impresa¹⁶: da un lato, l'elemento umano procura la forza lavoro, dall'altro, il fattore materiale ha un ruolo essenziale nell'esecuzione dell'attività economica¹⁷ (Figura 1.2).

L'impresa è indivisibile nei suoi elementi costitutivi in relazione alla proprietà "olistica" dei sistemi¹⁸: ne consegue che il sistema impresa si manifesta con caratteristiche diverse rispetto alla somma delle sue unità componenti¹⁹. La forte relazione tra le componenti del sistema fa sì che la modificazione di una di esse abbia un risvolto sulle altre²⁰, così come la mancanza di coordinazione non rende più possibile la vita dell'azienda²¹. Pur nella molteplicità dei suoi componenti, il sistema azienda si presenta unitario nel rispetto del principio dell'"unitarietà pur nella sua molteplicità"²²: gli elementi componenti si mostrano

¹³ ZAPPA G., *L'economia delle aziende di consumo*, Giuffrè, Milano, 1957, p. 295. FERRERO G., *Impresa e management*, cit., p. 5. La definizione di sistema azienda e la delimitazione delle sue caratteristiche sono riprese ed elaborate da GIACOSA E., *L'economia delle aziende di abbigliamento*, cit., p. 30 ss.

¹⁴ SARACENO P., *La produzione industriale*, L.U.E., Venezia, 1970, p. 59.

¹⁵ CARAMIELLO C., *L'azienda. Alcune brevi riflessioni introduttive*, Giuffrè, Milano, 1993, p. 37.

¹⁶ FERRERO G., *Impresa e management*, cit., p. 6.

¹⁷ In aggiunta all'elemento umano e a quello materiale, di immediata identificazione, è possibile delineare un terzo elemento, ossia quello dell'organizzazione: esso delinea il modo in cui il fattore umano conferisce dinamicità a quello capitale. CARAMIELLO C., *L'azienda. Operazioni di gestione e "dinamica dei valori"*, Giuffrè, Milano, 1989, p. 35.

¹⁸ MELIS G., *Elementi di Economia Aziendale*, Giuffrè, Milano, 2001, p. 35.

¹⁹ ZAPPA G., *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1946, p.13.

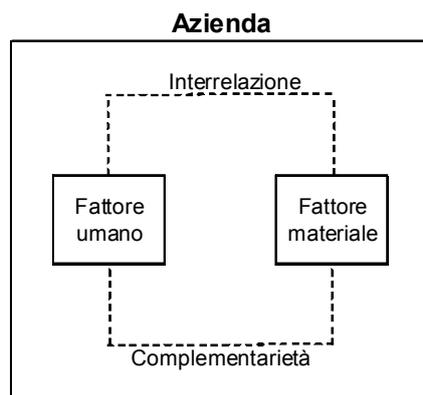
²⁰ FARNETI G., *Economia d'Azienda*, FrancoAngeli, Milano, 2007, p. 3.

²¹ VIGANÒ E., *L'economia aziendale e la ragioneria*, Cedam, Padova, 1996, p. 25.

²² ZAPPA G., *Il reddito d'impresa*, cit., p. 12. P. ONIDA, *Economia d'azienda*, cit., p. 4.

complementari, connessi e interdipendenti e conferiscono al sistema le caratteristiche di unità e di unicità.

Figura 1.2. – Le unità componenti del sistema azienda



Fonte: Elaborazione personale.

Le peculiarità del sistema azienda conferiscono allo stesso le seguenti caratteristiche²³:

- è un sistema sociale: esso costituisce lo strumento dell'operare dell'uomo in campo economico. L'impresa esiste ed è funzionante grazie all'attività posta in essere dagli individui che in essa operano. Essendo un'aggregazione concepita da un insieme di individui volti al soddisfacimento di bisogni umani, l'azienda può essere considerata come un'unità economica idealmente collocata tra individuo e società²⁴. Ne consegue che l'azienda può essere esplorata soltanto avviando l'analisi dall'uomo, fino ad arrivare alla società²⁵. Dal momento che l'azienda è espressione dell'operatività degli individui in campo economico e nell'ambito di una collettività organizzata²⁶, ad essa viene attribuita una propria funzione sociale, in quanto essa è stata creata dagli individui per il rag-

²³ FERRERO G., *Impresa e management*, cit., p. 5 ss.

²⁴ BERETTA ZANONI A., *Strategia aziendale*, Cedam, Padova, 2008, p. 71.

²⁵ CECCHERELLI A., *Economia Aziendale e amministrazione delle imprese*, Barbera, Firenze, 1948, p. 53.

²⁶ BERTINI U., *Il sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino, 1990, p. 34.

giungimento delle finalità umane: essa è indirizzata a migliorare le condizioni di vita delle persone e della collettività²⁷. Tale funzione sociale rende l'azienda un esempio di istituto economico sociale²⁸.

- è un sistema teleologico: il sistema non agisce in modo spontaneo, in quanto esso è progettato dal fattore umano che ne indirizza la sua funzione. Ne consegue che il sistema impresa è “teleologico”, poiché orientato dall'uomo nella soddisfazione dei propri bisogni. Il sistema, quindi, non possiede una propria finalità, se non quella ad esso attribuita dal fattore umano che lo conduce;

- è un sistema economico: nella conduzione della propria attività, esso impiega dei beni scarsi, ponendo in essere una scelta di priorità circa il loro utilizzo. Data la scarsità dei beni a disposizione, il sistema opera secondo un principio di razionalità, nell'ottica di conseguire il miglior risultato, a parità di altre condizioni, con il minor consumo di risorse²⁹;

- è un sistema aperto³⁰: esso si relaziona, anche in modo continuativo, con il suo contesto³¹. L'azienda non può sopravvivere in modo isolato; al contrario, essa trova complemento nel sistema di mercato, il quale influenza la sua attività mediante degli scambi posti in essere con altre aziende in esso operanti. In qualità di sistema aperto, l'azienda interagisce con il suo ambiente³² e, con la parte

²⁷ FERRARIS FRANCESCHI R., *Finalità dell'azienda e condizioni di funzionamento*, Seu, Pisa, 1984, p. 231; CRICCHIO S., *Il sistema informativo del bilancio di esercizio*, Giuffrè, Milano, 1997, p. 17; ZAVANI M., *Il valore della comunicazione aziendale. Rilevanza e caratteri nell'informativa sociale e ambientale*, Giappichelli, Torino, 2000, p. 44.

²⁸ CORBELLA S., *La costituzione dell'azienda*, in S. CORBELLA-M. NOVA-N. PECCHIARI, *Elementi propedeutici al corso di contabilità e bilancio*, Guerini, Milano, 1994, p. 11.

²⁹ PASTORE A., *La funzionalità economica dell'impresa*, Cacucci, Bari, 1984, p. 23.

³⁰ MASINI C., *Lavoro e Risparmio*, Utet, Torino, 1978, p. 33; FARNETI G., *Economia d'Azienda*, cit., p. 3 s.

³¹ BERTINI U., *Il sistema d'azienda. Schema di analisi*, Servizio Editoriale universitario, Pisa, 1986, p. 31; MARCHI L. (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale. Il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale*, Giappichelli, Torino, 2003, p. 28 ss.; FARNETI G., *Economia d'Azienda*, cit., p. 3. Un sistema aperto si differenzia da un sistema chiuso, in quanto in esso le relazioni tra gli elementi costitutivi sono circoscritte entro confini delimitati; VERMIGLIO F., *Il bilancio sociale nel quadro evolutivo del sistema di impresa*, Grafo, Messina, 1984, p. 54.

³² Per “ambiente” si intende tutto quanto circonda l'azienda. Esso detta le condizioni di vita, di sopravvivenza e di sviluppo dell'azienda. FERRERO G., *Impresa e management*, cit., p. 125. L'ambiente è formato da un insieme di sottosistemi collegati tra loro (come il mercato del lavoro, il mercato finanziario, il mercato monetario, il mercato per la commercializzazione dei prodotti, il mercato per l'approvvigionamento delle materie prime, l'ordinamento tributario, l'ordinamento sindacale, ecc.). In ogni sottosistema, l'azienda crea delle relazioni di varia natura con una serie di interlocutori (si pensi ai lavoratori, agli azionisti, agli investitori, ai clienti, ai fornitori, all'erario, alle organizzazioni sindacali, ecc.). Tale ambiente è inserito nell'ambito di

di cui è complementare, sviluppa una attività di produzione e/o di consumo³³. La forte interdipendenza dagli scambi di mercato non esime l'azienda dal possedere una propria autonomia economica; ciò non vale per le singole attività economiche effettuate dall'impresa, le quali esistono soltanto nell'ambito del sistema impresa³⁴. L'impresa deve adoperarsi per venire influenzata soltanto da quei condizionamenti ambientali³⁵ positivi o affrontabili in modo selettivo: ne consegue che l'impresa è un sistema "selettivamente aperto", in quanto esso tende ad aprirsi al contesto esterno in modo relativo e non assoluto³⁶. Dalla possibilità di attingere delle competenze ed abilità dal suo contesto esterno, l'azienda trae la propria attitudine all'innovazione e allo sviluppo³⁷;

• è un sistema dinamico³⁸: esso manifesta l'attitudine nell'avvertire gli stimoli provenienti dal suo contesto instabile e mutevole³⁹, nel cogliere le oppor-

un macroambiente del Paese dove l'azienda opera oppure di un contesto più ampio. CODA V., *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, 1988, p. 13. Nell'ottica, però, di delineare gli aspetti di amministrazione aziendale, è necessario circoscrivere il concetto di ambiente, delimitandolo a quanto possa influire sulla struttura e sul comportamento dell'azienda. BRUSA L., *Strutture organizzative d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1986, p. 11. Ne consegue che l'ambiente si esprime con il tessuto economico e sociale nel quale le aziende agiscono e del quale sono le cellule componenti (CAMPEDELLI B., *Analisi aziendale: strumenti concettuali, metodologici e di valutazione dell'impresa*, Giappichelli, Torino, 1998, p. 125). L'azienda è protagonista sia di relazioni ed interazioni tra le componenti del suo sistema, sia con l'ambiente che la circonda. GOLINELLI G.M., *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. L'impresa sistema vitale*, vol. I, Cedam, Padova, 2000. L'operato aziendale può, a sua volta, influenzare il suo ambiente attraverso l'attività economica posta in essere, che generano dei condizionamenti di vario tipo. La definizione di ambiente è, in parte, ripresa ed elaborata da GIACOSA E., *L'economia delle aziende di abbigliamento*, cit., p. 37 ss.

³³ AMADUZZI A., *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, III ed., Utet, Torino, 1978, p. 20.

³⁴ FERRERO G., *Istituzioni di economia d'azienda*, cit., p. 8 ss. Tale attività, quindi, non sono slegate, ossia non possiedono vita autonoma: al contrario, esse sono relazionate l'una all'altra da nessi di causa ed effetto, ossia sono collegate tra loro da un insieme di nessi e connessi. GIANNESI E., *Considerazioni critiche intorno al concetto di azienda*, in *Scritti in onore di Giordano dell'Amore, Saggi di discipline aziendali e sociali*, vol. I, Giuffrè, Milano, 1969, p. 520.

³⁵ LACCHINI M., *Strategia aziendale. Elementi di teoria*, Giappichelli, Torino, 1988, p. 34.

³⁶ BRUSA L., *Strutture organizzative d'impresa*, cit., p. 2; MIOLO VITALI P. (a cura di), *Corso di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino, 2000, p. 24; PAVAN A., *L'amministrazione economica delle aziende*, cit., p. 40.

³⁷ GOLINELLI G.M., *La complessità ambientale: l'impatto sul sistema industriale meridionale*, in *Sinergie*, Quaderno n. 6, 1991, p. 56.

³⁸ Oltre alle suddette caratteristiche, il sistema impresa può essere descritto, altresì, come un sistema complesso, probabilistico e dotato di equifinalità. È complesso, in quanto esso è costituito da una moltitudine di variabili tecniche, finanziarie, economiche, socio-culturali e psicologiche

tunità ed i vincoli da esso derivanti e nell'adattarsi alle mutabili condizioni del suo contesto. Il sistema azienda, quindi, si rinnova continuamente in risposta sia alla mutevolezza delle condizioni al suo interno, sia della variabilità del contesto esterno⁴⁰. La necessità di conoscere l'ambiente rende necessario un comportamento strategico volto ad un monitoraggio costante della dinamicità e della turbolenza dello stesso, sia nel breve sia nel lungo termine⁴¹.

La dinamicità che caratterizza il sistema impresa conduce all'ottenimento di una condizione di equilibrio dinamico in ogni nuova circostanza venutasi a creare. Tale attitudine, che necessita l'adozione di un meccanismo di autorego-

che, relazionate stabilmente tra loro. Gli elementi interni che possono arrecare complessità al sistema sono identificabili nella dimensione organizzativa, nei processi di produzione e nella dimensione economica delle attività. Accanto ad essi, gli elementi esterni che concorrono a rendere complesso il sistema sono, in modo principale, il dinamismo e l'imprevedibilità del contesto. Esso è un sistema probabilistico, in quanto la previsione sull'atteggiamento dei soggetti e dei risultati che verranno realizzati è legata ad un calcolo di probabilità. È un sistema dotato di equifinalità, in quanto esso manifesta l'attitudine nel conseguire le medesime situazioni finali dal punto di vista produttivo, commerciale, economico e finanziario, pur impiegando alternativamente strutture e processi produttivi differenti ed adottando mutevoli comportamenti nei confronti del contesto. DE SARNO, *Aspetti e problemi di organizzazione aziendale*, Intercontinentalia, Napoli, 1969, p. 98 ss. CRICCHIO S., *L'impresa come momento di origine e di diffusione di fenomeni macro-economici*, Giuffrè, Milano, 1980, p. 39. LACCHINI M., *Strategia aziendale. Elementi di teoria*, cit., p. 14 ss. MELIS G., *Elementi di Economia Aziendale*, cit., p. 37 ss. PEZZANI M. F., *Il quadro di riferimento: il controllo delle aziende*, in BORGONOVÌ E. (a cura di), *Il controllo economico nelle aziende sanitarie*, Egea, Milano, 1990, p. 91. PAVAN A., *L'amministrazione economica delle aziende*, cit., p. 39.

Inoltre, il sistema impresa può essere considerato come cibernetico e finalistico. Esso è cibernetico, in quanto è influenzato da impulsi e turbative derivanti dall'esterno, necessitando dei meccanismi di autoregolazione mirati a comportamenti adattivi e proattivi volti a prevenire la distruzione del sistema. Esso è finalistico, in quanto la sua finalità coinvolge tutta la sua gestione. BASTIA P., *Principi di economia aziendale*, Cedam, Padova, 2009, p. 115 ss. FIUME R., *Riflessioni sul ruolo di visione e missione nell'economia delle aziende*, in *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, 5-6/2000, p. 284 ss. Come ultimo, il sistema impresa presenta delle particolari vie di regolazione, ossia possiede degli strumenti volti ad orientarsi in modo costante verso il raggiungimento degli obiettivi prefissati. LAGHI E., *La nota integrativa e l'informazione esterna d'impresa*, Giappichelli, Torino, 1995, p. 4. Tale nota è tratta da GIACOSA E., *L'economia delle aziende di abbigliamento*, cit., p. 32.

³⁹ AMADUZZI A., *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, cit., p. 200 ss. G. FERRERO, *Istituzioni di economia d'azienda*, cit., p. 5.

⁴⁰ BERTINI U., *Il sistema d'azienda. Schema di analisi*, Giappichelli, Torino, 1990, p. 29.

⁴¹ PAOLINI A., *Il monitoraggio ambientale*, in L. MARCHI-A. PAOLINI-A. QUAGLI, *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino, 1997, p. 103.

lazione o "feed-back"⁴², è una condizione necessaria affinché l'impresa possa durare in modo illimitato; ne consegue che l'azienda permane nonostante la mutevolezza delle condizioni esterne ed interne al sistema⁴³. Per operare come un "sistema vitale"⁴⁴, l'azienda deve sviluppare in modo dinamico la capacità di sopravvivere in un mutevole contesto, rincorrendo la propria finalità alla quale collegare una serie di obiettivi⁴⁵.

1.2. La comunicazione aziendale del sistema aziendale

Si è detto precedentemente che l'azienda è definibile come un sistema "aperto", in quanto esso interagisce, anche in modo continuativo, con il suo contesto di riferimento. In tale ottica di forte relazione con il suo ambiente, l'azienda si trasforma da strumento atto al soddisfacimento di interessi privatistici ad istituto economico marcatamente interrelato al suo contesto economico e sociale di riferimento⁴⁶.

Tale interrelazione con il contesto esterno ha prodotto un forte interessamento nei confronti dell'operato aziendale e del suo stato di salute⁴⁷ da parte di una serie di soggetti, anche definiti "stakeholder". Gli "stakeholder"⁴⁸ sono quei

⁴² FERRERO G., *Impresa e management*, cit., p. 8. AIROLDI G.-BRUNETTI G.-CODA V., *Corso di Economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1989, p. 74. PAVAN A., *L'amministrazione economica delle aziende*, cit., p. 42. BASTIA P., *Principi di economia aziendale*, cit., p. 120 ss.

⁴³ FERRERO G., *Istituzioni di economia d'azienda*, cit., p. 6. ZAPPA G., *Il reddito d'impresa*, cit., p. 12. ONIDA P., *Economia d'azienda*, cit., p. 4.

⁴⁴ Per "sistema vitale" si intende un sistema in grado di sopravvivere, rimanendo compatto ed integrale, e di mantenere in modo omeostatico un equilibrio interno ed esterno. Inoltre, esso dispone di meccanismi e possibilità per gli permettono lo sviluppo, l'apprendimento e l'adattamento al suo contesto, al fine di divenire sempre più efficace. BEER S., *Diagnosi e progettazione organizzative: principi cibernetici*, Isedi, Torino, 1991, p. 63.

⁴⁵ GOLINELLI G.M., *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. L'impresa sistema vitale*, cit., p. 170.

⁴⁶ CARAMIELLO C., *L'azienda. Operazioni di gestione e "dinamica dei valori"*, cit., p. 11.

⁴⁷ ZAVANI M., *Il valore della comunicazione aziendale. Rilevanza e caratteri dell'informatica sociale e ambientale*, Giappichelli, Torino, 2000, p. 23 ss.

⁴⁸ AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V., *op. cit.*, 1994, p. 264. ZAMBON S., *Entità e proprietà nei bilanci di esercizio*, Cedam, Padova, 1996. MEIGS R.F.-WILLIAMS J.R.-HAKA S.F.-BETTNER M.S., *Financial Accounting*, Irwin McGraw-Hill, New York, 2001, p. 8 ss. FORTUNA F., *Corporate Governance. Soggetti, modelli e sistemi*, FrancoAngeli, Milano, 2001, p. 56 ss. FREEMAN E.R.-RISCONI G.-DORIGATTI M., *Teoria degli stakeholder*, FrancoAngeli, Milano, 2007.

soggetti che manifestano una sfera di interesse⁴⁹ nei confronti dell'azienda, partecipando a vario titolo alla vita aziendale⁵⁰: gli azionisti, i manager, gli investitori, i creditori, i dipendenti, i clienti, i fornitori, l'amministrazione pubblica e la collettività. L'importanza degli stakeholder ha portato ad un reindirizzamento dell'indirizzo aziendale: da un'impostazione basata sulla *shareholder view*, si è passati a quella di *stakeholder view*⁵¹.

Al fine di interagire con gli stakeholder, la comunicazione diventa lo strumento adottato dall'azienda con il quale trasmettere ad un destinatario delle informazioni mediante dei messaggi: il processo comunicativo che ne deriva diventa interattivo, bidirezionale e circolare dei flussi informativi⁵². Le discipline economico-aziendali valorizzano l'attività comunicativa dell'impresa nei confronti dell'esterno. In esso, gli stakeholder vengono intesi come un sistema rilevante per la gestione dell'impresa, condizionando il suo operato mediante forze positive o negative⁵³.

Nell'ambito dei rapporti che vengono a crearsi tra l'azienda ed il suo contesto, è possibile delineare un gruppo di sottosistemi di relazioni, ognuno dei quali ha per oggetto una serie di relazioni elementari: si pensi ai rapporti impresa-banche, impresa/fornitori, impresa/clienti, impresa/concorrenti, impresa/investitori. In ogni sottosistema di relazioni, l'azienda manifesta una autonomia di comportamento, nonostante vi sia un forte coordinamento tra i vari gruppi di relazioni, i quali sono legati da un comune denominatore, rappresentato dal sistema azienda⁵⁴ (Figura 1.3).

⁴⁹ AVI M.S., *Il bilancio come strumento di comunicazione verso l'esterno*, Cedam, Padova, 1990, p. 18; PIZZO M., *Natura economica e funzione informativa dei conti d'ordine*, Cedam, Padova, 1996, p. 1; CORVI E., *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Milano, Egea, 1997, p. 19; ORLANDONI E., "Il bilancio di gruppo", in ANDREI P.-AZZALI S.-FELLEGARA A.M.-ORLANDONI E., *Il bilancio di esercizio d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 316. PIZZO M., *La dimensione d'azienda e la comunicazione economico-finanziaria: analisi teorica ed empirica nel contesto delle pmi*, Giappichelli, Torino, 2010, p. 36.

⁵⁰ FREEMAN R.E., *Strategic Management. A Stakeholder Approach*, Pitman, Marshfield Mass., 1984, p. 24.

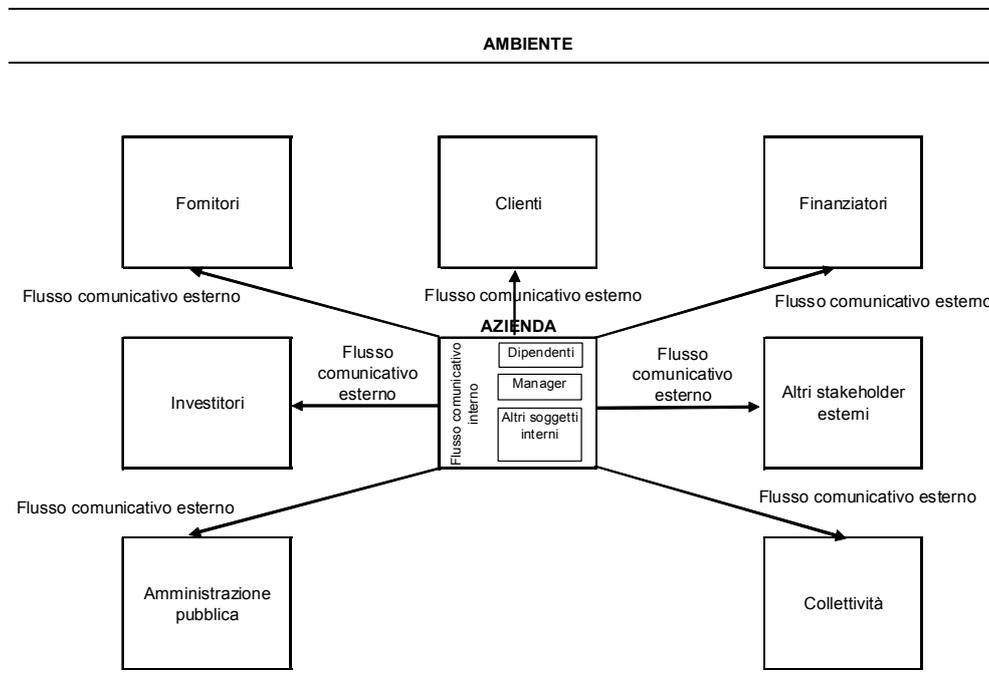
⁵¹ DELL'ATTI V., *L'evoluzione della comunicazione d'azienda alla luce della stakeholder's theory: dal bilancio d'esercizio al bilancio sociale*, Cacucci, Bari, 2003. LAI A., *Paradigmi interpretativi dell'impresa contemporanea*, FrancoAngeli, Milano, 2004, p. 46.

⁵² SHANNON C.E., WEAVER W., *La teoria matematica delle comunicazioni*, Etas Compas, Milano, 1971.

⁵³ QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, FrancoAngeli, Milano, 2004, p. 1 ss.

⁵⁴ S. BRANCIARI, *Integrazione e differenziazione della comunicazione economico-finanziaria verso gli stakeholder internazionali*, in S. BRANCIARI (a cura di), *La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari*, FrancoAngeli, Milano, 2003, p. 14.

Figura 1.3. – Il ruolo della comunicazione nel rapporto azienda/stakeholder



Fonte: Elaborazione personale.

L'attività comunicativa deve aumentare la credibilità aziendale⁵⁵, la fiducia e il consenso da parte dei propri interlocutori⁵⁶. Ne consegue che l'attività di comunicazione costituisce un elemento intrinseco della vita aziendale⁵⁷. Essa favorisce la creazione di una serie di relazioni e di interazioni tra i vari elementi costituenti del sistema impresa, sia interni sia esterni⁵⁸ ed agevola il processo di

⁵⁵ CODA V., *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, Giappichelli, Torino, 1991.

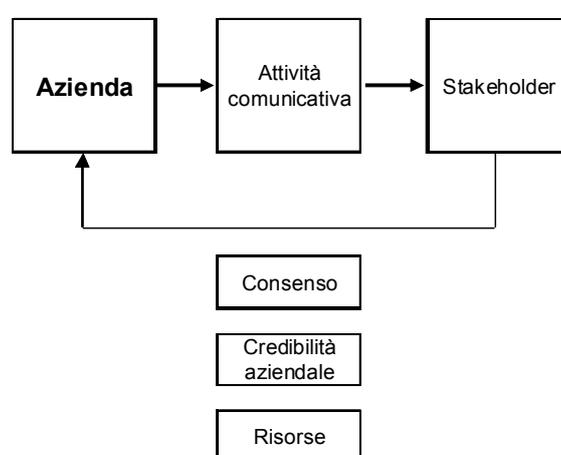
⁵⁶ REILLY B.J., DI ANGELO J.A., *Communication: a cultural system of meaning and value*, in *Human Relations*, 43(2), 1990. SALVIONI D.M., *La comunicazione economico-finanziaria nell'evoluzione telematica dei flussi informativi*, in SALVIONI D.M.-TEODORI C. (a cura di), *Internet e comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, FrancoAngeli, Milano, 2003, p. 18 ss.

⁵⁷ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino, 1992, p. 11. BERTINETTI G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Egea, Milano, 1996, p. 10.

⁵⁸ GOLINELLI G.M., *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. L'impresa sistema vitale*, cit., p. 34.

acquisizione di risorse qualificate e fondamentali per lo sviluppo della stessa. L'impresa vede stimolata la propria capacità innovativa e di sviluppo, grazie alle opportunità derivanti dagli stakeholder di cooperazione e acquisizione del fattore conoscitivo (Figura 1.4)⁵⁹.

Figura 1.4. – Gli effetti della comunicazione verso gli stakeholder



Fonte: Elaborazione personale.

L'ambiente necessita di informazioni aventi per oggetto l'azienda, al fine di effettuare il proprio processo valutativo sull'operato della stessa, verificando l'opportunità nel creare o conservare le relazioni poste in essere con la stessa. Infatti, il processo decisionale può essere intrapreso solo sulla base di una corretta valutazione delle circostanze e di una formulazione dei giudizi non falsata da una mancata informativa⁶⁰. Inoltre, tali esigenze informative sono intensificate dalle possibili posizioni di contrasto di interessi tra l'impresa e le classi di

⁵⁹ GOLINELLI G.M., *La complessità ambientale: l'impatto sul sistema industriale meridionale*, cit., p. 56.

⁶⁰ GIANNESI E., *Le aziende di produzione originaria*, vol. I, *Le aziende agricole*, Corsi, Pisa, 1960, p. 826. BANDETTINI A., *Decisioni e necessità d'informazione nelle aziende*, Cedam, Padova, 1978. MARCHI L.-MANCINI D. (a cura di), *Gestione informatica dei dati aziendali*, FrancoAngeli, Milano, 1999, p. 11.

stakeholder⁶¹, oltre che dalla sempre maggiore interazione tra l'impresa ed il suo contesto di riferimento⁶².

Comunicare significa trasmettere un messaggio ad un determinato pubblico mediante un canale di trasmissione. A tal fine, l'azienda deve effettuare un processo di scelta, in relazione al destinatario, al contenuto da comunicare, allo strumento da impiegare ed a quello che il destinatario deve usare in fase di ricezione. La scelta degli elementi essenziali della comunicazione deve essere coerente con l'obiettivo che l'azienda vuole raggiungere attraverso quel messaggio. Inoltre, ogni scelta in materia comunicativa deve rapportarsi con la "formula di funzionamento" dell'azienda⁶³ (che è influenzata, a sua volta, dal sistema dei valori aziendali intrinseci nell'identità aziendale⁶⁴).

Si tratta di una decisione articolata, in quanto il processo comunicativo è volto a trasmettere ai destinatari non soltanto un mero contenuto, ma anche un'idea, un'opinione e dei valori dell'impresa⁶⁵, in relazione ai quali essa ricerca il consenso da parte dei suoi interlocutori⁶⁶. Inoltre, la comunicazione deve delineare l'area di governo del soggetto economico, oltre alla definizione dei confini aziendali: ciò è indispensabile per far percepire ai destinatari "quanto sta dentro il sistema", "quanto sta fuori il sistema" e "quanto sta né dentro né fuori"⁶⁷.

L'attività di comunicazione aziendale può essere intesa come un tassello fondamentale nell'ambito della gestione strategica dell'azienda⁶⁸. Infatti, essa facilita l'approvvigionamento dei fattori produttivi, attirando le migliori risorse umane ed ottenendo quelle materiali/finanziarie a condizioni più economiche, incrementa la fiducia della clientela e crea un effetto validazione della propria attività⁶⁹.

⁶¹ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 61.

⁶² MARCHI L., *I sistemi informativi aziendali*, II ed., Giuffrè, Milano, 1993, p. 52 ss.

⁶³ CAVENAGO D., *Scelte aziendali ed economicità*, Giuffrè, Milano, 1990, p. 29 ss.

⁶⁴ FAVOTTO F.-BOZZOLAN S., *Evoluzione degli approcci per l'analisi economico-finanziaria d'impresa: alla ricerca di una sintesi in chiave decisionale*, in AA.VV., *Economia e finanza aziendale. Scritti in onore di Edoardo Ardemani*, Giuffrè, Milano, 1997, p. 213.

⁶⁵ MUSSARI R.-DI TORO P.-IANNIELLO G., *L'operare nell'azienda: interessi, motivazioni e valori*, Viterbo, 1998.

⁶⁶ BERTINETTI G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, cit., p. 1 ss. AMIETTA P.L., *La comunicazione nelle organizzazioni*, in *L'Impresa*, 2/1988, p. 18.

⁶⁷ GARZELLA S., *Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle "potenzialità inesprese"*, Giappichelli, Torino, 2005, p. 5.

⁶⁸ CODA V., *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, 1991.

⁶⁹ CODA V., *La valutazione delle formula imprenditoriale*, in *Sviluppo e organizzazione*, marzo-aprile 1984.

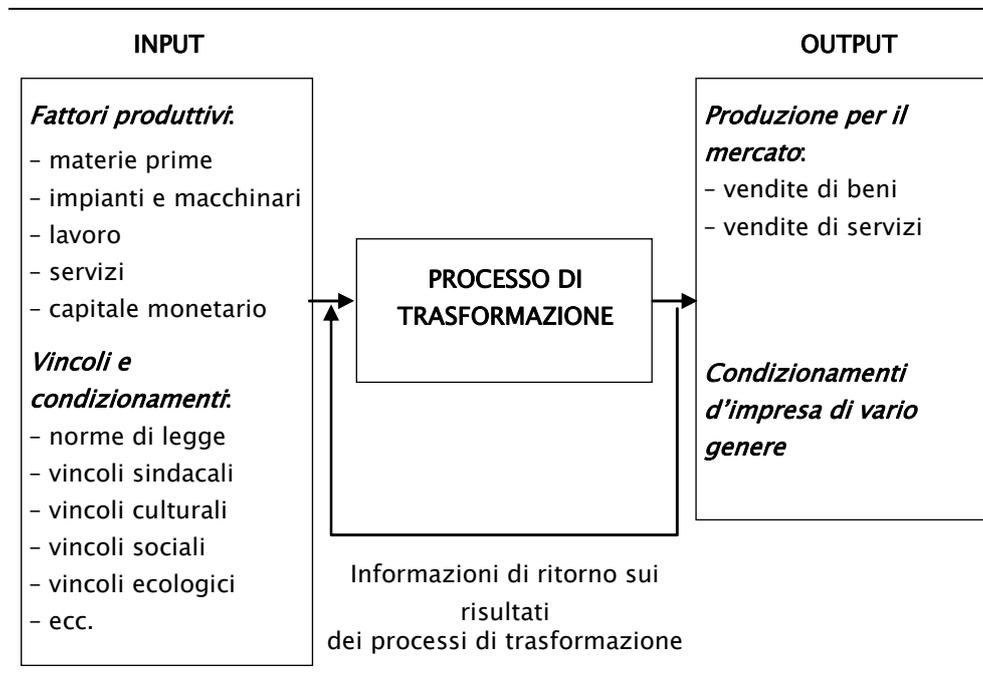
Come si è detto precedentemente, il processo di comunicazione si inserisce nell'ambito delle relazioni tra l'impresa ed il suo ambiente. Al fine di osservare tali relazioni, è possibile fare ricorso al modello "input-output"⁷⁰ (Figura 1.5).

Secondo il suddetto modello "input-output", da un lato, l'azienda acquisisce dall'ambiente una serie di input, rappresentati da fattori produttivi ed altri vincoli e condizionamenti. Tali input sono costituiti da contributi, risorse ed informazioni derivanti da differenti soggetti che operano in tale contesto. A seguito di un processo di trasformazione, l'azienda produce una serie di output, costituiti dai prodotti e da una serie di condizionamenti ambientali di vario genere. Ne consegue un condizionamento dell'attività d'impresa da parte dell'ambiente; allo stesso tempo, anche l'operato aziendale può influenzare il suo ambiente⁷¹.

⁷⁰ RUGIADINI A., *Organizzazione d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1979, p. 10. FERRERO G., *Impresa e management*, cit., p. 10. CODA V., *L'orientamento strategico dell'impresa*, cit., p. 2 ss. Tale modello rappresenta l'impresa come un insieme complesso di variabili strutturali (o input), di comportamenti (variabili intercorrenti) e di risultati (output), in stretta relazione tra loro e dinamicamente collegati all'ambiente esterno. Tale modello è focalizzato sul processo di trasformazione dei fattori produttivi, dal quale hanno origine i prodotti. OSSOLA G., *L'economia delle aziende di gestione aeroportuale*, Giappichelli, Torino, 1996, p. 260. BOZZOLAN S., *Bilancio e valore*, McGraw-Hill, Milano, 2001, p. 15. Il processo di trasformazione economica dei fattori produttivi conferisce agli stessi una nuova utilità, compresa nei prodotti realizzati (FARNETI G., *Economia d'Azienda*, cit., p. 2.), rappresentata dal valore che il mercato attribuisce al prodotto rispetto a quello dei beni utilizzati per la sua produzione (MELIS G., *Elementi di Economia Aziendale*, cit., p. 5.). L'osservazione del processo di trasformazione interna è necessaria anche ai fini dell'analisi delle problematiche del controllo; diversamente, l'indagine verrebbe condotta limitando l'osservazione alle relazioni esterne dell'impresa, perdendo di vista quanto avviene al suo interno. AMIGONI F., *I sistemi di controllo direzionale. Criteri di programmazione e di impiego*, Giuffrè, Milano, 1979, p. 5. Tale nota è tratta da GIACOSA E., *L'economia delle aziende di abbigliamento*, cit., p. 51.

⁷¹ MASINI C., *Lavoro e risparmio*, Utet, Torino, 1970, p. 188 ss. CODA V., *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, 1988, p. 11.

Figura 1.5 – L'impresa nel suo ambiente



Fonte: FERRERO G., *Impresa e management*, cit., p. 10.

Gli output realizzati dall'azienda ed immessi nel suo ambiente specifico ⁷² sono rappresentati dai prodotti, dalle remunerazioni, dalle risorse e dalle in-

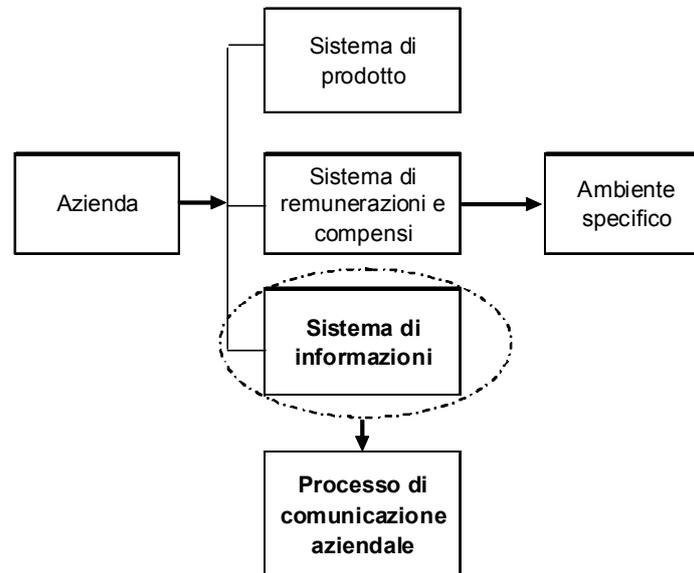
⁷² L'ambiente specifico è il contesto ristretto all'impresa che influenza la sua attività (FERRERO G., *Impresa e management*, cit., p. 146) e nel quale, fin dalla sua costituzione, essa ha affermato la sua business idea (QUAGLI A., *Il comportamento strategico delle piccole imprese*, in MARCHI L.-PAOLINI A.-QUAGLI A., *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino, 1997, p. 198.). Esso è formato dai gruppi sociali ed economici con i quali l'impresa si relaziona con maggiore sistematicità (BRUSA L., *Strutture organizzative d'impresa*, cit., p. 11), ossia i fornitori, i clienti, i finanziatori, i lavoratori, i concorrenti e la pubblica amministrazione. Operativamente, l'ambiente specifico può essere rappresentato come un'area delineata in termini geografico-politici, i cui componenti sono riconducibili all'ambiente generale (GIUNTA F., *La creazione di nuove imprese*, Cedam, Padova, 1993, p. 102. CAVALIERI E.-RANALLI F., *Appunti di economia aziendale*, Kappa, Roma, 1995, p. 41). Ne consegue una influenza più diretta sull'attività economica dell'impresa da parte dell'ambiente specifico. Esso è anche definito microambiente o ambiente istituzionale, in quanto è la parte dell'ambiente generale maggiormente collegato all'impresa (SAITA M., *I fondamentali dell'economia e strategia aziendale*, Giuffrè, Milano, 2005, p. 21). Tale nota è tratta ed elaborata da GIACOSA E., *L'economia delle aziende di abbigliamento*, cit., p. 48.

formazioni. In altri termini, l'azienda produce un "sistema di prodotto", un "sistema di remunerazioni e compensi" e un "sistema di informazioni"⁷³. Focalizzando l'attenzione sul "sistema di informazioni", viene a crearsi un processo di comunicazione biunivoco che lega l'impresa al suo ambiente, avente per oggetto una serie di informazioni di differenti tipologie e destinatari. Da una parte, l'ambiente produce un flusso informativo a cui l'azienda attinge, generando dei vincoli o delle opportunità per il suo operato; dall'altra, l'impresa produce una serie di condizionamenti nei confronti del suo contesto di riferimento, che sono oggetto di comunicazione. L'azienda, quindi, deve possedere un valido sistema informativo⁷⁴, capace di supportare la produzione e la distribuzione dei flussi informativi sia all'interno dell'azienda e verso l'esterno (Figura 1.6).

⁷³ ALLEGRINI M., *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 3.

⁷⁴ Con riferimento alle peculiarità e funzionalità dei sistemi informativi aziendali, la letteratura economico-aziendale ha prodotto una ricca serie di contributi. Tra gli altri, si fa rimando ai seguenti scritti. RUGIADINI A., *I sistemi informativi d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1970, p. 70; CAVALIERI E., *Considerazioni critiche sulle caratteristiche generali del sistema informativo aziendale*, in *Rivista italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 12, dicembre 1973; ZANDA G., *La grande impresa. Caratteristiche strutturali e di comportamento*, Giuffrè, Milano, 1974, p. 4 ss.; SIBILIO PARRI B., *Sistema informativo e ricerca operativa*, Arti grafiche Il Torchio, Firenze, 1977. PISONI P., *Il sistema informativo dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1979, p. 12 ss.; MAGGIOLINI P., *Costi e benefici di un sistema informativo*, Etas, Milano, 1981, p. 9 ss.; LUCIANETTI L., *Sul sistema informativo aziendale. Caratteri, funzioni e logica del piano dei conti*, Lint, Trieste, 1988; MARCHI L., *I sistemi informativi aziendali*, Giuffrè, Milano, 1989, p. 7; BASTIA P., *Il bilancio d'impresa*, Clueb, Bologna, 1989, p. 10; MARCHI L., *I sistemi informativi aziendali*, cit., 1993; DI TORO P., *I flussi informativi nelle imprese: note introduttive sulla loro circolazione*, Stamperia della Facoltà di economia-scienze economiche e bancarie, Siena, 1996. CRICCHIO S., *Il sistema informativo del bilancio di esercizio*, cit., p. 5; CAMUSSONE P.F., *Il sistema informativo aziendale*, Etas, Milano, 1998, p. 17; CAPERCHIONE E., *Sistemi informativo-contabili nella pubblica amministrazione: profili comparati, evoluzione e criteri per la progettazione*, Egea, Milano, 2000; BOZZOLAN S., *Bilancio e valore*, cit., p. 2; MELIS G., *Elementi di Economia Aziendale*, cit., p. 155; BERETTA S., *Struttura, processi, meccanismi di governo*, in FAVOTTO F., *Economia aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 2001, p. 123; TRAVAGLINI C., *Il sistema informativo-contabile dell'azienda non profit*, Nautilus, Bologna, 2001.

Figura 1.6. – Il sistema di informazioni nelle relazioni azienda-ambiente specifico



Fonte: Elaborazione personale.

Il flusso informativo posto in essere nei confronti degli stakeholder è indispensabile per la sopravvivenza dell'azienda, in quanto questi ultimi possono influenzare il suo operato, fino ad incidere sulla sua esistenza. Inoltre, il suddetto "sistema di informazioni" deve tenere in considerazione un allargamento dei confini operativi dell'azienda che, se coinvolta da un processo di globalizzazione, può doversi relazionare ad nuove tipologie di soggetti portatori di interesse⁷⁵.

La produzione dell'informativa verso l'esterno è dettata dalla necessità di porre in essere un dialogo con gli interlocutori dell'azienda; allo stesso tempo, essa è la manifestazione di vita dell'impresa, che vive intrecciando relazioni con il suo ambiente esterno⁷⁶.

⁷⁵ BRANCIARI S., *Integrazione e differenziazione della comunicazione economico-finanziaria verso gli stakeholder internazionali*, in S. BRANCIARI (a cura di), *La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari*, cit., p. 14.

⁷⁶ CATTURI G., *Produrre e consumare ma come? Verso l'ecologia aziendale*, Cedam, Padova, 1990, p. 18.

Il processo di comunicazione verso il contesto esterno rappresenta un sottosistema nell'ambito del sistema azienda, il quale rientra nel sistema informativo. Attraverso la comunicazione, l'impresa punta al raggiungimento di una serie di sub-obiettivi, che rientrano nell'ambito della gestione e del consolidamento delle relazioni impresa-ambiente: si pensi al raggiungimento di una credibilità e reputazione sul mercato, dell'ottenimento della fiducia da parte degli stakeholder, della collegata acquisizione delle risorse finanziarie necessarie all'operatività aziendale. I suddetti sub-obiettivi rientrano in un quadro più ampio, che contribuisce all'esistenza delle condizioni essenziali per la sopravvivenza dell'impresa⁷⁷.

Se l'impresa è un sistema, la comunicazione viene intesa come il legame che permette atteggiamenti armonizzati dei suoi elementi costitutivi, affinché essi siano indirizzati verso comuni obiettivi⁷⁸. Ciò permette di evitare il disordine che si crea in un'organizzazione quando gli individui operano nel rispetto di obiettivi individuali in contrasto con quelli comuni⁷⁹: la comunicazione genera un'azione di indirizzo e di ordine, attraverso l'autorganizzazione⁸⁰. La comunicazione esterna contribuisce a raggiungere un "ordine di composizione"⁸¹, che permette all'azienda di resistere al moto generato da forze esterne ed interne alla stessa che, se libere di agire, possono alterare una situazione di equilibrio.

Quando la comunicazione si incentra sulle aree strategiche di affari⁸², essa è indirizzata alla gestione del consenso finalizzato al successo competitivo. Rife-

⁷⁷ CODA V., *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, cit.

⁷⁸ AMIGONI F., *La comunicazione interna come strumento di management*, in AA.VV., *La comunicazione: strumento di management per le imprese complesse*, Egea, Milano, 1991, p. 6.

⁷⁹ FIOCCA R., *Relazioni, valore e comunicazione d'impresa*, Egea, Milano, 1993, p. 58.

⁸⁰ VICARI S., *L'impresa vivente: itinerario in una diversa concezione*, Etas, Milano, 1991, p. 69.

⁸¹ GIANNESI E., *Le aziende di produzione originaria*, vol. I, cit., p. 54 ss.; FERRARIS FRANCHESCHI R., *L'azienda: caratteri discriminanti, criteri di gestione, strutture e problemi di governo economico*, in CAVALIERI E. (a cura di), *Economia Aziendale*, vol. I, Giappichelli, Torino, 2000, p. 51.

⁸² L'"area strategica di affari" (ASA) o *strategic business unit* è costituita da una o più combinazioni prodotto/mercato/tecnologia che si delinea al pari di una unità di sintesi con responsabilità reddituale. Essa è caratterizzata da una propria struttura economica, con necessità di guida strategica in relazione alle caratteristiche della propria arena competitiva. CODA V., *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, 1989, p. 50 ss. L'identificazione di un portafoglio di ASA permette di delimitare il "territorio competitivo" nel quale l'azienda si prefigge di svolgere la sua attività: tanto più i confini di tale territorio sono definiti in modo chiaro, tanto più la strategia sarà mirata. DONNA G., *L'impresa competitiva. Un approccio sistemico*, Giuffrè, Milano, 1992, p. 7. Tale nota è tratta da GIACOSA E., *L'economia delle aziende di abbigliamento*, cit., p. 99.

rendosi ad ogni combinazione prodotto-mercato-tecnologia, i messaggi comunicazionali debbono essere compatibili sia con le caratteristiche di ogni singolo business sia con il contesto competitivo nel quale esso opera⁸³. È fondamentale, però, che la comunicazione si orienti al successo della formula imprenditoriale⁸⁴ non soltanto con riferimento ad una singola area strategica di affari, ma in un'ottica globale, ossia in un'ottica competitiva, sociale e reddituale⁸⁵.

L'attività comunicativa non si limita a convalidare la presenza aziendale nel suo contesto generale sotto il profilo economico; essa è volta anche a legittimare la funzione sociale⁸⁶ dell'azienda, in virtù del miglioramento da essa prodotto della prosperità sociale ed ambientale sia dei suoi interlocutori sia dell'intera

⁸³ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 43 ss.

⁸⁴ Per "formula imprenditoriale" si intende la risultante di una serie di scelte di fondo concernenti i seguenti oggetti di osservazione (CODA V., *L'orientamento strategico dell'impresa*, cit., p. 72 ss. CODA V. (a cura di), *La valutazione della formula imprenditoriale*, in Invernizzi G. (a cura di), *Strategia aziendale e vantaggio competitivo*, McGraw-Hill, Milano, 2008, p. 54 ss.):

– il sistema competitivo o i sistemi competitivi: in tale contesto, l'azienda definisce delle relazioni con clienti, fornitori e concorrenti, con l'intento di crearsi una posizione e ritagliarsi un ruolo. In tale contesto, le informazioni sulla concorrenza sono fondamentali sia per identificare il proprio vantaggio competitivo (LAMBIN J.J., *Market-driven management*, MacMillan Business, London, 2000, p. 345) sia per rapportarsi e confrontarsi efficacemente con i concorrenti (CODA V., *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, 1989, p. 212);

– il sistema di prodotto offerto (DONNA G., *L'impresa competitiva. Un approccio sistemico*, cit., p. 11): esso è composto da elementi materiali ed immateriali, dai servizi collegati e dalle condizioni economiche di acquisto. Nell'ambito del sistema competitivo, viene posto in essere un confronto tra il sistema di prodotto offerto dall'azienda e quello dei concorrenti;

– il sistema di interlocutori sociali: in tale campo, l'azienda pone in essere delle relazioni con i finanziatori, con i soggetti che apportano forza lavoro e le loro rappresentanze sindacali e con l'amministrazione pubblica, rivestendo un ruolo nell'ambito del mercato del credito, del lavoro e nella collettività;

– la proposta progettuale dell'azienda: l'azienda crea delle prospettive in modo diversificato per ogni categoria di interlocutore sociale. Ad essi, essa richiede un contributo (si pensi alla prestazione lavorativa, all'erogazione di un mutuo, all'apporto di capitale a pieno rischio) o un consenso (come nel caso delle organizzazioni sindacali). Il confronto della propria proposta progettuale con quella dei concorrenti permette di stabilire la convenienza della stessa;

– la struttura (come la struttura produttiva, quella commerciale o la struttura patrimoniale-finanziaria): la struttura viene utilizzata dall'impresa per presentare al mercato il suo sistema di prodotto e per comunicare la proposta progettuale agli interlocutori interessati.

Tale nota è tratta da GIACOSA E., *L'economia delle aziende di abbigliamento*, cit., p. 100 ss.

⁸⁵ CODA V., *La valutazione della formula imprenditoriale*, in *Sviluppo e Organizzazione*, cit.

⁸⁶ FERRARIS FRANCESCHI R., *Finalità dell'azienda e condizioni di funzionamento*, cit., p. 231.

comunità⁸⁷. La comunicazione, quindi, deve chiarire la responsabilità sociale dell'azienda⁸⁸.

La letteratura⁸⁹ ha evidenziato una stretta correlazione tra la comunicazione e la cultura aziendale. La cultura aziendale concorre alla creazione di un linguaggio di trasmissione, osservazione e interpretazione dei flussi informativi, a volta inducendo determinati comportamenti degli interlocutori. La comunicazione diventa uno strumento per la propagazione della cultura aziendale, in quanto essa possiede una missione di responsabilità culturale; l'attività culturale diventa, pertanto, un elemento di congiunzione tra i valori culturali dell'azienda e la società destinataria e, a sua volta, alimentatrice, degli stessi⁹⁰. La comunicazione non può esimersi dai valori della cultura aziendale, i quali debbono essere opportunamente riordinati per permettere l'attuazione di una efficace politica comunicativa⁹¹.

1.3. Le peculiarità del processo di comunicazione aziendale

L'azienda pone in essere delle relazioni con una serie di interlocutori o stakeholder. Nell'ambito di tali relazioni, essa deve saper comunicare le proprie capacità, far apprezzare le competenze distintive possedute, in particolare le *core competencies*⁹², e sviluppare un elevato grado di affidabilità nei confronti degli stakeholder. Al contrario, la sua politica comunicativa non deve nascondere, ingannare o far apparire una situazione diversa da quella reale, nell'ottica della massima trasparenza⁹³.

⁸⁷ BERTINI U., *Il sistema d'azienda. Schema di analisi*, Seu, Pisa, 1986, p. 23. MICHELON G., *Sustainability Disclosure and Reputation: A Comparative Study*, Università degli Studi di Padova, "Marco Fanno", Working Paper n. 44, settembre 2007, p. 30 ss.

⁸⁸ BAGNOLI L., *Quale responsabilità sociale per l'impresa*, FrancoAngeli, Milano, 2004. ZATTONI A.-PERRINI F., *Corporate Governance*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2006. HINNA L., *Come gestire la responsabilità sociale dell'impresa: manuale pratico-operativo, processi, strumenti e modelli, la redazione del bilancio sociale*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2005. SVENDSEN A., *The Stakeholder Strategy: Profiting from Collaborative Business Relationships*, Berret-Koheler Publishers, 2000. BAGNOLI L., *Responsabilità sociale e modelli di misurazione*, FrancoAngeli, Milano, 2010.

⁸⁹ SALVIONI D.M., *Controllo di gestione e comunicazione nell'azienda pubblica*, Working Paper n. 2, Università degli Studi di Brescia, Dipartimento di Economia Aziendale, 1999, p. 18.

⁹⁰ AA.VV., *Le livre de la communication d'entreprise et des medias*, Dunod, Paris, 1990, p. 459.

⁹¹ REILLY B.J.-DI ANGELO J.A., *Communication: a cultural system of meaning and value*, in *Human Relations*, 43(2), 1990, p. 129 ss.

⁹² HITT M.A.-IRELAND R.D.-HOSKISSON R.E., *Strategic management. Competitiveness and globalization*, Fourth Edition, South-Western College Publishing, Cincinnati, Ohio, 2001, p. 113.

⁹³ CORVI E., *Immagine e trasparenza nella gestione delle imprese*, Utet, Torino, 1994, p. 48.

L'importanza della comunicazione aziendale è collegabile sia alla numerosità e alla tipologia degli interlocutori, sia all'esigenza di attirare risorse finanziarie necessarie per il perseguimento degli obiettivi aziendali⁹⁴. Inoltre, la globalizzazione del contesto di riferimento e la ridotta tempificazione dei processi valutativi sollecitano la creazione di relazioni tra l'azienda ed il suo ambiente, intensificando la necessità di comunicazione tra le parti coinvolte⁹⁵.

Informazione e comunicazione sono tasselli interconnessi di un unico processo, in quanto non esiste informazione se non ha luogo la sua comunicazione. In particolare, l'informazione non è fine a se stessa, ma acquisisce dignità e valenza soltanto se essa viene trasmessa al destinatario per il quale essa è stata concepita. L'informazione, opportunamente raccolta, elaborata e comunicata, crea i presupposti per lo sviluppo della conoscenza, che rappresenta una condizione di sostanziale crescita del sistema aziendale. Ne consegue che l'informazione costituisce un fattore fondamentale che contribuisce al governo economico dell'impresa⁹⁶.

Per comunicazione non si intende soltanto il trasferimento di informazioni dall'azienda ai destinatari ed il successivo trasferimento di messaggi di ritorno in senso inverso. Al contrario, la comunicazione è necessaria per il migliore utilizzo delle risorse disponibili, resa possibile grazie alla condivisione di valori, idee ed accordi che promuove la fiducia e il consenso degli interlocutori⁹⁷. Alla base di un'efficace comunicazione esterna, vi deve però essere una marcata esplicitazione sia degli obiettivi prefissati sia delle strategie atte al loro conseguimento; infatti, l'assenza di un chiaro e condivisibile progetto non facilita la convinzione dei soggetti che interagiscono con l'azienda, soprattutto di quelli più preparati⁹⁸ (Figura 1.7).

⁹⁴ CORVI E., *Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, Egea, Milano, 2000, p. 11.

⁹⁵ GIUSEPPONI K., *La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese italiana nei mercati esteri: profili generali*, in GIUSEPPONI K., *La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese*, FrancoAngeli, Milano, 2001, p. 16.

⁹⁶ SALVIONI D.M., *Comunicazione economico finanziaria e analisi della concorrenza*, in SALVIONI D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino, 2002, p. 4 ss. TEODORI C., *L'efficacia della comunicazione di bilancio e l'analisi dei concorrenti*, in SALVIONI D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino, 2002, p. 247.

⁹⁷ REILLY B.J.-DI ANGELO J.A., *Communication: a cultural system of meaning and value*, cit.

⁹⁸ CODA V., *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, cit., p. 49.

Figura 1.7. – La condivisione informativa tra azienda e destinatari della comunicazione



Fonte: Elaborazione personale

Il processo di comunicazione aziendale viene attivato in svariati momenti della vita aziendale:

- in fase di costituzione: l'azienda comunica all'esterno al fine di illustrare il progetto iniziale, di ottenere il consenso da parte dei soggetti interessati e di reperire le risorse finanziarie necessarie;

- all'atto della preparazione dell'assetto strutturale ed operativo iniziale: l'attività comunicativa ha il compito di facilitare la creazione dei presupposti indispensabili per il funzionamento futuro dell'azienda nel rispetto di stabili condizioni economiche, per evitare che la stessa si dissolva⁹⁹;

- durante la vita dell'azienda: la comunicazione, sia interna sia esterna, viene impiegata in ambito istituzionale, organizzativo e commerciale al fine di una buona riuscita della formula imprenditoriale. Allorché l'azienda debba affrontare circostanze problematiche e di crisi, la comunicazione contribuisce alla trasparenza informativa, che coadiuva l'ottenimento del consenso da parte degli interlocutori aziendali e delle risorse necessarie al superamento della situazione difficoltosa. Ne consegue che, in circostanze di particolare difficoltà, il processo comunicativo è spinto da marcate esigenze oggettive: diventa necessario far conoscere agli interlocutori l'esatto valore dell'azienda e del suo capitale azio-

⁹⁹ GIANNESI E., *Considerazioni critiche intorno al concetto di azienda*, in *Scritti in Onore di Giordano Dell'Amore*, cit., p. 506.

nario, così come è indispensabile porre in essere una politica di salvaguardia del patrimonio¹⁰⁰. Inoltre, l'azienda vede accresciuta la necessità di comunicare in modo efficace il processo comunicativo, a causa della forte dipendenza da soggetti esterni e dell'aggravamento del rapporto di fiducia che gli stessi mostrano nei confronti della prospettiva di continuità aziendale¹⁰¹.

In caso di operazioni di finanza straordinaria, quali un collocamento, un'offerta pubblica di acquisto, una fusione ed una acquisizione, la politica comunicativa è volta a trasmettere il valore dell'azienda, tanto da essere anche definita "comunicazione del valore". In tale contesto, il piano di comunicazione non contempla soltanto aspetti di natura economico-finanziaria, ma deve considerare anche l'effetto delle scelte aziendali sugli interessi degli stakeholder. Ad esempio, nel caso di una fusione o acquisizione, l'attività comunicativa si rivolge in modo primario alla comunità finanziaria (formata da autorità di controllo, operatori e azionisti), ai dipendenti e ai clienti, i quali sono interessati direttamente all'operazione. Ad essi si aggiungono tutti quei soggetti che, anche se non coinvolti in modo diretto, possono influenzare il risultato dell'operazione, tra i quali si collocano i mass media, le autorità locali, gli opinion leader del settore, i fornitori ed i distributori. Nell'ottica di cautelarsi da eventuali reazioni negative da parte dei suoi interlocutori, l'azienda deve fornire una serie di elementi che descrivano gli aspetti salienti dell'operazione straordinaria, oltre a delineare gli effetti benefici della stessa sul patrimonio culturale e commerciale dell'azienda e sul suo stato di salute.

Ne consegue che la comunicazione aziendale si articola in modo congiunto all'andamento gestionale, all'evoluzione strategica e alle mutevolezze dell'ambiente: pertanto, l'attività comunicazionale va considerata come un elemento dei sistemi direzionali, dal quale può dipendere il successo¹⁰² delle scelte strategiche¹⁰³. Tale successo competitivo ed il consenso sociale costituiscono un elemento sostanziale nell'ambito della durevole concretizzazione delle condizioni di economicità¹⁰⁴: essi favoriscono l'ottenimento di un guadagno non

¹⁰⁰ CORVI E., *Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 186 ss.

¹⁰¹ HEATH R., *Crisis Management. Financial Times Professional*, Pitman/Financial Times, London, 1998. GIACOSA E.-MAZZOLENI A., *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, Giappichelli, Torino, 2012, p. 231.

¹⁰² BERTINI U., *Scritti di politica aziendale*, Giappichelli, Torino, 1990, p. 83 ss.

¹⁰³ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 11 ss.

¹⁰⁴ Per "economicità" (GIACOSA E.-MAZZOLENI A., *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, cit., p. 55) si intende la capacità dell'impresa di operare come "strumento economico

temporaneo e contribuiscono a sostenere, rinnovare ed aumentare il patrimonio commerciale, tecnologico, finanziario, organizzativo, umano e sociale dell'azienda¹⁰⁵.

durevole”, ossia di perdurare operando come strumento economico. L’attitudine all’economicità nel lungo periodo non esclude che, in determinati periodi del suo ciclo di vita, l’azienda possa essere caratterizzata da un operare non economico. Ciononostante, nel lungo andare, l’economicità costituisce quella peculiarità attitudinale che assegna all’azienda la natura di “strumento economico durevole”. FERRERO G., *Istituzioni di economia d’azienda*, cit., p. 198 ss. RANALLI F., *Considerazioni sul tema dell’economicità aziendale*, Clua, Pescara, 1988; BIANCHI C., *Il modello aziendale come modello di economicità*, cit. L’azienda è, quindi, intesa come un fenomeno di durevole economicità. GIANNESI E., *Le aziende di produzione originaria*, vol. I, *Le aziende agricole*, cit., p. XIV. Pertanto, l’economicità aziendale si focalizza sull’equilibrio economico della gestione da un punto di osservazione interno all’impresa. BUCCELLATO A., *Il sistema informativo delle aziende pubbliche*, Cedam, Padova, 1992, p. 119. Un’azienda non dotata di economicità non possiede durabilità: essa non mostra autonomia economica, in quanto è priva del suo “carattere di sistema compiuto” che la farebbe operare come strumento economico duraturo (CASSANDRO P.E., *Le aziende. Principi di ragioneria*, Cacucci, Bari, 1962, p. 43. PAOLINI A., *Le condizioni di equilibrio aziendale*, in MARCHI L. (a cura di), *Introduzione all’economia aziendale*, Giappichelli, Torino, 1998, p. 481). In altri termini, un’azienda priva di economicità non possiede “capacità propria di esistenza” (ZAPPA G., *Le produzioni nell’economia delle imprese*, vol. I, cit., p. 65): o è destinata a dissolversi, oppure a sopravvivere di vitalità economica riflessa. Affinché un’azienda sia autonoma, è necessario che la stessa possieda autosufficienza economica della gestione, ossia sia in grado di operare in condizioni di “equilibrio economico dell’esercizio” (ONIDA P., *Economia d’azienda*, Utet, Torino, 1960, p. 57 ss.): a tal fine, l’azienda deve saper fronteggiare il fabbisogno di fattori produttivi, supportando la loro remunerazione. Non necessariamente tale attitudine deve manifestarsi in modo costante nel tempo, in quanto possono verificarsi dei temporanei squilibri economici di breve periodo, dovuti al presentarsi di periodi sfavorevoli nella vita aziendale. In essi, l’azienda sopravvive se la differenza negativa tra ricavi e costi d’esercizio è compensata da altre differenze positive realizzate in passato o da realizzare in futuro. CRICCHIO S., *L’impresa come momento di origine e di diffusione di fenomeni macro-economici*, cit., p. 82. Ne consegue che l’attitudine all’autosufficienza economica di un’impresa deve essere valutata nel lungo termine. GIANNESI E., *L’equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione*, Giuffrè, Milano, 1982, p. 14. CARAMIELLO C., *L’azienda. Alcune brevi riflessioni introduttive*, Giuffrè, Milano, 1993, p. 76 ss.; ZUCCARDI MERLI M., *Il sistema informativo contabile per la determinazione dell’equilibrio economico*, in ANSELMINI L. (a cura di), *L’equilibrio economico nelle aziende sanitarie*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano, 1996, p. 41. PUCCI S., *Alcune riflessioni sull’economicità, efficacia ed efficienza negli enti locali*, Giappichelli, Torino, 2003. Il concetto di economicità è stato altresì applicato al settore pubblico; a tal proposito, si veda VALOTTI, G., *Economicità e innovazione nelle imprese di servizi locali*, Egea, Milano, 1994.

¹⁰⁵ CODA V., *Strategia d’impresa e comunicazione: il legame mancante*, in AA.VV., *La comunicazione nella strategia dell’impresa: dal mercato nazionale al mercato unico*, Egea, Milano, 1990, p. 4.

Data la rilevanza della dimensione relazionale¹⁰⁶ tra l'impresa ed il suo ambiente, per ogni categoria di interlocutore l'azienda produce un flusso informativo distinto; in particolare, è possibile delineare le seguenti tipologie di comunicazioni, senza la presunzione di ragionamenti in compartimenti stagni¹⁰⁷ (Figura 1.8):

a) comunicazione commerciale: essa è volta ai soggetti che compongono il sistema competitivo, con l'obiettivo di illustrare la gamma produttiva alla clientela, sia quella già posseduta, sia quella potenziale¹⁰⁸, di incrementare e rafforzare il mercato di sbocco¹⁰⁹ e di giungere al successo nelle varie aree d'affari nelle quali l'azienda è impegnata¹¹⁰. Ad esempio, riferendosi ai rapporti con la clientela, l'azienda ha l'obiettivo di far percepire il contenuto tangibile ed intangibile dell'offerta e comunicare l'attitudine della stessa nel soddisfare i bisogni dei consumatori. Essa si avvale di strumenti classici di tipo promozionale, quali la pubblicità, le promozioni e le sponsorizzazioni, oppure più innovativi, quali il web marketing;

b) comunicazione economico-finanziaria: essa è rivolta principalmente al "sistema finanziario", con particolare riferimento ai soggetti che hanno apportato capitale, sia a pieno rischio sia di debito. L'obiettivo è quello di favorire la comprensione della dinamica economico-finanziaria dell'azienda, sia passata sia prospettica, permettendo agli stakeholder di valutare l'andamento e l'intensità del moto aziendale. In particolare, essa ha per oggetto sia aspetti quantitativi, legati alla sfera economica, finanziaria e patrimoniale della gestione, sia aspetti qualitativi che influiscono sui precedenti, come le linee strategiche e le

¹⁰⁶ FIOCCA R., *Relazioni, valore e comunicazione d'impresa*, cit., p. 45 ss.

¹⁰⁷ BERTINETTI G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, cit., p. 33 ss. CORVI E., *Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 24. La seguente classificazione è di prima approssimazione, in quanto tali categorie presentano alcuni aspetti comuni. Si pensi alle informazioni di natura economico-finanziaria, le quali sono di interesse anche al "sistema degli interlocutori sociali" e a quello "competitivo". SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 13. ALLEGRINI M., *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 4 ss. FRADEANI A., *La globalizzazione della comunicazione economico-finanziaria. IAS/IFRS e XBRL*, Giuffrè, Milano, 2005, p. XIX. CACIA C., *Comunicazione economico-finanziaria, investor relations e creazione di valore*, Giappichelli, Torino, 2010, p. 21 ss.

¹⁰⁸ GIANNESI E., *Le aziende di produzione originaria*, vol. I, cit., p. 148.

¹⁰⁹ DEMARTINI P., *La comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese che operano sui mercati internazionali. Profili generali*, in PAOLONI M.-CESARONI F.M.-DEMARTINI P. (a cura di), *internazionalizzazione e comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese*, FrancoAngeli, Milano, 2005, p. 78.

¹¹⁰ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 19.

scelte operative. Alla suddetta tipologia di comunicazione economico-finanziaria sono dedicati i capitoli seguenti;

c) comunicazione socio-ambientale o istituzionale: essa è orientata al “sistema degli interlocutori sociali”, formato dai fornitori, dai dipendenti, dai sindacati, dalla pubblica amministrazione e dalla collettività. L’obiettivo è quello di chiarire i rapporti tra l’azienda ed i vari interlocutori, sotto il profilo dell’ottenimento e alla cessione di risorse, dell’influsso positivo e negativo sull’ecosistema e dell’attitudine della stessa nel creare valore nel tempo per gli interlocutori. In tal modo, l’azienda rende noti all’esterno la sua mission ed i suoi valori: si tratta di una politica comunicativa alquanto delicata, poiché essa può avere delle ripercussioni sulla reputazione aziendale, incidendo anche sul fatturato¹¹¹. Per tal motivo, secondo alcuni autori¹¹² la comunicazione socio-ambientale potrebbe essere inserita nella categoria di quella economico-finanziaria, se intesa in senso più ampio. Tra i principali destinatari della comunicazione istituzionale si collocano i portatori di capitale di rischio, nei confronti dei quali la comunicazione deve rappresentare in modo trasparente ed etico l’andamento gestionale, andando a delimitare il “giusto posto” dell’azienda nei confronti sia delle persone interessate al suo operare sia degli individui che vi operano¹¹³. Con tale tipologia di comunicazione, l’azienda punta ad affermare la propria notorietà ed immagine¹¹⁴ e, di conseguenza, ad ottenere il consenso nei confronti dell’esterno sulla propria formula imprenditoriale. Un deterioramento dell’immagine aziendale nell’ambito del potrebbe arrecare, infatti, una perdita di valore delle risorse immateriali in possesso dell’azienda¹¹⁵. L’importanza sempre maggiore del consenso mostrato da parte degli interlocutori sociali ha portato alla diffusione del bilancio sociale, che rappresenta uno strumento della comunicazione socio-ambientale.

¹¹¹ COWEN, S.S.-FERRERI, L.B.-PARKER, L.D. (1987), *The impact of corporate characteristics on social responsibility disclosure: a typology and frequency-based analysis*, in *Accounting, Organizations and Society*, vol. 12, n. 2, p. 111 ss.

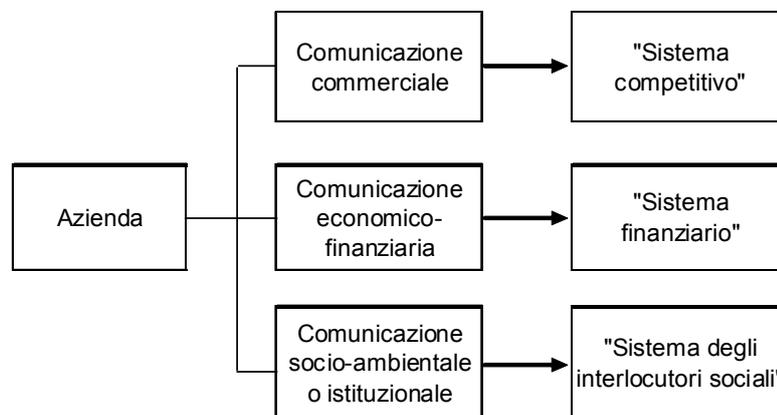
¹¹² ALLEGRINI M., *L’informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 6.

¹¹³ WEIL P., *Communication obblige*, FrancoAngeli, Milano, 1991, p. 166 ss.

¹¹⁴ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d’impresa*, cit., p. 19.

¹¹⁵ TARTAGLIA POLCINI P., *L’interpretazione economico-contabile delle risorse immateriali: problematiche rappresentative e valutative nell’informazione esterna d’impresa*, Giappichelli, Torino, 2003.

Figura 1.8. – Le tipologie di comunicazione in relazione ai soggetti destinatari



Fonte: Elaborazione personale.

1.4. La comunicazione integrata

Quando la comunicazione è volta a creare un insieme armonico e convergente di azioni finalizzato ad una relazione costruttiva con diverse categorie di interlocutori ed ha l'intento di attestare convenientemente il progetto strategico dell'impresa, la comunicazione diventa "integrata"¹¹⁶. L'importanza assegnata alla comunicazione quale collante tra l'azienda ed il suo contesto esterno fa sì che nel sistema impresa sia delineabile un sotto-sistema di comunicazione, il quale è volto alla produzione di flussi comunicativi impliciti ed espliciti che debbono influenzare positivamente la dinamica aziendale.

Il processo comunicazionale è volto a sviluppare la credibilità strategica e reddituale dell'azienda: essa si raggiunge quando gli stakeholder giudicano positivamente l'attività e le scelte strategiche di fondo dell'azienda¹¹⁷, riponendo fiducia nell'attitudine dell'impresa nel soddisfare le attese dei suoi interlocutori¹¹⁸: si crea un immediato beneficio sull'immagine aziendale che viene percepita all'esterno¹¹⁹, oltre ad una forte capacità attrattiva sul mercato¹²⁰.

¹¹⁶ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 26.

¹¹⁷ GUATRI L., *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano, 1991, p. 153.

¹¹⁸ CODA V., *La comunicazione economica nella strategia aziendale*, in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, Egea, Milano, 1989, p. 10; VICARI S., *L'impresa vivente: itinerario in una diversa concezione*, cit., p. 76 ss. CORVI E.,

La politica dell'immagine deve trovare una sinergia tra la suddetta attività comunicativa e l'attività aziendale: nell'intento di consolidare l'immagine aziendale, il flusso comunicativo ha l'obiettivo di rappresentare l'insieme di capacità ed attitudini dell'impresa che vengono giudicate rilevanti in relazione alle circostanze e ai destinatari dello stesso¹²¹. Al contrario, esso non deve basarsi su un'attività di disinformazione e manipolazione della percezione dell'utenza¹²². Inoltre, l'imprenditore o il management deve trovare una sorta di corrispondenza tra l'immagine effettiva dell'azienda, ossia quella percepita dai soggetti esterni, e l'immagine desiderata, con l'obiettivo di ridurre il più possibile il gap¹²³ (Figura 1.9).

Diventa strumentale l'impiego di un approccio integrato, volto a coordinare internamente ed esternamente ogni azione e messaggio posto in essere dall'impresa al fine di ottimizzare la validità del flusso comunicativo globale, sia in un orizzonte temporale di breve sia di medio-lungo periodo¹²⁴. Ciò rende l'attività comunicazionale un elemento costitutivo della strategia aziendale, poiché la gestione dell'informazione supporta un corretto e conveniente sviluppo dei processi aziendali¹²⁵.

Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria, cit., p. 12.

¹¹⁹ CATTURI G., *La scrittura in partita doppia come mezzo di comunicazione tra operatori economici di differenti aree territoriali*, in AA.VV., *Saggi di Economia Aziendale per Lino Azzi*, Giuffrè, Milano, 1987, p. 251.

¹²⁰ CORTICELLI R., *La crescita dell'azienda. Armonie e disarmonie di gestione*, Giuffrè, Milano, 1979, p. 238.

¹²¹ PROVASOLI A., *Il bilancio nel processo di comunicazione*, in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, Egea, Milano, 1989, p. 4.

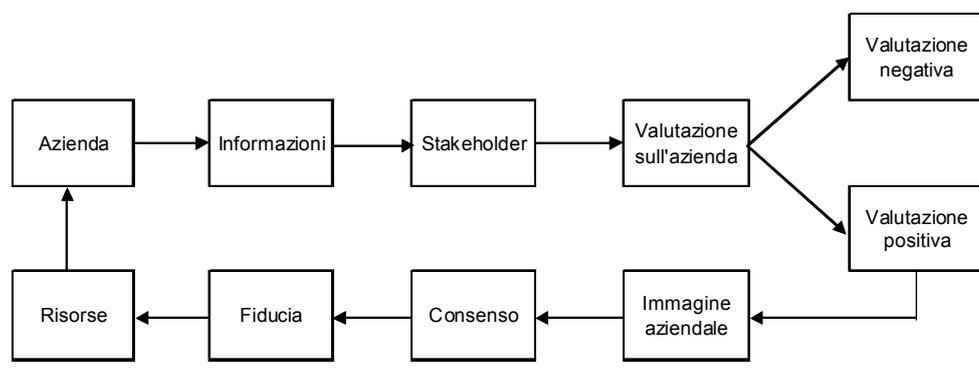
¹²² CODA V., *Valori imprenditoriali e successo dell'impresa*, in *Valori d'impresa*, Cusl, Milano, 1985, p. 28.

¹²³ CATTURI G., *Lezioni di economia aziendale*, vol. II, Cedam, Padova, 1984, p. 592.

¹²⁴ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 26 ss.

¹²⁵ SALVIONI D.M., *Comunicazione economico finanziaria e analisi della concorrenza*, cit., p. 5.

Figura 1.9. – La relazione "comunicazione/consenso/risorse" nel rapporto tra azienda e stakeholder



Fonte: Elaborazione personale.

Da un'ottica nella quale il soggetto economico dell'impresa era identificato nei soggetti portatori di capitale a pieno rischio, l'azienda viene vista come un intreccio di interessi manifestati da tutti i suoi interlocutori, i cui interessi diretti o indiretti debbono essere custoditi anche mediante la comunicazione aziendale¹²⁶. La comunicazione aziendale integrata si rivolge, quindi, ai differenti stakeholder, fornendo una visione integrale e chiara della situazione dell'azienda sotto vari profili di osservazione, tra i quali quello economico-finanziario, commerciale e istituzionale. Essa si rivolge alle differenti classi di interlocutori evitando di fornire informazioni a comparti stagni. Ciononostante, è ovvio pensare che, nonostante l'approccio integrato, una classe di interlocutori sia maggiormente interessata a particolari tipologie di informazioni e meno ad altre¹²⁷.

Le informazioni prodotte dall'attività di comunicazione scaturiscono dalle attività aziendali e dai processi e ne creano una connessione, delineando i confini e le caratteristiche della catena del valore dell'impresa. Ne consegue che le informazioni, insieme ai meccanismi con i quali esse vengono trasferite, rappresentano il "collante" della struttura aziendale¹²⁸. Inoltre, l'attività di raccolta, elaborazione e trasferimento delle informazioni relative ai vari soggetti che

¹²⁶ BRUNI G., *Revisione aziendale*, Utet, Torino, 1996, p. 152.

¹²⁷ GIUSEPPONI K., *La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese italiana nei mercati esteri: profili generali*, cit., p. 17.

¹²⁸ CECCARELLI P., *Gestire l'azienda nell'era di internet*, Sperling & Kupfer, Milano, 2001, p. 24 ss.

interagiscono con l'azienda costituisce un fattore indispensabile per il raggiungimento del successo competitivo¹²⁹. Infatti, il flusso informativo rappresenta una premessa per il corretto svolgimento del processo decisionale e le collegate fasi di realizzazione, di verifica dei risultati ottenuti e di un eventuale azione di miglioramento¹³⁰.

Ai fini del raggiungimento delle condizioni di successo, è indispensabile effettuare un'analisi della concorrenza, per migliorare la delineazione dell'arena competitiva nella quale l'azienda si trova ad operare, ossia il contesto entro il quale i vari competitors si sfidano¹³¹, anche ricorrendo a tecniche di benchmarking¹³². La disponibilità di informazioni sui competitors costituisce un fattore di vantaggio competitivo, poiché permette un miglior processo decisionale in termini di combinazione prodotto/mercato/tecnologie¹³³. La comunicazione assume, quindi, una duplice valenza: in primo luogo, essa costituisce la base informativa per effettuare l'analisi della concorrenza; in secondo luogo, essa contribuisce a creare l'immagine dell'azienda che viene avvertita dai differenti concorrenti¹³⁴.

L'orientamento integrato adottato nell'ambito del processo comunicativo è enfatizzato dalla necessità di intersecare efficacemente una serie di processi decisionali in svariati momenti della vita aziendale. I possibili oggetti di tale approccio comunicazionale integrato sono, a titolo esemplificativo, i seguenti¹³⁵ (Figura 1.10):

- le relazioni tra l'azienda ed il suo ambiente esterno, poste in essere nell'ottica di soddisfare le attese degli interlocutori;
- gli eventi che interessano il patrimonio economico, tecnico, commerciale, direzionale ed umano;

¹²⁹ GANDINI G., *Fattori critici di successo competitivo e comunicazione economico finanziaria*, in SALVIONI D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino, 2002, p. 145.

¹³⁰ SALVIONI D.M., *Comunicazione economico finanziaria e analisi della concorrenza*, cit., p. 13.

¹³¹ PELLICELLI G., *Strategia aziendale*, Egea, Milano, 2010, p. 133.

¹³² BOCCHINO U., *Il benchmarking. Uno strumento innovativo per la pianificazione ed il controllo strategico*, Giuffrè, Milano, 1994, p. 81 ss.

¹³³ SALVIONI D.M., *Comunicazione economico finanziaria e analisi della concorrenza*, cit., p. 16.

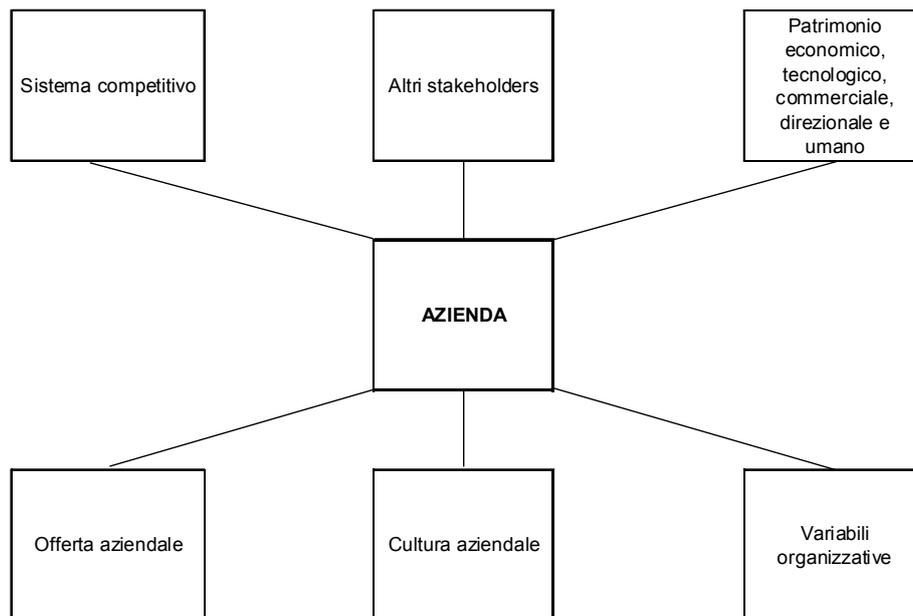
¹³⁴ GANDINI G., *Fattori critici di successo competitivo e comunicazione economico finanziaria*, in SALVIONI D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, cit., p. 148.

¹³⁵ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 27.

- i fatti che coinvolgono il sistema competitivo, costituito dai clienti, dai fornitori, dai concorrenti, ecc.;
- le scelte che riguardano il sistema dell'offerta aziendale, in termini di elementi tangibili ed intangibili della stessa;
- le scelte in termini di variabili organizzative aziendali;
- le valutazioni aventi per oggetto la cultura d'impresa.

Ne consegue che un approccio di comunicazione integrata rappresenta un elemento essenziale della strategia aziendale, in quanto prende in considerazione una serie di aspetti fondamentali legati alla vita aziendale, la cui gestione è indispensabile per il raggiungimento degli obiettivi prefissati in sede di pianificazione strategica.

Figura 1.10. – Gli oggetti informativi nell'approccio di comunicazione integrata



Fonte: Elaborazione personale.

2

La comunicazione economico-finanziaria

2.1. Aspetti definatori ed obiettivi della comunicazione economico-finanziaria

La comunicazione economico-finanziaria è volta alla comprensione della dinamica economico-finanziaria dell'azienda, in un'ottica passata ed in quella prospettica. Essa ha per oggetto sia aspetti di natura quantitativa concernenti la sfera economica, finanziaria e patrimoniale della gestione, sia aspetti di natura qualitativa, aventi un'influenza su quelli quantitativi.

Tale comunicazione economico-finanziaria favorisce la valutazione dell'andamento della gestione aziendale da parte degli stakeholder. Pertanto, essa ha un ruolo di "collegamento, di cerniera" tra l'impresa ed i suoi interlocutori¹. A tal fine, essa è uno "strumento di gestione del consenso": tale consenso deriva da un sentimento di fiducia degli interlocutori nei confronti dell'attitudine dell'azienda nel soddisfare le loro attese. La ricerca del consenso viene sollecitata mediante l'illustrazione agli interlocutori dei vantaggi derivanti dall'adesione al progetto strategico dell'impresa; inoltre, trovano altresì indicazione gli svantaggi derivanti da un mancato sostenimento della linea proposta dal management.

Si pensi al caso di un'azienda in crisi, nella quale il mancato consenso ricevuto dagli interlocutori al progetto di risanamento aziendale farebbe sprofondare l'impresa in una situazione ben peggiore. Da un lato, il destinatario della comunicazione viene messo al corrente del contributo e del sacrificio richiesto, dall'altro egli viene a conoscenza della capacità dell'azienda di saper soddisfare

¹ DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Giuffrè, Milano, 1990, p. 152.

le attese dei suoi stakeholder, dopo aver superato il periodo di crisi. Ne consegue che gli strumenti della comunicazione legano, da un lato, gli sforzi richiesti agli stakeholder in virtù delle scelte strategiche del management e, dall'altro, l'attitudine dell'azienda nel saper appagare le attese degli stessi². In altri termini, il processo comunicativo può essere inteso come una sorta di "lubrificante" dei meccanismi relazionali tra l'impresa ed i suoi stakeholder³.

I suddetti sforzi richiesti agli interlocutori sono tanto maggiori quanto più critico è lo stato di salute dell'azienda; allo stesso tempo, la criticità della situazione aziendale dovrebbe intensificare lo sforzo della stessa nel produrre una informativa chiara, trasparente e continuativa, affinché essa possa ottenere il più elevato consenso da parte degli stakeholder. Se, invece, l'impresa presenta un buono stato di salute, la comunicazione economica viene utilizzata non in senso persuasivo: al contrario, essa concorre ad un impegno continuo nel fare meglio, ad un continuo mantenimento del senso di appartenenza nei valori aziendali, ad un rapporto fondato sulla collaborazione con gli stakeholder, anche in assenza di particolari sacrifici a loro conto⁴.

Il processo di comunicazione posto in essere dall'azienda si inserisce, pertanto, nella ricerca di una adesione sociale al progetto economico dell'impresa⁵: l'accresciuta complessità aziendale, la maggiore dipendenza dai mercati finanziari, l'allargamento dei confini delle relazioni commerciali poste in essere dall'impresa e l'aumentato interesse da parte di soggetti risparmiatori ed investitori istituzionali ha incrementato l'interesse nei confronti dell'operato dell'azienda e del suo stato di salute. L'impresa ha, quindi, sposato un atteggiamento di maggiore attenzione per garantire la protezione degli interessi degli interlocutori aziendali, nell'ottica di un raggiungimento congiunto degli obiettivi di consenso sociale⁶ e di quelli di redditività aziendale.

² CODA V., *La comunicazione economica nella strategia aziendale*, in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, Egea, Milano, 1989, p. 10 ss.

³ BIANCHI S., *La comunicazione economico-finanziaria nelle operazioni straordinarie d'impresa*, in CORVI E., *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Egea, Milano, 1997, p. 193.

⁴ CODA V., *La comunicazione economica nella strategia aziendale*, in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, cit., p. 19.

⁵ PROVASOLI A., *Il bilancio nel processo di comunicazione*, in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, Egea, Milano, 1989, p. 37.

⁶ REBORA G., *Comportamento d'impresa e controllo sociale*, Etas Libri, Milano, 1981, p. 157 ss.

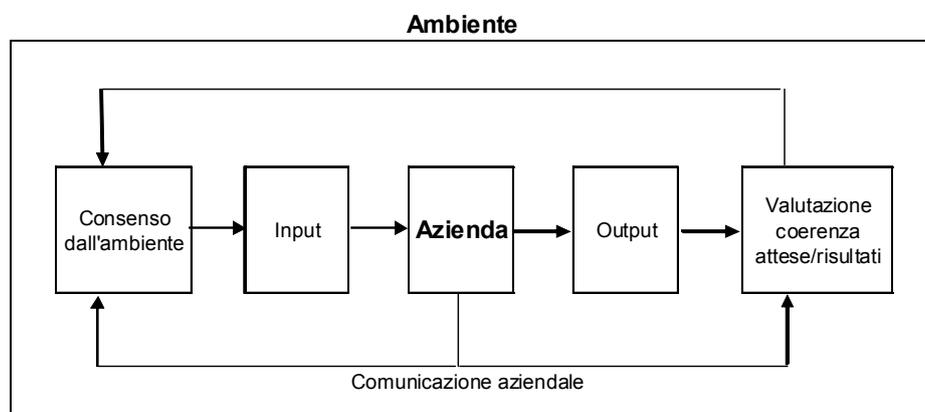
La politica di comunicazione economico-finanziaria è da intendersi sia come un valore aziendale, sia come un valore sociale. Essa è un valore aziendale, in quanto l'impresa, essendo un sistema aperto, necessita di un continuo confronto con il suo ambiente al fine di sopravvivere nel lungo termine. Inoltre, data la dinamicità del sistema impresa, l'azienda deve porre in essere un'adeguata ed intensa comunicazione che sappia rispettare le mutevoli esigenze sia aziendali sia delle parti esterne si intensificano. La politica di comunicazione è, altresì, un valore sociale, se si considera l'azienda come un bene sociale: infatti, essa è la controparte di una molteplicità di interessi manifestati da vari interlocutori aziendali, tra i quali si collocano i dipendenti, i fornitori, i clienti, le banche, altri soggetti finanziatori, la pubblica amministrazione e l'intera collettività⁷.

La comunicazione economico-finanziaria viene impiegata dagli interlocutori aziendali al fine di valutare l'attitudine dell'azienda nel raggiungere e poi mantenere le condizioni di economicità, pur sempre nel rispetto di una predefinita politica etico-sociale. Le misurazioni economiche, opportunamente integrate con informazioni qualitative e quantitative non monetarie, sono funzionali ad esprimere un giudizio sull'economicità aziendale. Tale giudizio influenza, successivamente, la volontà degli interlocutori nell'attivare o mantenere le relazioni di varia natura con l'impresa, dal momento che la successiva remunerazione di alcuni fattori produttivi è dipendente dai risultati ottenuti. Da un lato, i soggetti appartenenti all'ambiente, previa valutazione dell'economicità aziendale, giungono alla creazione di un consenso, positivo o negativo, sull'operato dell'impresa; in caso positivo, essi mettono a disposizione delle risorse, a vario titolo, allo svolgimento dell'attività d'impresa. Successivamente, l'azienda immette nell'ambiente una serie di output, in relazione ai quali essa deve valutare la coerenza tra le attese degli interlocutori ed i risultati effettivamente raggiunti. In tale quadro, la comunicazione è uno strumento che coadiuva sia il primo passaggio, ossia quello della formazione di un consenso sociale, sia il secondo passaggio, ossia quello della comparazione tra attese e risultati⁸ (Figura 2.1).

⁷ DEMATTÉ C., *Intervento di Claudio Dematté*, in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, Egea, Milano, 1989, p. 79 ss.

⁸ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino, 1992, p. 137.

Figura 2.1. – Il ruolo della comunicazione aziendale nel rapporto azienda-ambiente



Fonte: Elaborazione personale.

2.2. Approcci teorici alla comunicazione economico-finanziaria

La letteratura si è focalizzata ampiamente sulla tematica della comunicazione economico-finanziaria. Facendo riferimento agli studi aventi per oggetto la definizione e le distinzioni di tale oggetto informativo, di seguito vengono analizzati alcuni approcci teorici in materia.

La comunicazione economico-finanziaria è stata anche denominata “comunicazione economica”⁹, intesa come la diffusione di informazioni da parte della direzione aziendale alla complessità degli interlocutori, oppure ad alcuni di essi, relative alla situazione reddituale, finanziaria e patrimoniale dell’azienda¹⁰, attuale e prospettica. La comunicazione economica non si limita a fornire una descrizione della suddetta informazione, quanto piuttosto a chiarire e spiegare la stessa. Attraverso l’impiego di qualsiasi canale di diffusione, la direzione aziendale interagisce con i vari ordini di interlocutori, permettendo loro di valutare l’evolu-

⁹ SALVIONI D.M., *Le politiche di comunicazione delle aziende di credito e le informazioni economiche*, in AA.VV., *La comunicazione nelle banche*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1987, p. 75 ss.; CODA V., *La comunicazione economica nella strategia aziendale*, in AA.VV., *Atti del Convegno “La comunicazione economica: valore aziendale o sociale”*, cit., p. 8 ss. Spesso, infatti, il termine comunicazione economica viene impiegato in sostituzione di comunicazione economico-finanziaria.

¹⁰ GOLFETTO F., *Comunicazione e comportamenti comunicativi. Una questione di coerenza per l’impresa*, Egea, Milano, 1993, p. 119.

zione dell'assetto reddituale, finanziario e patrimoniale dell'impresa¹¹.

Alcuni autori¹² hanno distinto la comunicazione economico-finanziaria dall'informativa societaria, la quale fa riferimento, in senso stretto, all'insieme delle informazioni obbligatorie che le aziende, quotate o meno, debbono produrre per i loro interlocutori¹³. Quest'ultima, quindi, costituisce la primaria occasione per l'impresa di comunicare alla comunità finanziaria l'andamento attuale e prospettico del suo stato di salute ed il valore creato¹⁴. Altri studiosi¹⁵ hanno inteso l'informativa societaria in senso più ampio, come l'insieme delle comunicazioni poste in essere dagli organi aziendali, avvalendosi di svariati canali di diffusione, aventi per oggetto tutti i fatti amministrativi di un determinato lasso temporale oppure alcuni di essi: tale impostazione rende l'informativa societaria simile alla comunicazione economico-finanziaria¹⁶. L'informazione societaria può essere periodica, se viene prodotta periodicamente (si pensi ai bilanci e alle relazioni semestrali) oppure saltuaria, se viene realizzata in virtù di particolari eventi (come nel caso delle operazioni straordinarie)¹⁷.

Altri studi hanno evidenziato la distinzione tra informazione economica e informazione finanziaria. L'informazione economica effettua l'interpretazione di un dato quantitativo, affinché il destinatario possa giungere ad un processo decisionale consapevole nell'ambito di un'alternativa di scelte economiche. Essa deve mettere in evidenza la presenza di un equilibrio o disequilibrio del sistema impresa, attuale o prospettico¹⁸. L'informazione finanziaria è una tipolo-

¹¹ CORVI E., *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, cit., p. 19. ZAVANI M., *Il valore della comunicazione aziendale. Rilevanza e caratteri nell'informativa sociale e ambientale*, Giappichelli, Torino, 2000, p. 23 ss.

¹² MARASCO V., *L'informazione finanziaria delle società. Bilanci – Prospetti informativi – Relazioni infrannuali – Controlli Consob – Certificazione*, Ipsa Informatica, Milano, 1988, p. 18.

¹³ Si consideri poi la possibile distinzione tra comunicazione e informazione. Per comunicazione si intende la propagazione di valori, per la quale il processo di trasmissione del messaggio assume una notevole rilevanza. Al contrario, l'informazione è da considerarsi come la trasmissione di dati standardizzati, nella quale è rilevante la diffusione del contenuto. BERTINETTI G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Egea, Milano, 1996, p. 29.

¹⁴ RIVA P., *Informazioni non finanziarie nel sistema di bilancio. Comunicare le misure di performance*, Egea, Milano, 2001.

¹⁵ BELCREDI M., *Economia dell'informazione societaria*, Utet, Torino, 1993, p. 7.

¹⁶ BERTINETTI G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, cit., p. 29.

¹⁷ BERLANDA E., *Intervento alla Tavola rotonda Oscar di Bilancio 1993*, in AA.VV., *Per una credibile informazione societaria ovvero: l'etica dell'informazione aziendale*, Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Quaderno n. 124, 1994.

¹⁸ BIANCHI T., *Intervento alla Tavola rotonda Oscar di Bilancio 1993*, in AA.VV., *Per una credibile informazione societaria ovvero: l'etica dell'informazione aziendale*, Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Quaderno n. 124, 1994, p. 8 ss.

gia di informazione economica, in quanto la sfera finanziaria è una sfaccettatura della vita economica dell'azienda; in particolare, si intende avente carattere finanziario ciò che riguarda le movimentazioni di risorse monetarie originate o assorbite nell'attività d'impresa. In tale ottica, i prospetti di bilancio assumono un contenuto tipicamente economico, tanto che essi debbono essere rielaborati e integrati per produrre un'informativa finanziaria, poi contenuta nel rendiconto finanziario.

Ne consegue una opportuna distinzione tra comunicazione economica e comunicazione finanziaria¹⁹:

a) la comunicazione economica si contraddistingue per una serie di contenuti legati alla situazione attuale e prospettica di natura patrimoniale, finanziaria ed economica. Essa è uno strumento di comunicazione aziendale, impiegato in ambito commerciale, istituzionale e gestionale, oltre che un mezzo per ottenere fiducia e consenso dagli interlocutori nei confronti dell'indirizzo strategico. Il contenuto della comunicazione economica produce un effetto sui rapporti con gli interlocutori aziendali. Si pensi al caso dei fornitori, i quali sono meglio predisposti a concedere ampie dilazioni di pagamento ad un'azienda che si dimostri solvibile.

Il messaggio veicolato dalla comunicazione economica può avere un'influenza anche sulla clientela, in quanto una situazione di solidità economica e finanziaria può essere interpretata come il riflesso di efficienza gestionale e di giudizio positivo da parte del mercato. Anche l'operato degli istituti di credito è fortemente influenzato dal contenuto della comunicazione economica, che influisce sulla creazione e sul mantenimento di un collaborativo rapporto dal quale dipende l'approvvigionamento di risorse finanziarie, oltre alle condizioni economiche dello stesso. Ne consegue che la comunicazione economica impatta sulla creazione dell'immagine aziendale, oltre che sulla notorietà della stessa²⁰. Pertanto, a causa della molteplicità di categorie di interlocutori, il processo comunicativo deve essere posto in essere con cautela, per non generare contrasto tra le classi di stakeholder²¹.

¹⁹ BERTINETTI G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, cit., p. 31 ss.

²⁰ Se l'immagine è un concetto prevalentemente qualitativo, la notorietà dell'impresa è una questione essenzialmente quantitativa. PIVATO S., *Il contributo dell'informativa societaria alla creazione dell'immagine dell'impresa*, in AA.VV., *Scritti in onore di Luigi Guatri*, Bocconi Comunicazione, Milano, 1988, p. 1170 ss.; SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 19.

²¹ DAHRENDORF R., *Classi e conflitto di classe nella società industriale*, Laterza, Bari, 1970, p. 354.

L'ottica è quella di evitare la creazione di un circolo sfavorevole, che dapprima comporta una perdita di immagine aziendale, successivamente un peggioramento delle prestazioni economiche e finanziarie e, nuovamente, un danneggiamento di immagine. Si pensi alla situazione nella quale la comunicazione ponga eccessiva enfasi sulle performance conseguite e sulle prospettive future: i fornitori, così come i clienti, attirati dall'evidenza degli elevati margini a vantaggio dell'impresa, potrebbero essere tentati di richiedere condizioni economiche di maggiore favore. Ciò conferma che l'immagine aziendale viene impattata da tre forze, rappresentate dal consenso commerciale, dal consenso sociale e da tensioni positive provenienti dall'interno dell'azienda²²;

b) la comunicazione finanziaria è orientata al mercato dei capitali, nel momento in cui l'azienda debba approvvigionarsi del fattore produttivo capitale oppure voglia investire un'eccedenza di liquidità. Essa è volta ad aggiornare le conoscenze degli investitori in merito alla situazione attuale e prospettica dei titoli emessi dalle società²³. La comunicazione finanziaria, quindi, è un sostegno all'acquisizione di risorse finanziarie che, per entità e caratteristiche, si rivelino necessarie alla concretizzazione del piano strategico aziendale.

Essa deve permettere all'investitore, attuale o potenziale, di identificare gli elementi che conducono al rendimento e quelli di rischio relativi ad un investimento, al fine di garantire una migliore e trasparente comparazione con altre possibili forme di investimento, nella stessa impresa oppure in aziende differenti. Ciò ha luogo sulla base delle informazioni disponibili e consapevole che l'asimmetria informativa conduca ad una certa dispersione di informazioni²⁴ e ad un mercato non completamente efficiente²⁵. Se, da un lato, tale asimmetria informativa conduce alle suddette inefficienze del mercato, dall'altro essa incentiva l'incremento di forme di controllo e di osservazione collettive²⁶: ciò è

²² CODA V., *Strategie d'impresa e comunicazione: il legame mancante*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 1, 1990.

²³ GUATRI L.-MASSARI M., *La diffusione del valore*, Egea, Milano, 1992.

²⁴ STIGLER G.J., *Mercato, informazione, regolamentazione*, Il Mulino, Bologna, 1994, p. 217 ss.

²⁵ Con riferimento al concetto di mercato efficiente, si fa rimando ad una ricca bibliografia, nell'ambito della quale spiccano una serie di importanti contributi. FAMA E.F., *Efficient Capital Market: A Review of Theory and empirical work*, in *Journal of Finance*, 25, 1970, p. 383 ss.; CORNELL B.-ROLL R., *Strategies for Pairwise Competitions in Markets and Organizations*, in *Bell Journal of Economics*, 1981, 12(1), p. 201 ss.; FAMA E.F. *Random Walks in Stock Market Prices*, in *Financial Analysts Journal*, 51(1), 1995, p. 75 ss.; VACIAGO G.-VERGA G. (a cura di), *Efficienza e stabilità dei mercati finanziari*, Il Mulino, Bologna, 1995.

²⁶ GALBRAITH J.K., *Il capitalismo americano*, Etas Compass, Milano, 1967, p. 119.

dovuto ad una forza auto generatrice che viene a crearsi nel mercato con l'obiettivo di arginare il potere economico.

Allo stesso tempo, il flusso informativo che dal mercato è diretto all'azienda favorisce un ritorno sul consenso ottenuto dai prodotti finanziari offerti dall'impresa; in tal modo, l'informazione finanziaria assume una duplice valenza: sia quella di gestire le attività di approvvigionamento e di investimento delle risorse finanziarie da parte dell'azienda, sia quella di supportare il processo decisionale degli organi aziendali in merito alle suddette attività. Ciò è intensificato dal fatto che la relazione tra impresa e mercato dei capitali ha una durata imprecisata, tanto quanto le prospettive temporali di vita dell'azienda: il consenso maturato dall'impresa è indispensabile per la buona riuscita dell'attività di raccolta e di allocazione di risorse finanziarie posta in essere in un preciso istante, così come esso potrà alimentare il gradimento futuro nei confronti delle prossime scelte aziendali.

Nel proseguo del testo, il processo di comunicazione economico-finanziaria viene illustrato attraverso una serie di elementi costitutivi, i quali possono essere identificati secondo una serie di criteri di osservazione²⁷:

- a) tipologie di comunicazione;
- b) attori della comunicazione;
- c) numerosità dei destinatari e frequenza della comunicazione;
- d) strumenti della comunicazione (che saranno oggetto del capitolo terzo);
- e) canali di diffusione della comunicazione;
- f) contenuti della comunicazione;
- g) quotazione della società.

2.3. Le tipologie di comunicazione economico-finanziaria

La comunicazione può essere di differente natura, a seconda del grado di discrezionalità delle informazioni²⁸:

²⁷ CORVI E., *Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, Egea, Milano, 2000, p. 65 ss.; ALLEGRI M., *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 8 ss.

²⁸ CODA V., *La comunicazione economica nella strategia aziendale*, in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, cit., p. 9; PROVASOLI A., *Il bilancio nel processo di comunicazione*, in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, cit., p. 40; DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, cit., p. 152 ss.; SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 87 ss., p. 139 ss.; CORVI E.,

a) comunicazione obbligatoria (anche definita dovuta, vincolata, di base o pubblicistica economica vincolata): essa viene effettuata nel rispetto di obblighi imposti dalla normativa civilistica e fiscale, da autorità di vigilanza o da associazioni di categoria, che ne fissano i contenuti²⁹, seppur spesso minimali, i tempi e le modalità comunicative, al fine di uguagliare la quantità di informazioni prodotte e diffuse dalle imprese. Tali indicazioni normative vengono, in genere, integrate da interpretazioni dottrinali e dalla prassi economico-aziendale³⁰. L'imposizione di una legiferazione avente per oggetto l'informativa societaria deriva dall'intento di tutelare, oltre ai soggetti portatori di capitale di rischio, anche altre categorie di stakeholder³¹. Tali obblighi informativi, però, possono portare ad un pareggiamento del flusso comunicazionale prodotto dalle imprese, ostacolando le stesse nella produzione di una informativa differenziale³².

Tale informativa rientra tra quella "primaria", ossia prodotta dall'azienda. Essa si concretizza in una serie di documenti, generalmente standardizzati, che vengono realizzati con cadenza annuale o periodica (come il bilancio d'esercizio, le relazioni trimestrali e semestrali e la dichiarazione dei redditi) oppure in relazione a particolari eventi (quali le operazioni straordinarie). Il contenuto è prevalentemente riferito ad informazioni di natura economica, finanziaria e patrimoniale, sia riferite all'azienda nel suo complesso sia per rami di attività.

Data l'obbligatorietà della stessa, l'impresa possiede una delimitata probabilità di intervento strutturale in termini di elaborazione e divulgazione, riferen-

Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria, cit., p. 65 ss.; ALVINO F., *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa sul mercato dei capitali*, Giappichelli, Torino, 2001, p. 4; ALLEGRI M., *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 8 ss.; QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, FrancoAngeli, Milano, 2004, p. 43; GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, Egea, Milano, 2011, p. 1 ss.

²⁹ QUAGLI A., *L'impatto di internet nella distribuzione dell'informazione economico-finanziaria*, in QUAGLI A. (a cura di), *Internet e la comunicazione finanziaria*, FrancoAngeli, Milano, 2004, p. 16 ss.; QUAGLI A., *L'informativa volontaria: finalità, tratti caratteristici e modelli di riferimento*, in QUAGLI A.-TEODORI C. (a cura di), *L'informativa volontaria per settori di attività*, FrancoAngeli, Milano, 2005, p. 17.

³⁰ AMODEO D., *Gli standard generalmente accettati e le loro influenze sulla pratica e sulla tecnica contabile. Studi di economia, organizzazione e ragioneria in memoria di G. Corsani*, Cursi, Pisa, 1966, p. 49 ss.

³¹ LEFTWICH R., *Market failure fallacies and accounting information*, in *Journal of Accounting and Economics*, 2(3), 1980, p. 193 ss.; WATTS R.L.-ZIMMERMAN J.L., *Positive Accounting theory*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1986.

³² QUAGLI A., *L'informativa volontaria: finalità, tratti caratteristici e modelli di riferimento*, cit., p. 18.

dosi ai requisiti, alla struttura e alla tempistica. Inoltre, l'informativa obbligatoria vincola l'eventuale comunicazione facoltativa, in quanto quest'ultima dovrà mostrarsi coerente ed uniforme con la prima. Avendo come obiettivo quello di garantire un livello minimo di informativa³³, tale comunicazione necessita il coinvolgimento dei pubblici poteri che verificano la produzione di tale contenuto minimo di informazioni da parte delle aziende;

b) comunicazione facoltativa (anche denominata voluta, discrezionale, volontaria o pubblicistica economica discrezionale): seppur non obbligatoria, essa viene realizzata dall'impresa al fine di aumentare la quantità e qualità di informazioni disponibili agli interlocutori, con l'obiettivo ultimo di ottenere fiducia e consenso da parte degli stakeholder nei confronti del proprio indirizzo strategico aziendale. Essa rientra nell'ambito dell'informativa "primaria", in quanto è prodotta dall'azienda per soddisfare particolari esigenze informative di una o più classi di stakeholder, i quali possono esercitare una elevata forza contrattuale nei confronti dell'azienda oppure con i quali si intende instaurare un duraturo o conveniente rapporto economico.

La produzione di informativa volontaria crea un effetto benefico sul mercato, sia con riferimento all'atteggiamento di fiducia manifestato dagli analisti finanziari e dagli investitori nei confronti dell'azienda, sia in termini di impatto positivo sul rendimento delle azioni³⁴. Pertanto, l'informativa volontaria può essere intesa come un valore immateriale che facilita il rapporto con gli stakeholder, i quali necessitano di una serie di informazioni che va oltre il limite imposto dalla legge³⁵. Sia nel caso di informativa obbligatoria sia di quella volontaria, il bilancio d'esercizio riflette comunque la volontarietà degli organi di governo economico in merito all'entità e alle peculiarità dell'interazione tra l'azienda ed i suoi *stakeholder*³⁶: infatti, il documento di bilancio può contenere, oltre a quella vincolata, anche una sfera informativa derivante dalla discrezionalità del management;

³³ DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, cit., p. 152.

³⁴ BLACCONIERE, W.G.-D. M. PATTON, *Environmental Disclosures, Regulatory Costs and Changes in Firm Value*, in *Journal of Accounting and Economics*, 1994, 18, p. 357 ss.; GIGLER F.-HEMMER T., *Conservatism, Optimal Disclosure Policy, and the Timeliness of Financial Reports*, in *The Accounting Review*, 2001, 76, p. 471 ss.

³⁵ PERRINI F., *Caso Costa Crociere S.p.A. SDA Bocconi*, Area Finanza, 1996.

³⁶ PINI M., *Piccole imprese e bilanci pubblici. Il "quadro fedele" ai fini dell'informativa esterna d'impresa*, *Piccola Impresa/Small Business*, 2, 1995, p. 8.

c) comunicazione derivata³⁷: essa è generata ed emanata da soggetti intermediari dell'informazione (analisti finanziari, banche, società di intermediazione mobiliare, stampa specialistica) i quali, partendo da informazioni provenienti dall'azienda, ne effettuano una rielaborazione al fine di creare una nuova informazione più adatta ad una particolare categoria di interlocutore. Tale comunicazione è anche definita "secondaria" e si differenzia da quella primaria, ossia quella prodotta dall'azienda in modo obbligatorio oppure volontario³⁸.

Rientra nell'ambito della comunicazione derivata quella prodotta dall'analista finanziario: in qualità di destinatario di primo piano del processo comunicativo³⁹, egli si interpone tra la domanda e l'offerta di informazioni, le filtra e le inserisce in un contesto di percezioni e di valutazioni da parte dell'utenza, affinché i destinatari possano comprenderle al meglio. L'analista finanziario, in qualità di soggetto indipendente oppure dipendente di una banca, di una società di gestione del risparmio, di una società di intermediazione mobiliare, di fondi di investimento, di venture capitalist o di un gruppo assicurativo, elabora generalmente una sorta di report, nel quale viene indicato un parere sintetico, nonché un *target price* dell'azione. Attraverso la sua attività, al pubblico destinatario vengono identificate delle circostanze favorevoli di investimento o di disinvestimento, spesso influenzando in modo marcato le scelte degli investitori⁴⁰.

La comunicazione derivata è giudicata fondamentale, anche se non proviene dalla fonte originaria, ossia dall'azienda: in primo luogo, l'informazione derivata permette una selezione nell'ambito dell'informativa primaria, in virtù della significatività dei messaggi in relazione alle esigenze degli utenti. Ne consegue che l'informativa derivata ha i requisiti per rispondere nel miglior modo alle specifiche necessità degli interlocutori aziendali, tanto da giustificare il sostenimento del costo di approvvigionamento dell'informativa derivata da parte dell'utenza. In secondo luogo, essa permette la comparazione tra la situazione di aziende differenti, mentre l'informativa primaria ha per oggetto una singola impresa. In tale ambito, l'intermediario informativo fornisce sia un'analisi com-

³⁷ DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, cit., p. 191.

³⁸ QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, cit., p. 15.

³⁹ CORVI E., *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, cit., p. 71.

⁴⁰ STICKEL, S.E., *The effect of value line investment survey rank changes on common stock prices*, in *Journal of Financial Economics*, 14(1), 1985, p. 121 ss.

parata di più operatori sia un giudizio sugli stessi, sotto forma sintetica oppure più articolata⁴¹.

Le tipologie di informazioni obbligatoria e volontaria saranno oggetto del capitolo quarto e quinto.

È possibile articolare un'altra classificazione, in relazione ai differenti ambiti di azione o aree dell'utenza rispetto all'azienda⁴²:

a) comunicazione esterna: essa è rivolta ai soggetti esterni che, a vario titolo, interagiscono con l'impresa, in qualità di sistema aperto⁴³. Essi sono interessati ad un flusso di informazioni che permetta di valutare l'operato aziendale e, di conseguenza, l'opportunità ad istituire e conservare le suddette relazioni. La comunicazione economico-finanziaria facilita la creazione di una "consonanza"⁴⁴ con l'ambiente esterno, derivante dall'instaurazione di un rapporto di fiducia, attendibilità e consenso da parte degli interlocutori. L'azienda, per il solo fatto di esserci, esprime se stessa al suo contesto esterno.

⁴¹ QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, cit., p. 15.

⁴² SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 18 ss.; TERZANI S., *Introduzione al bilancio di esercizio*, Cedam, Padova, 1993, p. 9 ss.; BERTINETTI G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, cit., p. 11; LAI A., *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, FrancoAngeli, Milano, 1997, p. 16 ss.; CORVI E., *Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 18 ss.; GIUSEPPONI K., *La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese italiana nei mercati esteri: profili generali*, in GIUSEPPONI K., *La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese*, FrancoAngeli, Milano, 2001, p. 16; SALVIONI D.M., *Comunicazione economico finanziaria e analisi della concorrenza*, in SALVIONI D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino, 2002, p. 6; DE CICCO R., *L'informativa esterna nei sistemi di governo economico dell'impresa: influenza delle variabili ambientali sui paradigmi di corporate governance e di bilancio*, Egea, Milano, 2009. La distinzione tra comunicazione interna e comunicazione esterna presenta delle limitazioni. Ciò è dovuto al fatto che le attuali realtà d'impresa sono organizzate senza una netta distinzione tra soggetti interni ed esterni: i confini dell'impresa sono spesso variabili, ossia crescono all'aumentare delle attività internalizzate e diminuiscono al crescere dell'esternalizzazione. PASTORE A.-VERNUCCIO M., *Impresa e comunicazione. Principi e strumenti per il management*. Apogeo, Milano, 2006, p. 19.

⁴³ PIVATO S., *Il contributo dell'informativa societaria alla creazione dell'immagine dell'impresa*, cit., p. 1171.

⁴⁴ DEMARTINI P., *La comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese che operano sui mercati internazionali. Profili generali*, in PAOLONI M.-CESARONI F.M.-DEMARTINI P. (a cura di), *internazionalizzazione e comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese*, FrancoAngeli, Milano, 2005, p. 80.

Essa si propone fundamentalmente una serie di obiettivi: dichiarare e divulgare l'identità aziendale mediante una serie di flussi sistematici di comunicazione aventi cadenza e intensità diverse; governare la formazione e la diffusione della notorietà e dell'immagine dell'impresa nel rispetto di una opportuna concretizzazione dell'attività d'impresa nel tempo; creare i presupposti di attrattività nei confronti dell'offerta aziendale e promuovere il suo sviluppo commerciale; facilitare la creazione del consenso e della fiducia da parte degli interlocutori per agevolare l'approvvigionamento dei fattori produttivi; gestire la creazione di un'opinione pubblica con riferimento ad eventi particolari, mediante flussi comunicativi non sistematici. Ne consegue che la comunicazione esterna è volta in modo primario ad asserire i valori dell'identità aziendale, coerentemente con lo sviluppo della linea strategica⁴⁵.

Quando l'azienda interagisce con altre imprese, nell'ambito di reti di imprese formali o informali⁴⁶, i flussi comunicativi debbono rispecchiare le necessità informative riconducibili alle operazioni di collegamento e agli accordi tra le imprese. Nell'ambito degli aggregati d'impresa, inoltre, l'informativa posta in essere viene delineata in virtù della tipologia di relazione che lega le diverse aziende. Generalmente, le informazioni prodotte sono di natura prettamente quantitativo-monetaria, sia finalizzate al coordinamento dei rapporti di collaborazione tra le aziende, sia al rispetto della normativa, come nel caso del bilancio consolidato⁴⁷.

Tale informativa è orientata al mercato dei clienti e dei fornitori, al mercato del lavoro, al mercato dei capitali, ai vari organismi dello Stato e, genericamente, ai differenti stakeholder aziendali: ciascuna categoria manifesta un differente interesse, effettivo o potenziale, nei confronti dell'impresa, il quale veicola l'attività comunicativa alla sua soddisfazione⁴⁸. Se, da un lato, i messaggi comunicativi posso-

⁴⁵ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 31.

⁴⁶ Le "reti di imprese" o "costellazioni di imprese" hanno il compito di aggregare competenze diverse e spesso complementari. La rete di imprese è una modalità di organizzazione delle forze produttive impegnate in un processo che permette la valorizzazione degli scambi tra i vari soggetti coinvolti che, pur mantenendo autonomia giuridica, decisionale e di iniziativa, rendono possibile la creazione di nuovi spunti innovativi. MANCINI D., *L'azienda nella "rete" di imprese*, Giuffrè, Milano, 1999, p. 61; RICCIARDI A., *Le reti di imprese: vantaggi competitivi e pianificazione strategica*, Franco Angeli, Milano, 2003; ZAGHI K., *La distribuzione nel sistema moda*, in *Economia & Management*, 5/2003, p. 66; MIRAGLIA R.A., *Reti di aziende e sistema informativo interorganizzativo*, Giappichelli, Torino, 2005. Tale nota è tratta da GIACOSA E., *L'economia delle aziende di abbigliamento*, Giappichelli, Torino, 2011, p. 247 ss.

⁴⁷ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 110 ss.

⁴⁸ GASKELL G.-SEALY P., *I gruppi sociali*, Mondadori, Milano, 1980, p. 122 ss.

no essere molteplici e differenti a seconda della categoria alla quale essi si rivolgono (anche sfruttando canali di diffusione sempre più mirati), dall'altro essi debbono essere coesi tra loro e coerenti con la strategia aziendale prefissata.

Nell'ambito della molteplicità di interlocutori, il ruolo della comunicazione esterna è quello di diminuire il "disordine" che si crea nelle relazioni tra azienda ed ambiente, presentando l'operato della stessa in modo trasparente e visibile e svolgendo una funzione di collante tra l'impresa ed il suo contesto. Nello specifico, il processo comunicativo si indirizza al contesto esterno con una serie di dati, comunicati, eventi ed elementi simbolici⁴⁹ che puntano ad ottenere il consenso degli interlocutori sull'operato aziendale. Un'impresa che non comunica all'esterno in modo deliberato e consapevole riduce la propria rinomanza e, allo stesso tempo, deteriora la propria immagine, in quanto trasmette segretezza, indeterminatezza e rischiosità⁵⁰;

b) comunicazione interna: essa è destinata ai soggetti che operano all'interno dell'azienda nell'ambito dell'attività di programmazione, realizzazione e controllo, a vari livelli gerarchici (dipendenti e management), allo scopo di indirizzarli verso obiettivi comuni, influenzando i loro comportamenti ed i momenti decisionali. Essa concorre alla creazione delle condizioni indispensabili per la concretizzazione di decisioni e di comportamenti assunti dai soggetti interni in armonia con le finalità aziendali. In particolare, essa conduce alla trasmissione delle informazioni necessarie a porre in essere i processi di governo economico direzionale, nonché allo sviluppo della cultura d'impresa⁵¹. Pertanto, tale comunicazione è indirizzata ad attuare i rapporti di complementarietà tra i soggetti interni, con l'obiettivo di rendere massimo il livello di efficienza del sistema azienda⁵², di creare e migliorare un collegamento armonico tra i differenti membri del sistema impresa⁵³ e tra gli stessi e il contesto esterno. In tale contesto, essa influisce in modo incrociato e non impositivo sul comportamento e sul processo decisionale dei soggetti interni, stimolando le intelligenze creative⁵⁴ verso gli obiettivi aziendali.

⁴⁹ BRONDONI S., *La comunicazione integrata d'impresa nelle politiche di gruppo*, in AA.VV., *Scritti in onore di Luigi Guatri*, Bocconi Comunicazione, Milano, 1988, p. 219.

⁵⁰ ZAGO R., *La gestione integrata della comunicazione*, in *L'Impresa*, 2/1988, p. 57.

⁵¹ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 18.

⁵² La pluralità degli interessi tra convergono nell'impresa, i quali creano equilibri diversi in relazione alla tipologia di rapporto contrattuale che li lega, trova la sua formalizzazione nella Agency Theory, analizzata nel capitolo 5.

⁵³ DAHNKE G.L.-CLATTERBUCK G.W., *Human Communication. Theory and research*, Wadsworth Publishing Company, Belmont, California, 1990, p. 157.

⁵⁴ AMIGONI F., *La comunicazione interna come strumento di management*, in AA.VV., *La comunicazione: strumento di management per le imprese complesse*, Egea, Milano, 1991, p. 13.

La comunicazione interna ha carattere discrezionale, anche se è strumentale ad una efficace gestione d'impresa. È possibile differenziare i flussi comunicazionali a seconda dell'ambito di azione degli stessi⁵⁵:

– flusso posto in essere in ambito strategico: esso coinvolge un numero ristretto di persone facenti parte del vertice aziendale e dell'eventuale organo di staff, non è sistematico ed è unidirezionale, ossia è volto a supportare l'operato del vertice;

– flusso informativo di natura operativa: esso coinvolge un numero più elevato di soggetti, a vari livelli, e si basa su un meccanismo formalizzato ed interpersonale di trasmissione di messaggi ripetitivi, simili e coerenti tra loro. In tale ambito, i dipendenti rappresentano il principale target interno della comunicazione: oltre ad essere destinatari della comunicazione, essi devono altresì essere esaminati, suddivisi e interpellati con periodicità per ricavare degli orientamenti e delle risposte ai messaggi precedentemente veicolati.

Il peso della comunicazione interna è aumentato negli anni anche in seguito al passaggio da un orientamento improntato sul criterio gerarchico ad uno motivazionale: i soggetti interni, affinché possano essere motivati, debbono essere informati sulle scelte e circostanze aziendali da condividere. In tale contesto, quindi, la comunicazione interna viene ad assumere il medesimo ruolo della circolazione sanguigna per il corpo umano, in quanto fonte di ossigenazione e sostentamento⁵⁶.

La comunicazione interna è caratterizzata da un certo livello di finezza non meno elevato rispetto a quello posseduto dalla comunicazione esterna; infatti, l'azienda, essendo custode delle informazioni riguardanti il proprio operato, può produrre l'informativa in modo più esatto e meno oneroso⁵⁷. Ciò non significa che l'impresa sia monopolista nella generazione di informazioni, in quanto anche i soggetti esterni hanno la possibilità di produrre un'informativa, sfruttando la comunicazione obbligatoria e volontaria ed osservando i fatti ed i comportamenti aziendali.

La comunicazione interna e quella esterna non sono da considerarsi come lati distinti della politica aziendale; al contrario, esse sono la manifestazione del sistema azienda, visto al suo interno e nei suoi rapporti con l'ambiente. Pertanto, esse debbono essere fortemente integrate e coordinate, per permettere l'ottenimento di effetti sinergici. Ciò favorisce anche il contenimento dei costi

⁵⁵ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 99 ss.

⁵⁶ BERTINETTI G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, cit., p. 14.

⁵⁷ BERTINETTI G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, cit., p. 54.

di comunicazione, oltre ad incrementare l'efficacia della politica comunicativa, la quale coinvolge sia il mittente sia il destinatario della stessa⁵⁸. Inoltre, va considerato che, soprattutto nelle aziende di servizi ad elevato contatto con l'esterno, i flussi comunicativi rivolti in primo luogo all'interno producono un effetto sui comportamenti dei dipendenti, i quali vengono poi percepiti all'esterno, generando un messaggio anche ai soggetti esterni (si pensi alla clientela): i dipendenti, pertanto, costituiscono un canale di diffusione verso l'esterno, involontario o intenzionale. Allo stesso tempo, le informazioni destinate all'esterno vengono percepite generalmente anche dai soggetti interni, divenendo altresì delle comunicazioni interne⁵⁹.

Non sempre la classificazione tra comunicazione interna ed esterna è in grado di fornire una netta separazione tra interlocutori interni ed esterni. Risulta, pertanto, utile inserire una terza categoria di soggetti ai quali la comunicazione si rivolge: i cosiddetti "co-makers"⁶⁰. Essi sono soggetti privati o pubblici che evidenziano, di volta in volta, parziali caratteristiche dei destinatari interni o di quelli esterni. Essi condizionano in modo marcato l'attività d'impresa, relazionandosi con l'azienda in modo privilegiato in virtù di rapporti intermittenti, ma frequenti (si pensi a meeting di elevato livello) oppure di relazioni con alta significatività economico-gestionale, in termini quantitativi (è il caso di un rapporto di intermediazione di rilievo) e qualitativi (ad esempio, dovute all'unicità del rapporto di collaborazione). Tali soggetti, pur classificabili in prima battuta come soggetti esterni, risultano in realtà fortemente integrati nell'azienda. Si pensi agli azionisti di maggioranza, i quali, seppur generalmente inseriti tra gli utenti esterni, possono essere collocabili anche tra quelli interni, se fortemente coinvolti nella gestione e nel processo decisionale: in tale prospettiva, essi sono considerabili come utenti interni. Si pensi ancora ai grandi clienti con i quali l'impresa pone in essere una intensa e continuativa attività di scambio, tanto da creare una "quasi-integrazione"⁶¹ con la stessa: l'attività di comunicazione nei loro confronti viene ad assumere i connotati simili a quella interna. Si pensi ancora al collegio sindacale: esso è, da un lato, destinatario privilegiato delle informazioni economiche relative all'attività d'impresa, dall'altro è un organo di raccordo tra l'azienda e le classi di stakeholder⁶².

⁵⁸ KRIZAN A.C.-MARRIER P.-JONES C.L., *Business communication, fifth editon, South-Western Thomson Learning*, Cincinnati, Ohio, 2001, p. 4.

⁵⁹ AIROLDI G., *Le comunicazioni aziendali per il cambiamento strategico e organizzativo nelle banche*, in AA.VV., *La comunicazione nelle banche*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1987, p. 62.

⁶⁰ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 13.

⁶¹ FERRERO G., *Il marketing relazionale. L'approccio delle scuole nordiche*, Lint, Trieste, 1992.

⁶² SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 80 ss.

Un'altra ragione alla base di una non netta separazione tra area interna ed area esterna è legata alla presenza di soggetti che, seppur facenti parte della struttura interna all'azienda, hanno una funzione di collante tra la stessa ed il suo mercato: si pensi al personale che opera a stretto contatto con la clientela, nei punti vendita oppure nei call center. Il flusso informativo ad esso dedicato ai fini formativi (facente parte della comunicazione interna) deve contemplare anche aspetti e contenuti con una marcata caratterizzazione esterna, in quanto esso verrà poi trasferito al cliente, quando egli si relazionerà con quei dipendenti. Ne consegue che, se la precedente distinzione tra comunicazione interna e comunicazione esterna può presentare delle limitazioni, è opportuno considerare che, spesso, il flusso comunicativo interno viene trasmesso, indirettamente, anche a soggetti esterni o viceversa.

Ne consegue che le determinazioni quantitative rientranti nell'ambito della comunicazione economico-finanziaria sono finalizzate a soddisfare differenti necessità conoscitive, provenienti sia da soggetti interni sia da soggetti esterni⁶³.

Una ulteriore classificazione della comunicazione economico-finanziaria può essere elaborata in relazione alla modalità di attuazione del processo comunicativo⁶⁴:

a) comunicazione personale: il flusso comunicativo ha luogo mediante il contatto diretto tra il soggetto attivo e quello passivo della comunicazione, che può essere interno o esterno all'azienda, ed entrambi contemporaneamente presenti a livello spazio/temporale. Spesso, data la forte interazione tra gli stessi, la comunicazione ne risulta fortemente personalizzata, oltre a generare un effetto di azione e reazione dovuto allo stimolo informativo⁶⁵;

b) comunicazione impersonale: si tratta di un messaggio comune a tutti i destinatari, generalmente in numero sempre maggiore, nell'ambito di una relazione dove i soggetti attivi e passivi non sono entrambi presenti nel momento e nel luogo della comunicazione. A tal fine, essa necessita di strumenti adatti al trasferimento del flusso comunicativo, i quali non permettono di verificare l'immediata reazione del destinatario;

c) comunicazione telematica: essa viene posta in essere con il ricorso di strumenti elettronici⁶⁶ in modo telematico, focalizzati sulla cosiddetta *time ba-*

⁶³ PEZZANI F., *L'economia d'azienda e le determinazioni quantitative. L'evoluzione dell'informativa di bilancio*, in PEZZANI F. (a cura di), *Il bilancio di esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1993, p. 19.

⁶⁴ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 36 ss.

⁶⁵ BRONDONI S.M., *Le strutture della comunicazione in Italia*, in GUATRI L. (a cura di), *Trattato di economia delle aziende industriali*, tomo I, Egea, Milano, 1988, p. 481 ss.

⁶⁶ GIACOSA E., "Internet": il "canale" di trasporto nell'economia digitale, in GUELFI S., GIACOSA E., *L'economia delle aziende della net economy*, Giappichelli, Torino, 2003, p. 37 ss.

*sed competition*⁶⁷, secondo la quale il fattore tempo costituisce un elemento di competitività⁶⁸. Essa permette di dialogare in modo polivalente, ossia utilizzando una gran quantità di strumenti che consentono la relazione interattiva tra soggetti, imprese ed oggetti. Inoltre, essa facilita l'interazione trasversale, in quanto attraversa molti settori economici, oltre al comparto *dell'Information and Communication Technology* che ha ideato il meccanismo digitale⁶⁹. L'interazione ha luogo in tempo reale ed in modo simultaneo. Nonostante la tecnologia abbia fornito nuovi strumenti di comunicazione che permettono differenti possibilità di dialogo, i principi di fondo dell'attività comunicativa si confermano quelli classici, secondo i quali la comunicazione è il fondamento dell'attività del management in relazione alle peculiarità del sistema impresa⁷⁰.

Data l'estrema importanza della prima classificazione proposta (ossia quella basata sul grado di discrezionalità delle informazioni), anche ai fini delle sue implicazioni, tale criterio è quello che verrà impiegato ai fini distintivi nell'ambito della comunicazione economico-finanziaria, ossia tra quella obbligatoria e quella volontaria (alle quali sono destinate rispettivamente il capitolo quarto ed il capitolo quinto).

2.4. Gli attori della comunicazione

Essi rappresentano i soggetti che prendono parte al processo comunicativo. Vi rientrano i seguenti soggetti:

- 1) il soggetto emittente;
- 2) i destinatari;
- 3) i revisori;
- 4) i produttori dell'informativa derivata;
- 5) gli organismi di regolamentazione.

Di seguito, segue l'illustrazione dei suddetti attori della comunicazione.

⁶⁷ GENNARI F., *L'evoluzione delle fonti informative*, in SALVIONI D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino, 2002, p. 212 ss.

⁶⁸ BRONDONI S.M., *Comunicazione, risorse invisibili e strategia competitiva d'impresa*, in *Sinergie*, n. 43-44, 1997; GUELFIS., *L'economia digitale*, in GUELFIS., GIACOSA E., *L'economia delle aziende della net economy*, cit., p. 24.

⁶⁹ GIACOSA E., "Internet": il "canale" di trasporto nell'economia digitale, cit., p. 51 ss.

⁷⁰ AMIGONI F., *La comunicazione interna come strumento di management*, in AA.VV., *La comunicazione: strumento di management per le imprese complesse*, cit., p. 6.

2.4.1. Il soggetto emittente

Il soggetto emittente costituisce l'attore principale del processo comunicativo. È rappresentato dall'azienda, la quale propaga l'informativa sulla propria attività o su un aspetto della stessa. L'azienda diventa, pertanto, sia soggetto sia oggetto della comunicazione: essa diffonde il flusso informativo (è il soggetto del processo informativo), relativamente ad avvenimenti che la interessano (è l'oggetto dello stesso). Nella gestione dell'attività di comunicazione, l'azienda può optare per le seguenti alternative⁷¹:

- a) dotarsi di una struttura organizzativa volta alla totale gestione interna di tale attività;
- b) affidare all'esterno l'intera attività comunicativa;
- c) optare per una soluzione mista, nella quale una struttura interna collabora con soggetti esterni.

In ogni caso, il coinvolgimento diretto del management è assolutamente necessario, in quanto soltanto quest'ultimo, possedendo una completa conoscenza del progetto strategico dell'azienda, può produrre una comunicazione coesa con lo stesso, oltre a fornire autorevolezza all'informativa. Nonostante il ricorso a specialisti esterni, il vertice aziendale deve comunque condurre ed indirizzare il processo comunicativo, optando per la delega su attività esecutive o su questioni di inferiore rilevanza⁷².

Trascurando la discussione dei vantaggi e degli svantaggi delle differenti suddette possibilità, ci si limita ad individuare nell'attività di Investor Relations (IR) l'insieme di attività strategiche e di comunicazioni economico-finanziarie aventi per oggetto informazioni, sia positive sia negative, sull'impresa, destinate ad una serie di interlocutori, tra i quali spiccano⁷³ gli investitori istituzionali, i piccoli investitori e gli analisti finanziari. L'obiettivo è quello di supportare il processo decisionale degli stakeholder con informazioni aggiornate e complete sui prezzi delle azioni e sugli avvenimenti aziendali⁷⁴. Mentre negli Stati Uniti

⁷¹ VALDANI E. (a cura di), *Marketing*, Utet, Torino, 1995, p. 23 ss.

⁷² CODA V., *La comunicazione economica nella strategia aziendale*, in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, cit., p. 22; CORVI E., *La pianificazione strategica e operativa dell'attività d'investor relation*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 51(4), 2000, p. 591.

⁷³ AVALLONE F., *La domanda di informazioni economico-finanziarie nei mercati dei capitali: alcune evidenze empiriche*, in SALVIONI D.M. (a cura di), *Trasparenza ed efficacia della comunicazione economico-finanziaria*, Giappichelli, Torino, 2003, p. 333.

⁷⁴ CORVI E., *Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 11. Una ricca bibliografia si è concentrata sul ruolo e le funziona-

la funzione di IR ha preso piede durante gli anni quaranta, in Italia essa si è sviluppata all'inizio degli anni novanta.

La rilevanza dell'attività condotta dall'IR ha portato alcuni autori ad affermare che la stessa debba essere svolta in modo centralizzato, alle dipendenze di un manager di elevata preparazione e con forti relazioni di collaborazione con il restante management: in tal modo, l'impresa è facilitata nel governo della sua immagine⁷⁵.

2.4.2. I destinatari

Anche definiti “pubblici obiettivo”⁷⁶, essi sono rappresentati dagli stakeholder⁷⁷, ossia i soggetti che manifestano un interesse, seppur in modo differenziato tra loro, attuale o potenziale, diretto o indiretto, in merito ai vari accadimenti aziendali. Essi manifestano delle aspettative informative allo scopo di soddisfare propri obiettivi, puntano a influenzare gli obiettivi generali prefissati dall'impresa e, se possiedono forza contrattuale, tentano di influenzarne il comportamento⁷⁸.

lità dell'investor relations, a cui si fa rimando. LAKE D., *Investor relations*, Euromoney Publication, London, 1990; MAHONEY W.F., *Investor relations: the Professional's Guide to Financial Marketing and Communications*, New York Institute of Finance, New York, 1991. COLOMBI E., *New dimensions in investor relations*, Wiley & Sons, New York, Etas Libri, Milano, 1993; MARCUS B.W., WALLACE S.L., *New dimensions in investor relations*, Wiley & Sons, New York, 1997; HIGGINS R., *Best practices in global investor relations*, Quorum books, Westport, 2000; BRENNAN M.J., TAMAROSKI C., *Investor relation, liquidity, and stock prices*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(4), 2000, p. 26 ss.; DI MARTINO S. (a cura di), *Investor Relations, Corporate Governance e Valore di Impresa*, Atti del Convegno IULM, Milano, 11 aprile 2001, p. 3; MARSTON C., STAKER M., *Investor relations: a European survey*, in *Corporate Communications: an International Journal*, 6(2), 2001, p. 82 ss.; MAZZOLA P., *Corporate governance, investor relations e valore*, in DI MARTINO S., *Investor relations, corporate governance e valore di impresa*, Egea, Milano, 2002; MAZZOLA P., DI MARTINO S., *Le investor relations*, in Fabris G., *La comunicazione d'impresa*, Sperling & Kupfer, Milano, 2003; MAZZOLA P., *Le investor relations. Dalla comunicazione alla gestione della relazione con il mercato finanziario*, Egea, Milano, 2005.

⁷⁵ PIVATO S., *Il contributo dell'informativa societaria alla creazione dell'immagine dell'impresa*, cit., p. 1176.

⁷⁶ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 28.

⁷⁷ FOSTER G., *Financial Statement Analysis*, Prentice-Hall International, Englewood Cliffs, 1986, p. 2 ss.; LACCHINI M., *Strategia aziendale. Elementi di teoria*, Giappichelli, Torino, 1988, p. 84 ss.; INGRAM R.W.-ALBRIGHT T.L.-BALDWIN B.A., *Financial Accounting. Information for decisions*, Thomson South-Western, Mason, 2002, p. 19 ss.

⁷⁸ CORVI E., *Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 113.

In relazione alle differenti categorie di stakeholder, è possibile affermare che vi sia un rendimento proporzionale dell'informazione a seconda del segmento di mercato al quale essa è destinata: il potere d'acquisto di ciascun segmento, infatti, porta ad una differenziazione del prodotto formativo che viene erogato dall'azienda⁷⁹. In relazione al contenuto della comunicazione, essi compiono delle decisioni in merito all'investimento o al prestito di proprie risorse o di contributi all'azienda. L'azienda si confronta con i destinatari secondo un approccio di minaccia/opportunità⁸⁰: i rapporti con gli stessi possono sviluppare dei vantaggi per l'impresa, oppure delle minacce da saper affrontare. Diventa opportuno, quindi, individuare un insieme armonizzato di azioni volte ad ottimizzare le conseguenze dei flussi comunicativi.

Le varie classi di destinatari manifestano interessi differenti le une dalle altre, nei confronti dei quali l'azienda deve puntare al mantenimento di buoni rapporti, pena il mancato sostegno degli stessi: ad esempio, il personale punta ad ottenere un buon livello retributivo, la clientela richiede un ottimo rapporto prezzo/qualità nella gamma produttiva, gli azionisti mirano ad una soddisfacente entità del dividendo nel lungo periodo⁸¹.

Le determinanti della comunicazione economica vengono influenzate fortemente dal livello culturale dei destinatari in materia di impresa⁸²: si pensi alla preparazione degli stessi nel comprendere i meccanismi di funzionamento aziendali ed i fattori che sensibilmente influenzano gli equilibri di gestione. Il contenuto e la forma del messaggio comunicativo differisce a seconda che l'interlocutore possieda la capacità del saper distinguere se una scelta manageriale è effettuata nell'ottica di promuovere la vitalità aziendale, facilitando la soddisfazione durevole dei soggetti coinvolti, oppure se essa pregiudica lo sviluppo futuro dell'azienda. In particolare, se gli interlocutori non posseggono una cultura d'impresa, la comunicazione economica viene resa più difficoltosa da una mancata comprensione delle strategie aziendali oppure da una collaborazione limitata nel rendere operativa la stessa.

I destinatari sono molteplici, configurandosi in classi estese, variegate ed interrelate tra loro. Maggiori sono le dimensioni dell'azienda, tanto più sono molteplici le categorie di stakeholder e, al loro interno, gli interessi. Ognuno di esse

⁷⁹ DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, cit., p. 196 ss.

⁸⁰ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 28.

⁸¹ RAPPAPORT A., *La strategia del valore. Le nuove regole della performance aziendale*, FrancoAngeli, Milano, 1989, p. 24 ss.

⁸² CODA V., *La comunicazione economica nella strategia aziendale*, in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, cit., p. 23.

è portatrice di un insieme differente di bisogni ed aspettative, che si mostrano mutevoli nel tempo⁸³, nei confronti dei quali l'impresa pone in essere una differenziazione dei flussi comunicativi. Per favorire una buona condotta di governo, gli stakeholder dovrebbero andare oltre agli interessi individuali, favorendo una cooperazione volta al raggiungimento delle finalità aziendali⁸⁴.

Le principali categorie di stakeholder, alle quali la comunicazione si orienta in modo esclusivo oppure contemporaneo a più classi, possono essere così classificate⁸⁵:

- gli shareholders;
- gli investitori;
- i lavoratori;
- i clienti ed i fornitori;
- i concorrenti;
- le pubbliche autorità;
- la collettività;
- i mass media, le associazioni di categoria, gli esperti e gli studiosi.

A) Gli stakeholder

Essi sono gli azionisti, i quali hanno apportato capitale a pieno rischio oppure potrebbero essere interessati a farlo. Nell'ambito dei portatori di capitale, vi sono notevoli differenze a seconda della parte di capitale posseduta:

a) azionisti di minoranza o potenziali azionisti: essi sono i maggiori fruitori dell'informativa, i quali debbono fare affidamento sulla comunicazione divulgata all'esterno per verificare l'andamento del loro investimento, una eventuale integrazione o dismissione dello stesso oppure la convenienza ad uno futuro. I potenziali azionisti di controllo mostrano, in un primo momento, esigenze informative di tipo generico, nell'intento di ricercare e individuare le aziende nelle quali investire⁸⁶. In un secondo tempo, essi manifestano una domanda informativa più mi-

⁸³ PIVATO S., GILARDONI A., *Elementi di economia e gestione delle imprese*, Egea, Milano, 1997, p. 84.

⁸⁴ FORTUNA F., *Corporate Governance. Soggetti, modelli e sistemi*, FrancoAngeli, Milano, 2001, p. 56 ss.

⁸⁵ CORVI E., *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, cit., p. 39 ss.; CORVI E., *Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 113 ss.

⁸⁶ CODA V., *L'informativa degli azionisti in una prospettiva ideale*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1970, p. 683; DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, cit., p. 23.

rata, volta anche all'analisi della documentazione aziendale, con l'intento di verificare la situazione attuale e futura della stessa. In merito all'atteggiamento più o meno interessato alle vicende della vita aziendale, alcuni studi⁸⁷ distinguono i detentori di minoranza in azionisti attivi ed azionisti dormienti:

– azionisti attivi: attraverso una comunicazione corretta e trasparente, l'impresa deve ricercare il consenso, la collaborazione e la fiducia degli stessi; allo stesso modo, però, essa deve evitare la ricerca forzata del suddetto consenso, che potrebbe arrecare un rallentamento del funzionamento aziendale⁸⁸. Tale categoria di investitori manifesta una marcata richiesta informativa⁸⁹, soprattutto se l'azienda è quotata in borsa. Quest'ultima, infatti, attira a sé un più diffuso e persistente interesse sul suo andamento, anche in relazione ad un maggiore frazionamento del capitale di rischio ed una più facilitata possibilità di smobilizzare l'investimento. Ne consegue che un'azienda quotata, rispetto ad una non quotata, deve produrre un'informativa caratterizzata da ampiezza di contenuti, affidabilità, cadenza frequente, rapidità e trasparenza espositiva;

– azionisti dormienti: essi non si interessano della gestione, non esercitano (oppure lo fanno in modo non energico) i diritti di rappresentanza e di controllo in loro possesso. Essi possono essere attratti dalla redditività dell'impresa nel tempo, dalla quale dipende l'entità del loro dividendo, e dalla possibilità di *capital gains* (azionisti dormienti cassettisti). Le loro richieste informative andrebbero accontentate e favorite, in quanto essi costituiscono un fattore di stabilità⁹⁰ per il capitale aziendale. In alternativa, essi sono attirati dalla redditività nel breve termine, manifestando una domanda informativa sugli andamenti della gestione da sfruttare a fini speculativi (azionisti dormienti speculatori);

b) i detentori del capitale di comando: essi possono attingere con maggiore facilità ad informazioni interne, oltre a quelle presenti nel bilancio o in altri documenti pubblici⁹¹. Ne consegue che gli azionisti di maggioranza producono

⁸⁷ DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, cit., p. 154 ss.; CORVI E., *Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 116 ss.

⁸⁸ PIVATO S., *La gestione del sistema delle relazioni nelle aziende industriali*, Utet, Torino, 1988, p. 11 ss.

⁸⁹ BERTOLI P., *I nuovi paradigmi della comunicazione economico-finanziaria delle imprese*, in *Gli Annual Report delle società Italiane*, Edizioni Andaf, Pisa, 2006, p. 12.

⁹⁰ CORVI E., *Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 117.

⁹¹ DEZZANI F., BRUSA L., *Budget e controllo di gestione*, Giuffrè, Milano, 1982; SELLERI L., *Contabilità industriale*, Etas libri, Milano, 1983.

una irrilevante richiesta informativa⁹². Nel caso di particolari necessità informative, la loro forza contrattuale permette l'ottenimento di bilanci differenziati e di altra documentazione ad integrazione di quella già disponibile, atta ad esaminare le circostanze operative e le prospettive di sviluppo⁹³.

B) Gli investitori

Essi sono i soggetti che hanno apportato capitale a titolo di credito. Essi hanno un periodico contatto con l'azienda attraverso il pagamento periodico degli interessi, che permette loro di valutare la capacità della stessa di far fronte a quegli impegni finanziari. Ciononostante, data la necessità di valutare la solvibilità e la liquidità dell'azienda, i soggetti finanziatori hanno necessità di disporre di una informativa atta all'interpretazione sia della dinamica attuale sia di quella futura del loro investimento⁹⁴ (in termini di acquisto, detenzione e cessione).

Al fine di comprendere l'entità dell'esigenza informativa, è necessario operare la seguente distinzione, a seconda che il soggetto finanziatore abbia trattato o meno direttamente con la società gli elementi caratterizzanti del prestito:

a) soggetto finanziatore che ha trattato direttamente gli elementi caratterizzanti del prestito (si pensi alle banche e ai finanziatori): al soggetto vengono anche fornite delle informazioni private assai più ampie rispetto a quelle contenute nel bilancio. Inoltre, vengono messi a disposizione dei canali confidenziali, tra i quali la possibilità di interagire con la direzione generale ed i responsabili delle varie aree funzionali e di effettuare delle verifiche direttamente in azienda. Se il bilancio assume un ruolo importante nell'ambito dell'informativa destinata ai finanziatori, allo stesso tempo anche i piani programmatici dell'azienda vengono impiegati per delineare e valutare le scelte di investimento, sia in termini di convenienza degli stessi sia degli attori coinvolti differenti dall'azienda⁹⁵. Si aggiunge poi un'altra documentazione finalizzata all'istruzione della pratica di affidamento, quale le visure catastali e le ispezioni camerali. Il

⁹² DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, cit., p. 22 ss.; CORVI E., *Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 115.

⁹³ CATTANEO M., *Il bilancio d'esercizio nelle imprese. Finalità e struttura*, Etas Libri, Milano, 1989, p. 38.

⁹⁴ MAUTZ R.K.-MAY W.G., *Financial Disclosures in a Competitive Economy*, Financial Executives Research Foundation, New York, 1978, p. 49.

⁹⁵ DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, cit., p. 30.

rapporto tra azienda e sistema finanziario merita un grado di attenzione particolare, in quanto le risorse finanziarie costituiscono un fattore produttivo di estrema importanza, sia per la loro scarsità, sia perché esse permettono ai fattori produttivi terra, forza lavoro e macchine di combinarsi più velocemente nell'ambito dei processi produttivi, incalzando la loro capacità nel creare nuova ricchezza. Ne consegue che la relazione impresa-banca, osservabile nell'ambito del legame esistente tra aspetti reali e finanziari nella teoria d'impresa⁹⁶, è alla base di ogni strategia di crescita, nel momento in cui l'azienda non disponga di sufficiente fattore denaro oppure ritenga maggiormente conveniente l'apporto di capitale a titolo di credito;

b) soggetto che non ha avuto un rapporto individuale con l'azienda (come nel caso degli obbligazionisti): i soggetti manifestano una domanda informativa che viene soddisfatta attraverso la comunicazione fatta all'esterno, sia di natura primaria sia derivata. La loro richiesta è inferiore rispetto a quella dei soggetti che apportano capitale a pieno rischio (fatta eccezione per la presenza di prospettive di dissesto finanziario), in quanto il loro compenso non è rappresentato da dividendi la cui entità è legata all'andamento della dinamica aziendale. Il loro interesse è orientato prevalentemente alla valutazione dell'andamento storico dei risultati ottenuti in ottica economica, finanziaria e patrimoniale, al fine di verificare le condizioni di economicità dell'attività d'impresa in via annuale⁹⁷ ed anche infrannuale e verificare il grado di convenienza nel mantenere tale investimento⁹⁸.

Anche la natura degli investitori ha un'incidenza sulle richieste informative:

a) soggetti privati: essi comprendono le famiglie e le imprese individuali, le quali non manifestano rilevanti esigenze informative in termini di comunicazione primaria, privilegiando l'impiego dell'informativa derivata; inoltre, se le quote possedute sono modeste, essi non si indirizzano direttamente all'azienda. Tali investitori rivestono una elevata importanza nelle piccole e medie imprese, in quanto esse dispongono di un ammontare di titoli azionari sufficientemente ampio per soddisfare l'interesse degli investitori istituzionali;

b) investitori istituzionali: essi sono rappresentati tipicamente da fondi comuni di investimento, banche, compagnie assicurative e fondi pensione. Essi manifestano una intensa necessità informativa, dalla cui soddisfazione dipende l'entità delle

⁹⁶ MERLANI C., *Il credito mercantile*, Giuffrè, Milano, 1964.

⁹⁷ AMADUZZI A., *Tematica sui bilanci delle società azionarie*, Libreria Edizioni Kappa, Roma 1971, p. 33.

⁹⁸ AMADUZZI A., PAOLONE G., *I bilanci di esercizio delle imprese*, Utet, Torino, 1986, quarta edizione, p. 44.

risorse che verranno investite e, di conseguenza, il consenso maturato nei confronti dell'azienda. Ne consegue che la comunicazione primaria si rivolge principalmente agli investitori istituzionali. Tali investitori costituiscono i maggiori interlocutori nelle imprese quotate in borsa, ai quali deve essere rivolta una comunicazione economico-finanziaria di natura tecnica, qualitativamente elevata, puntuale e frequente, che si inserisce nell'ambito di uno stretto rapporto con l'azienda;

c) creditori finanziari: essi hanno prestato una somma di denaro all'azienda, che si impegna a corrispondere gli interessi ed a restituire il capitale prestato. Essi sono rappresentati dalle banche, dagli obbligazionisti e da altre entità che hanno prestato all'azienda una somma di denaro certa e immediata, a fronte del pagamento futuro di un interesse. Le banche, con l'intento di valutare lo stato di salute delle imprese che hanno richiesto un affidamento oppure di verificare con assiduità le suddette condizioni di salute durante il periodo di affidamento, manifestano una elevata richiesta informativa: essa comprende, oltre al bilancio, anche documenti particolareggiati⁹⁹, quali i piani programmatici dell'impresa ed altri documenti che attestino le attitudini dei principali soggetti che operano in azienda. Gli obbligazionisti generalmente finanziano imprese di grandi dimensioni, mentre in quelle di piccola entità essi sono quasi una finzione¹⁰⁰: essi manifestano una richiesta informativa legata all'andamento storico della gestione, che non sempre viene compresa a causa di una modesta preparazione tecnica.

C) I lavoratori

Dal momento che l'elemento umano costituisce una risorsa per l'impresa, la comunicazione economico-finanziaria ha l'obiettivo di creare un flusso informativo che permetta il coinvolgimento, la collaborazione e altresì la soddisfazione delle risorse umane nell'operato aziendale. Il contenuto di tale comunicazione è differente a seconda dei soggetti destinatari, i quali manifestano obiettivi, aspettative e necessità diversificati. In particolare, l'oggetto del flusso comunicativo può essere orientato su aspetti gestionali, su quelli economico-finanziari, commerciali oppure istituzionali. Nello specifico, è opportuno effettuare la seguente distinzione:

a) dirigenti: in qualità di fattore fondamentale della combinazione aziendale¹⁰¹, assimilabile ad altri fattori produttivi aziendali essenziali al sistema

⁹⁹ CAPRARA U., *La banca. Principi di economia delle aziende di credito*, Giuffrè, Milano, 1954, seconda edizione, p. 69.

¹⁰⁰ GUATRI L., *Le politiche finanziarie*, Giuffrè, Milano, 1970, p. 155.

¹⁰¹ DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, cit., p. 14 ss.

d'azienda¹⁰², la richiesta informativa proveniente dai dirigenti è alquanto incrementata negli ultimi anni, in quanto parte della loro retribuzione può essere rappresentata da stock options o stock grant. Ciò porta l'azienda a dover fornire alle organizzazioni sindacali una serie di informazioni riguardanti le posizioni imprenditoriali, le politiche di investimento, le modalità di attuazione dei processi produttivi, le scelte in merito all'impiego della forza lavoro, nonché le scelte influenzanti le condizioni ambientali¹⁰³. Tale richiesta informativa può derivare sia dai dirigenti dell'azienda, sia da quelli potenziali, al fine di delineare le condizioni aziendali ed operare una scelta in termini di opportunità. Parte della loro necessità informativa viene soddisfatta direttamente grazie alla possibilità di accedere al sistema informativo aziendale; dall'altro canto, però, essi contribuiscono alla produzione di informazioni, dato il ruolo che rivestono in azienda. Spesso, il processo comunicativo da essi generato è stimolato dalla necessità di divulgare una serie di informazioni sullo stato di salute dell'azienda, al fine di far apprezzare all'esterno la bontà del proprio operato;

b) lavoratori dipendenti (diversi dai dirigenti): la loro richiesta informativa è legata, in prima battuta, all'andamento economico attuale e futuro dell'azienda, al fine di valutare la stabilità del loro datore di lavoro ed anche le prospettive di carriera. Il bilancio d'esercizio costituisce una delle fonti informative¹⁰⁴, in quanto i lavoratori sono altresì attirati da una comunicazione istituzionale, che ha per oggetto la mission, i valori aziendali e la cultura interna, anche in un'ottica futura per comprendere in modo intuitivo le tendenze dell'attività d'impresa¹⁰⁵. In particolar modo nelle imprese di grandi dimensioni, la comunicazione istituzionale riveste un ruolo fondamentale, poiché crea quel rapporto di fiducia e di collaborazione che contribuisce a favorire, nel medio-lungo termine, la soddisfazione dei dipendenti. Nelle relazioni tra azienda e organizzazioni sindacali o organi di rappresentanza interna, l'azienda fa ricorso a delle convenzioni (tipicamente inserite nell'ambito dei contratti collettivi di lavoro) ed a pubblicazioni interne, che fanno parte della comunicazione volontaria. Nel caso di lavoratori azionisti, essi necessitano, oltre all'informativa di carattere gestionale, anche di quella economico-finanziaria,

¹⁰² BERTINI U., *Il sistema d'azienda. Schema di analisi*, Servizio Editoriale universitario, Pisa, 1986, p. 86.

¹⁰³ SUPERTI FURGA F., *Le valutazioni di bilancio*, Isedi, Milano, 1979, II ed., p. 151.

¹⁰⁴ PROVASOLI A., *Il bilancio di esercizio destinato a pubblicazione*, Giuffrè, Milano, 1974, p. 175.

¹⁰⁵ AMADUZZI A., *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell'impresa*, Cacucci, Bari, 1949, p. 83.

al fine di valutare l'andamento del loro investimento a pieno rischio nel capitale dell'azienda.

D) I clienti ed i fornitori

Essi fanno parte del sistema competitivo dell'azienda e sono coinvolti, seppur indirettamente, nel suo processo decisionale. Se il rapporto commerciale diventa particolarmente collaborativo, è necessaria l'instaurazione di uno scambio anche relazionale, nel quale vi sia compatibilità tra atteggiamenti, obiettivi ed interessi di tutti i soggetti coinvolti. In tale contesto, la comunicazione economico-finanziaria ha l'obiettivo di produrre una serie di documentazione specifica e differenziata, che possa garantire agli interlocutori un certo livello di sicurezza sull'operato dell'azienda e sulla stabilità del rapporto commerciale con la stessa.

Dal lato dei fornitori, essi sono interessati a conoscere l'attitudine dell'azienda nel far fronte in modo tempestivo ai propri impegni finanziari¹⁰⁶. Ciò previene atteggiamenti di sfiducia nei confronti dell'azienda, che possono limitare le dilazioni di pagamento¹⁰⁷. Il suddetto livello di sicurezza viene richiesto soprattutto da quei soggetti che concedono all'impresa un consistente lasso temporale di dilazione. Oltre ad avvalersi dell'analisi del bilancio d'esercizio, essi fanno ricorso anche ad altre fonti informative¹⁰⁸, derivanti da visite in azienda, contatti con i responsabili delle diverse aree funzionali, richieste di programmi e piani sull'operato aziendale e di informazioni bancarie. A tal fine, è necessaria una valutazione del rapporto costo/beneficio relativo alla produzione dell'informativa ad hoc per tali fornitori, il cui costo deve essere compensato dalla dimensione del rapporto di fornitura e dall'entità delle dilazioni di pagamento ottenute.

I clienti manifestano una richiesta informativa diversificata a seconda dell'oggetto dello scambio commerciale:

a) clienti di beni di largo consumo: essi non sono interessati all'informativa economico-finanziaria, quanto piuttosto ad accertarsi che il prezzo di vendita del prodotto sia adeguato al suo livello qualitativo e che la composizione intrinseca rispetti la normativa a tutela del consumatore;

¹⁰⁶ AVI M.S., *Il bilancio come strumento di informazione verso l'esterno*, Cedam, Padova, 1990, p. 261.

¹⁰⁷ CORONELLA S., *Il credito commerciale nell'economia dell'azienda: profili gestionali e di bilancio*, Giuffrè, Milano, 2003.

¹⁰⁸ AMADUZZI A.-PAOLONE G., *I bilanci di esercizio delle imprese*, cit., p. 47. DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, cit., p. 28.

b) clienti di beni di consumo durevoli: il cliente manifesta una richiesta informativa volta a valutare sia la congruità del rapporto costi/benefici, sia aspetti economico-finanziari mirati a valutare l'affidabilità e la credibilità strategica dell'impresa: si pensi al livello di assistenza post-vendita in caso di riparazione o sostituzione del prodotto e all'entità di innovazione tecnologica intrinseca nel bene;

c) clienti di beni destinati alla produzione: il cliente è rappresentato da un'azienda, la quale si approvvigiona di beni che verranno impiegati nel suo ciclo produttivo. Il cliente manifesta una richiesta informativa volta a valutare aspetti tecnici, commerciali, logistici ed economici dell'azienda fornitrice, specialmente se essa riveste un ruolo rilevante nell'ambito della catena di fornitura (ad esempio, è un fornitore difficilmente sostituibile oppure è un fornitore di una elevata quantità di fattori produttivi). Tale valutazione sull'idoneità di un'azienda fornitrice produce una sorta di rating del venditore;

d) clienti di servizi: la richiesta informativa è alquanto rilevante, a causa dell'intangibilità dell'offerta. L'offerta di informazioni, tra le quali vi sono anche quelle di carattere economico-finanziario, è ponderata a seconda che si tratti di una fornitura periodica oppure occasionale e che il rapporto commerciale si basi su un accordo formale oppure informale. Nel caso di servizi offerti nell'ambito di una fornitura continuativa e formale, la richiesta informativa è rilevante.

E) I concorrenti

I concorrenti sono gli avversari che, in relazione a determinate caratteristiche produttive, commerciali, organizzative, economiche e finanziarie, debbono essere confrontati con l'azienda, ossia con i suoi punti di forza e di debolezza¹⁰⁹. La forte competizione che caratterizza i mercati porta all'attuazione di una stringente politica concorrenziale. È prerogativa, a tal fine, la ricerca di informazioni che riguardano i propri concorrenti, con una concentrazione sugli aspetti economico-finanziari¹¹⁰. Spesso, le fonti informative non sono di pubblico dominio, rendendo costosa la raccolta dei dati ed informazioni, anche a causa di un atteggiamento di riservatezza dei competitor. Ne consegue che la domanda manifestata dai concorrenti è classificabile come secondaria, in quanto indirizzata a società di consulenza o società di analisi finanziaria d'impresa e non direttamente all'impresa oggetto dell'indagine¹¹¹.

¹⁰⁹ CANZIANI A., *Le strategie d'impresa*, in AA.VV., *Crisi di impresa e sistemi di direzione*, Etas, Milano, 1977, p. 17.

¹¹⁰ BOWMAN E.H., *Content Analysis of Annual Reports for Corporate Strategy and Risk*, Readings on Strategic Management, Ballinger, Cambridge, 1984, p. 117.

¹¹¹ DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, cit., p. 36.

F) Le pubbliche autorità

Rientrano in questa categoria gli organi, gli uffici e gli enti emanazione dello Stato che, a vario titolo, sono manifestazione della volontà politica di un Paese¹¹². Esse manifestano una richiesta informativa nell'ambito della verifica fiscale e legislativa effettuata nelle veci dello Stato, avente per oggetto una singola impresa.

Grazie al potere coercitivo dello Stato, la disponibilità di informazioni che viene a crearsi è spesso alquanto maggiore rispetto a quella accessibile ad altri soggetti esterni. Un'azienda quotata in borsa deve sapersi relazionare, oltre che con gli enti statali, anche con altre istituzioni che mostrano una notevole richiesta informativa di carattere economico-finanziario, come la Consob, la Borsa Italiana e la Banca d'Italia.

G) La collettività

Essa manifesta una richiesta informativa di carattere economico-finanziario non direttamente all'azienda, quanto piuttosto ad altri soggetti, quali i mass media, le banche e le associazioni di categoria. Viene a crearsi un rapporto diretto tra la collettività e chi produce un'informativa derivata, che sostituisce la relazione diretta con il soggetto emittente dell'informazione, ossia l'azienda. Ciononostante, l'azienda deve verificare che i messaggi che giungono alla collettività siano privi di distorsioni e rappresentino fedelmente le reali circostanze aziendali.

Nell'ambito della collettività, si collocano i consumatori attuali e potenziali, i quali possono essere spinti da molteplici necessità informative¹¹³, quali la congruità dei prezzi di vendita in relazione al rapporto prezzo/qualità, alcuni aspetti legati al processo produttivo in ottica qualitativa e di rispetto ambientale, la capacità di far fronte ad impegni legati a precedenti cessioni di prodotti (si pensi al periodo di garanzia). Spesso, data una limitata capacità interpretativa del bilancio oppure la difficoltà nel reperimento di tale informativa, il bilancio non è sufficiente a soddisfare le richieste informative dei consumatori¹¹⁴.

H) I mass media, le associazioni di categoria, gli esperti e gli studiosi

Si tratta di una categoria eterogenea di soggetti che fungono da intermediari dell'informazione economico-finanziaria. Da un lato, essi mostrano una domanda

¹¹² DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, cit., p. 38.

¹¹³ DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, cit., p. 33.

¹¹⁴ TERZANI S., *Le comparazioni di bilancio*, Cedam, Padova, 1978, p. 7.

primaria di informazioni; dall'altro, offrono un'informativa, spesso rielaborata, sul mercato, divenendo dei formatori finanziari¹¹⁵. La fattispecie di soggetti appartenenti a tale categoria è alquanto ampia; una semplice elencazione non sarebbe esaustiva, in quanto i suddetti intermediari sono relazionati ad una serie di fattori, tra i quali la tipologia di attività svolta, le specificità del sistema impresa e del suo ambiente, oltre alla situazione economica del Sistema-Paese.

L'importanza dei suddetti soggetti è dimostrata dalla creazione, all'interno delle aziende di grandi dimensioni, di uffici che hanno la funzione di relazionarsi con il contesto esterno in modo centralizzato. Ciò permette un maggiore governo delle informazioni economico-finanziarie sull'azienda che circolano sul mercato, "pilotando", per quanto possibile, quanto viene trasmesso ai destinatari. A tal fine, una maggiore informazione volontaria potrebbe ridurre le distorsioni dell'informativa prodotta dagli intermediari.

Con particolare riferimento ai mass media, essi costituiscono uno strumento alquanto diffuso per la trasmissione di informazione primaria verso i risparmiatori. Essi vengono impiegati in modo sempre più ricorrente, con l'obiettivo di ricercare alleanze e consensi dell'impresa con i suoi stakeholder¹¹⁶. L'azienda deve valutare attentamente che il messaggio comunicato dai suddetti intermediari alla collettività sia corretto e coerente con la situazione aziendale, affinché la selezione e la rielaborazione dell'informativa compiuta dagli stessi non arrechi un danno alla sua immagine. La fiducia dimostrata dal mercato viene, infatti, intesa come un tassello fondamentale del patrimonio intangibile dell'impresa¹¹⁷: a tal fine, la comunicazione non è orientata all'ottenimento di un risultato positivo nel breve termine, a scapito della prospettive di sviluppo e sopravvivenza nel medio/lungo periodo. Al contrario, la comunicazione economica è volta sia ad informare il mercato sull'operato dell'azienda, sia ad ottenere un atteggiamento più positivo nei confronti dell'impresa, con effetto benefico sullo sviluppo della stessa nel lungo periodo. Nell'ambito di tale categoria, si collocano le società di analisi finanziaria e d'impresa¹¹⁸, le quali elaborano, oltre ad un esame del business e del sistema competitivo di un'azienda, anche una analisi economico-finanziaria della stessa.

¹¹⁵ GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, cit., p. 11.

¹¹⁶ CAPALDO P., *Qualche riflessione sull'informativa esterna d'impresa*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1975, p. 843.

¹¹⁷ CODA V., *L'orientamento strategico dell'impresa*, cit., p. 239.

¹¹⁸ DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, cit., p. 36.

2.4.3. I revisori, i produttori dell'informativa derivata e gli organismi di regolamentazione

Per revisori si intendono quei soggetti ai quali viene assegnata la funzione di garanzia nei confronti dei destinatari (società di revisione contabile e collegio sindacale). A tal fine, essi debbono valutare l'affidabilità e l'esattezza di ogni informativa diffusa dall'azienda, in modo particolare quella di origine contabile¹¹⁹. Il loro giudizio contribuisce a rafforzare la credibilità dell'informativa prodotta dall'azienda, oltre a migliorare le condizioni che influenzano il consenso degli stakeholder nei confronti dell'operato aziendale. Nell'esecuzione della loro attività di garanzia, essi necessitano di un quadro informativo ampio e completo.

I produttori dell'informativa derivata, in qualità di intermediari dell'informazione, rielaborano ed interpretano l'informazione divulgata dall'azienda, affinché essa possa essere comprensibile ed utilizzabile dalle differenti classi di utilizzatori. Vi rientrano gli analisti finanziari, le società di intermediazione finanziaria, le società di rating, le banche e la stampa specializzata.

Gli organismi di regolamentazione, in ambito nazionale ed internazionale, fissano una serie di regole secondo le quali il flusso informativo deve essere prodotto e trasmesso, in termini di contenuto obbligatorio, modalità di creazione e di raffigurazione. In qualità di organismi autonomi e imparziali, essi debbono favorire la produzione di una informativa minima e armonizzata da parte delle varie aziende, affinché le informazioni prodotte da queste ultime siano tra loro comparabili.

2.5. La numerosità dei destinatari e la frequenza della comunicazione economico-finanziaria

In relazione alla numerosità dei soggetti a cui la comunicazione si rivolge, è possibile effettuare la seguente distinzione:

- a) comunicazione privata: essa ha un numero limitato di destinatari, mentre non viene resa disponibile ad altri soggetti. È il caso di un rapporto sulla evoluzione futura della gestione, predisposto esclusivamente per gli istituti creditizi ai quali si richiede una estensione della linea di credito;
- b) comunicazione pubblica: essa è orientata a tutte le categorie di stakeholder aziendali, senza alcuna limitazione. Si pensi al bilancio d'esercizio.

¹¹⁹ IANNIELLO G., *Elementi introduttivi alla revisione contabile*, Aracne, Roma, 2006.

Secondo altri studi¹²⁰, è possibile operare una distinzione in relazione alla modalità di attuazione del processo comunicativo, a seconda che vi sia stato l'impiego di forme personali di comunicazione, di forme impersonali o di forme telematiche¹²¹ di erogazione delle informazioni, le quali influiscono sull'ampiezza dei destinatari.

A seconda della frequenza, il flusso informativo può avere una modulazione:

a) periodica: l'informativa viene prodotta con sistematicità (si pensi al bilancio d'esercizio e alle relazioni trimestrali e semestrali);

b) straordinaria: l'informativa viene realizzata in relazione a particolari eventi (si pensi ai prospetti informativi legati alle Offerte Pubbliche di Acquisto, ai progetti di fusione, al progetto di risanamento aziendale).

Con riferimento alla frequenza della comunicazione, altri studi¹²² distinguono la comunicazione in relazione alla propria sistematicità in due categorie, le quali si consolidano a vicenda, in quanto facenti parte di un comune quadro aziendale:

a) comunicazione sistematica: essa è effettuata con regolarità, generalmente su orizzonti temporali di medio/lungo periodo, nel rispetto dell'orientamento strategico di fondo. Essa si compone di una serie ordinata di messaggi, indirizzati ai medesimi destinatari, caratterizzati da modalità, tempistiche e struttura simili ed unitari, i quali riflettono le tendenze evolutive della gestione e le correlate modalità di governo aziendale; a mutare sono i valori presenti nei vari contenuti. Essa presenta una elevata prerogativa di rigidità, a causa di comportamenti abitudinari dell'utenza nei confronti del contenuto di tale informativa. La comunicazione sistematica può provocare effetti negativi, tra i quali si collocano i fenomeni di imitazione da parte di aziende concorrenti;

b) comunicazione non sistematica: essa è relativa ad eventi contingenti, ossia non ripetitivi, il cui manifestarsi, o il mancato controllo degli stessi, potrebbe riflettersi sull'ottenimento del consenso interno ed esterno in un orizzonte temporale non limitato. Essa concorre ad una gestione tempestiva dei suddetti

¹²⁰ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 36 ss.

¹²¹ MARCHI L., *Automatic data processing in the evolution of accounting procedures*, in *Economia Aziendale*, vol. VII, n. 1, April 1988, p. 97; FERRARIS FRANCESCHI R., *Relationships between business administration and science of information: methodological aspects and repercussions*, in *Economia Aziendale*, vol. VII, n. 1, April 1988, p. 1 ss.

¹²² SALVIONI D.M., *Le politiche di comunicazione delle aziende di credito e le informazioni economiche*, in AA.VV., *Le comunicazioni nelle banche*, cit., p. 94 ss.; SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., pp. 40 ss., 91 ss.

fenomeni, che richiede una comunicazione attenta al fine di conservare le condizioni di economicità ideali e, talvolta, garantire la sopravvivenza dell'azienda. Dal momento che tali fenomeni sono collegati ai fattori di incertezza e di rischio radicati nell'attività d'impresa¹²³, la comunicazione non sistematica dimostra la capacità dell'impresa di fronteggiare gli stessi, anche mediante una flessibile attività comunicativa che richiede l'impiego di rapidità decisionale e la possibilità di impiego di mezzi aggiuntivi da destinare alla produzione di tale informativa. Sia nei confronti di eventi di particolare gravità (si pensi ai danni arrecati all'ambiente, alle anomalie di fabbricazione su prodotti già presenti sul mercato, alle tensioni sindacali, al ricorso alla cassa integrazione o ai licenziamenti, alle scalate in borsa, ai fenomeni di crisi aziendale, ecc.) sia con riferimento a fatti di minore complessità, l'azienda deve apprendere la capacità di comunicare in modo trasparente ed esaustivo, spesso ad hoc, avvalendosi di una flessibilità ed elasticità comunicazionale che permetta di non perdere la fiducia ed il consenso sociale.

2.6. I canali di diffusione della comunicazione economico-finanziaria

Affinché il processo comunicativo possa essere efficace, è necessario che il canale impiegato per effettuare la comunicazione sia coerente con il contenuto, il destinatario ed il contesto della stessa. È possibile articolare i differenti possibili canali a seconda del livello di personalizzazione e del grado di scambievolezza tra i soggetti coinvolti.

Il grado di personalizzazione dipende dall'intervento o meno di soggetti che rappresentano l'azienda: in particolare, il canale è personale, se esso impiega dei rappresentanti dell'impresa (generalmente costituiti dal management), oppure impersonale, se esso non ne fa utilizzo (come nel caso di messaggi pubblicitari senza l'impiego di soggetti riconducibili all'azienda). Quando l'impresa deve rivolgersi ad un pubblico particolarmente competente, assai poco nutrito e con una forte attitudine nel condizionare le scelte aziendali, la tendenza alla personalizzazione del canale è maggiormente elevata: si pensi alle banche, le quali richiedono un canale personalizzato.

Il grado di scambievolezza tra i soggetti coinvolti differenzia i canali impiegati, a seconda della possibilità riservata agli utenti di interfacciarsi con l'azien-

¹²³ CORTICELLI R., *La crescita dell'azienda. Armonie e disarmonie di gestione*, Giuffrè, Milano, 1984, p. 250 ss.

da; grazie ad una logica di interazione, i destinatari della comunicazione potrebbero porre dei quesiti o richiedere ulteriori integrazioni informative¹²⁴.

La scelta del canale di diffusione della comunicazione è legata alle dimensioni aziendali, al budget a disposizione, nonché alle esigenze informative. In particolare, una società non quotata ha esigenze informative meno complesse rispetto ad una società quotata, in quanto quest'ultima deve relazionarsi con una numerosità più ampia e differenziata di interlocutori. Inoltre, una società quotata è sottoposta al vincolo dell'informativa obbligatoria, oltre alle scelte in termini volontari: ciò arreca una intensa produzione di flussi informativi. Si consideri poi che in una circostanza nella quale i portatori di capitale coincidono con il management, l'esigenza informativa è assai modesta, poiché vi è disponibilità di informazioni direttamente alla fonte.

I principali canali di diffusione della comunicazione economico-finanziaria sono molteplici. Tra i più classici, si collocano differenti mass-media, quali la televisione, la radio e le testate giornalistiche specializzate o di divulgazione; tra quelli più innovativi, Internet sta accrescendo la sua importanza, avvalendosi del sito aziendale.

Il sito internet ha duplice valenza: da un lato, esso è un contenitore di informazioni a disposizione degli stakeholder, i quali possono reperire una nutrita informativa societaria; dall'altro, il sito è uno strumento di comunicazione mediante il quale l'azienda diffonde una informativa economico-finanziaria¹²⁵. La letteratura si è proficuamente concentrata sull'impiego del canale Internet nel processo comunicativo¹²⁶. Il canale Internet ha trovato una rapida diffusione, in quanto esso è dotato di alcune caratteristiche che lo rendono fortemente usu-

¹²⁴ BRANCIARI S., *Integrazione e differenziazione della comunicazione economico-finanziaria verso gli stakeholder internazionali*, in BRANCIARI S. (a cura di), *La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari*, cit., p. 16 ss.

¹²⁵ GIACOSA E., *Internet: il "canale di trasporto" nell'Economia digitale*, in GUELFIS., GIACOSA E., *L'economia delle aziende della net economy*, cit., p. 29.

¹²⁶ Tra gli altri, si fa rimando ad una serie di opere particolarmente rappresentative. DEMATTE C., *Internet e la nuova traiettoria di sviluppo della comunicazione*, in *Economia & Management*, n. 5, 1997; MARCUS B.W.-WALLACE S.L., *New dimensions in investor relations*, cit.; PAPARELLA M.-TORRE I., *Tecnologia Internet e comunicazione aziendale: realtà e prospettive*, Utet, Torino, 1999; QUAGLI A. (a cura di), *Internet e la comunicazione finanziaria*, FrancoAngeli, Milano, 2001; SALVIONI D.M., TEODORI C., *Internet e comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Franco Angeli, Milano 2003; QUAGLI A.-TEODORI, C., *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari*, FrancoAngeli, Milano, 2005. GONZÁLEZ-HERRERO A.-SMITH S., *Crisis Communications Management on the Web: How Internet-Based Technologies are Changing the Way Public Relations Professionals Handle Business Crises*, in *Journal of Contingencies and Crisis Management*, 16(3), 2008.

fruibile, producendo una serie di vantaggi di tale strumento¹²⁷: la selettività, la personalizzazione dell'informazione, l'interattività. Con riferimento alla selettività, l'utente ha la possibilità di effettuare una ricerca di un particolare oggetto informativo nell'ambito dell'intero messaggio, grazie a particolari strumenti di ricerca con parole chiavi. Inoltre, l'interattività delle pagine web facilita lo svolgimento di una ricerca da parte dell'utente e, allo stesso tempo, la produzione di una informativa chiara e completa da parte dell'azienda. Come ultimo, il canale Internet permette una forte personalizzazione dell'informazione, utilizzando le potenzialità di tipo pull che permettono l'identificazione dell'utenza e il conseguente invio di un messaggio il più possibile personalizzato.

Allo stesso tempo, però, il canale Internet non è immune da una serie di svantaggi, legati principalmente ai fattori sicurezza, in quanto soggetto agli attacchi informatici da parte di soggetti esterni, ed affidabilità dei dati. Con particolare riferimento al fattore affidabilità, non sempre risulta chiara la conformità dei dati in esso presenti rispetto a quelli comunicati con altri canali informativi. Inoltre, risulta talvolta difficile comprendere l'origine dei dati stessi, ossia se essi provengono dall'informativa obbligatoria oppure da quella volontaria: a tal fine, soltanto l'individuazione della fonte permette all'utente di valutare l'affidabilità del contenuto. Come ultimo, non sempre è possibile tracciare l'excurus storico dell'informativa riguardante un determinato oggetto, in quanto è uso comune sostituire la vecchia documentazione con quella più aggiornata, invece di limitarsi ad aggiungere il nuovo documento a quanto già presente.

La diffusione del canale Internet ha indotto l'Aiaf (Associazione italiana analisti finanziari) a produrre nel 2000 un "decalogo" per la diffusione dell'informazione finanziaria on line. Tale decalogo è orientato su differenti aspetti di osservazione, tra i quali il contenuto del messaggio che viene veicolato, la modalità di diffusione dello stesso ed il comportamento che deve essere seguito da parte della società che emette il messaggio.

In aggiunta, il Forum sull'informativa societaria, che nel 2001 ha coinvolto Ref e Borsa italiana ha disposto, nell'ambito dell'art. 7, una serie di raccomandazioni alle società quotate e agli altri soggetti partecipanti al mercato con riferimento alla comunicazione via internet. L'obiettivo è quello di rendere disponibile al pubblico tutte le informazioni necessarie per consapevoli scelte di investimento. In particolare, viene richiesto alle società emittenti di pubblicare, nell'ambito di una sezione dedicata del sito, una serie di documentazione, preferibilmente anche in lingua inglese: lo statuto, il bilancio d'esercizio e quello consolidato, la relazione semestrale e quella trimestrale, le informazioni comu-

¹²⁷ QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, cit., p. 20 ss.

nicate al mercato, la documentazione relativa agli incontri tra la società e gli operatori del mercato.

Anche la Consob ha prodotto una serie di raccomandazioni e comunicazioni al fine di garantire la massima trasparenza dell'informativa diffusa mediante il web. Tra queste raccomandazioni, spicca quella n. DME/6027054 del 28 marzo 2006, che ha individuato una serie di informazioni da comunicare al pubblico riferite a fatti e situazioni rilevanti, oltre agli adempimenti da seguire per prevenire gli abusi di mercato.

Le tipologie di canali sono molteplici, in relazione ad un determinato criterio di osservazione. La prima distinzione può essere la seguente, a seconda che il messaggio comunicativo sia o meno verbale ¹²⁸:

1) canali impliciti: essi permettono una comunicazione non verbale, veicolata da atteggiamenti gestionali, i quali sono sintomatici di una certa volontà da parte dell'azienda che li pone in essere. Tali comportamenti vengono intesi dagli investitori come dei segni predittivi di certi effetti futuri, anche in mancanza di verbali comunicazioni in tale direzione. Si pensi alla distribuzione di un dividendo superiore rispetto a quello dell'anno precedente: tale gesto può essere interpretato come un sintomo di mantenimento di un elevato livello del dividendo anche per il futuro. Altro esempio può essere quello di una marcata politica di investimento finanziata con le risorse prodotte dalla gestione reddituale: tale comportamento potrebbe essere interpretato come un segnale di fiducia nell'attitudine allo sviluppo futuro dell'azienda;

2) canali espliciti: essi pongono in essere una comunicazione verbale, in forma scritta oppure orale. Tale comunicazione può essere effettuata mediante due canali ¹²⁹:

a) canale diretto di comunicazione: esso presuppone il contatto diretto tra il mittente ed il destinatario, il quale richiede una simultanea interazione tra gli stessi. Tale presenza può essere fisica, quando gli individui sono fisicamente presenti in uno stesso luogo, oppure virtuale ¹³⁰, quando i soggetti sono collegati grazie all'impiego della tecnologia mediante una videoconferenza. Al fine di limitare l'impiego delle risorse (monetarie e temporali), il contatto diretto fisico viene utilizzato prettamente nell'ambito di relazioni di elevato livello oppure di situazioni particolarmente delicate;

¹²⁸ QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, cit., p. 11 ss.

¹²⁹ BINDA L., *La comunicazione economico-finanziaria e le nuove tecnologie*, FrancoAngeli, Milano, 2008, p. 19.

¹³⁰ GIACOSA E., *Internet: il "canale di trasporto" nell'Economia digitale*, cit., p. 44.

b) canale indiretto di comunicazione: esso non necessita la presenza simultanea degli attori della comunicazione, in quanto il messaggio viene trasmesso in un momento successivo rispetto a quello della ricezione dello stesso. Se, tra i vantaggi, vi è senza dubbio un risparmio in termini di tempi e costi impiegati, dall'altro lato vi è lo svantaggio di una minore ricchezza dei messaggi, dovuta all'impossibilità di ottenere immediatamente una risposta, verificare la reazione dell'interlocutore e fornire immediatamente eventuali integrazioni e spiegazioni a quest'ultimo. Data la possibilità di comunicare in modo non simultaneo, i destinatari di un messaggio possono essere molti oppure limitarsi ad uno.

Secondo un'altra ottica di osservazione, in funzione del pubblico di riferimento della comunicazione, è possibile operare la seguente distinzione¹³¹:

a) canali di massa: essi vengono impiegati in modo non personalizzato in relazione al destinatario, ossia permettono il trasferimento di un flusso comunicativo in modo indistinto a differenti interlocutori. L'impersonalità della comunicazione rende il messaggio rivolto ad un numero elevato di destinatari. I tipici mezzi di comunicazione di massa di natura indiretta sono i seguenti: la stampa, l'Annual Report ed internet;

b) canali non di massa: essi vengono impiegati nell'ambito di una comunicazione personalizzata, ossia destinata a soggetti individuati. Ciò rende possibile l'ideazione di una politica comunicativa capace di differenziare il messaggio in relazione a singole esigenze informative. I tipici canali di comunicazione non di massa di natura diretta sono i seguenti: le lettere, le mailing list, le riunioni, gli incontri personali, i road show, le conferenze, le videoconferenze, le visite in azienda, internet, i blog ed i forum. Tra quelli indiretti, si collocano: i comunicati stampa, la stampa specializzata e l'editoria aziendale.

2.7. I contenuti della comunicazione economico-finanziaria

L'informazione economico-finanziaria costituisce la raffigurazione, nel complesso, dell'attitudine dell'azienda nei differenti profili che, a seconda del destinatario o dell'oggetto rappresentato, sono considerati rilevanti¹³². La co-

¹³¹ CORVI E., *Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 214; BINDA L., *La comunicazione economico-finanziaria e le nuove tecnologie*, cit., p. 131 ss.

¹³² PROVASOLI A., *Il bilancio nel processo di comunicazione*, in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, cit., p. 39. Per informazione "rilevan-

municazione economico-finanziaria è centrata su grandezze quantitative di sintesi, rappresentate dal capitale e dal reddito, oppure su aspetti qualitativi, i quali forniscono una illustrazione dei precedenti.

Nello specifico, i contenuti dell'informativa economico-finanziaria dovrebbero riferirsi ai seguenti oggetti informativi¹³³: la descrizione analitica della dinamica ambientale e competitiva, gli obiettivi e le strategie aziendali, il modello organizzativo e gestionale, i risultati ottenuti più rilevanti, il sistema dei rischi (anche con riferimento a specifiche divisioni) e le risorse possedute (anche quelle immateriali). Secondo altri studi¹³⁴, i contenuti dell'informativa economico-finanziaria sono focalizzati sia su informazioni di natura contabile derivabili dal bilancio, sia su altre tematiche, tra le quali vi si collocano le seguenti: elementi caratterizzanti la pianificazione strategica pluriennale in termini di proposizioni ed obiettivi, specificità delle attività di natura intangibile non espresse dai documenti contabili, valutazione dei punti di forza e di debolezza dell'impresa, analisi del sistema dei rischi d'impresa.

Affinché essa possa soddisfare le attese dei destinatari e, al contempo, perseguire gli obiettivi della politica comunicativa, l'informazione che viene veicolata deve rispondere ad alcuni requisiti. In primo luogo, essa deve essere tempestiva, affinché possa garantire l'efficienza dei mercati dei capitali ai quali l'impresa, sempre più, si rivolge, oltre alla democrazia informativa esterna. Inoltre, essa deve presentarsi in modo omogeneo e comparabile, tra imprese differenti o nell'ambito di eventi o istanti di vita della medesima azienda. In aggiunta, essa deve avere una capacità esplicativa, e non soltanto descrittiva, dei fenomeni oggetto dell'informazione, al fine di permettere una maggiore comprensione della situazione nella quale l'impresa opera e del suo stato di salute, attuale e prospettico. In virtù delle svariate categorie di interlocutori aziendali, l'informazione deve rivolgersi anche in modo differenziato a ciascuna di esse, puntando all'impiego di canali di diffusione che, meglio di altri, siano in grado di raggiungere specifici destinatari.

La creazione di una informativa differenziata¹³⁵ necessita un lavoro preparatorio volto ad identificare ed analizzare i bisogni informativi, intersecarli con

te" si intende quella pertinente, ossia ricca di significatività rispetto alla tipologia di decisione che occorre prendere. Tale informazione rappresenta uno strumento mediante il quale il processo decisionale viene effettuato e con il quale si effettua una relazione di causa-effetto con la suddetta presa di decisione. Bastia P., *Sistemi di pianificazione e controllo*, Il Mulino, Bologna, 2001, p. 37.

¹³³ ECCLES R.G.-HERZ R.H.-KEEGAN E.M.-PHILIPS D.M., *The value reporting devolution, Moving beyond the earnings games*, John Wiley & Sons, New York, 2001, p. 212 ss.

¹³⁴ BINDA L., *La comunicazione economico-finanziaria e le nuove tecnologie*, cit., p. 88.

¹³⁵ CORVI E., *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, cit., p. 38.

le peculiarità dell'attività d'impresa e decidere se produrre messaggi ad hoc al fine di soddisfare le suddette richieste. Come ultimo, il contenuto deve essere tecnico e dettagliato¹³⁶. Data l'enorme quantità di informazioni di cui l'azienda dispone, essa effettua inevitabilmente un processo di selezione delle stesse, al fine di valutare quelle di maggiore utilità e qualità da comunicare all'esterno. Ne consegue che l'informativa è difficilmente caratterizzata dal requisito della neutralità, a causa della suddetta selezione¹³⁷.

Con riferimento all'ampiezza dei contenuti della comunicazione, è possibile distinguere le aziende in relazione alla loro politica di comunicazione in base ad un criterio decrescente in termini di trasparenza e di efficacia informativa. Sepur in maniera indicativa e contemplando le situazioni intermedie, è possibile effettuare la seguente classificazione¹³⁸:

a) politica trasparente: esse affidano alla comunicazione economico-finanziaria una valenza strategica. In particolare, oltre a produrre l'informativa obbligatoria nel rispetto dei principi della chiarezza, veridicità e correttezza, esse forniscono un'informativa volontaria in modo efficace, completo e tempestivo;

b) politica minimalista: esse si limitano a diffondere l'informativa obbligatoria, ossia quella richiesta dal legislatore o da altre autorità pubbliche. In tale prospettiva, la comunicazione viene intesa come un onere da rispettare e non come un'opportunità per creare un rapporto con gli stakeholder;

c) politica manipolatoria: esse fanno ricorso alla comunicazione economico-finanziaria per condizionare a proprio favore il raggiungimento di benefici nel breve periodo, incuranti del danno provocato agli stakeholder in termini di potenziale danneggiamento delle condizioni di equilibrio economico, oltre che di un atteggiamento in contrasto con i valori etici. Si pensi alla produzione di falsi comunicati, al fine di innalzare il prezzo di mercato delle azioni oppure di attirare nuovi investitori.

La diversa politica comunicativa posta in essere dall'azienda è influenzata da una serie di fattori, i quali possono incidere in modo più o meno specifico sulla stessa. In particolare, è possibile classificare gli stessi nelle seguenti tipologie di fattori causali¹³⁹:

¹³⁶ PROVASOLI A., *Il bilancio nel processo di comunicazione*, in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, cit., p. 59 ss.

¹³⁷ DEMATTÉ C., *Intervento di Claudio Dematté*, in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, cit., p. 83.

¹³⁸ ALLEGRINI M., *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 24 ss.

¹³⁹ ALLEGRINI M., *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 27 ss.

a) fattori generici: si tratta di variabili endogene di natura immateriale, le quali possono influenzare sia le caratteristiche sia i contenuti della comunicazione. Si pensi al ruolo assunto dalla comunicazione nell'ambito delle scelte del management, alla cultura ed al sistema di valori interni all'organizzazione ed al comportamento relazionale nei confronti degli stakeholder;

b) fattori specifici: essi scaturiscono dal rapporto tra l'azienda ed il suo ambiente, il quale influenza il flusso informativo che l'impresa deve o vuole dedicare ai suoi interlocutori al fine di soddisfare le attese informative ed attirare a sé le risorse finanziarie necessarie. Tali fattori dipendono in maniera determinante sia dalle attese informative degli stakeholder, sia dalla tensione esercitata dagli stessi sull'impresa, sia dal ruolo rappresentato dalle risorse da essi apportate. Nell'ambito dei fattori specifici, si ritengono di estrema importanza i seguenti elementi:

i) la struttura finanziaria dell'azienda: le attese informative da parte degli stakeholder aumentano nelle aziende che effettuano maggiore ricorso al capitale a pieno rischio, in quanto gli stakeholder sono maggiormente attenti all'andamento dell'azienda, dal quale dipende la bontà del loro investimento. Tale affermazione è valida, se tiene in considerazione le peculiarità dei prestiti ricevuti, la loro negoziabilità e la tipologia degli interlocutori;

ii) la quotazione in borsa: se l'azienda è quotata, esse deve interagire con un numero maggiore di interlocutori, i quali risultano interessati all'informativa prodotta dall'azienda;

iii) la conformazione dell'assetto proprietario: l'entità della richiesta informativa è relazionata all'entità dell'estensione dell'azionariato, oltre che alla natura dei portatori di capitale in qualità di soci di maggioranza o di minoranza. Come indicato precedentemente, gli azionisti di minoranza producono una maggiore richiesta informativa, in quanto essi non dispongono di altre fonti informative, come invece avviene per i soci di maggioranza.

Incrociando gli ultimi due elementi, ossia la quotazione in borsa con la conformazione dell'assetto proprietario, è possibile affermare che le aziende quotate caratterizzate da una proprietà diffusa ricevono una elevata richiesta informativa¹⁴⁰. Infatti, a causa di una netta separazione tra il management e la proprietà, si manifesta una maggiore asimmetria informativa che produce una marcata pressione sull'azienda¹⁴¹.

¹⁴⁰ ALLEGRI M., *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 30.

¹⁴¹ CORVI E., *Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 75 ss.

2.8. La quotazione in borsa

A seconda che l'azienda sia quotata o meno sui mercati regolamentati, il processo comunicativo nei confronti degli investitori differisce notevolmente¹⁴².

Se si tratta di una società non quotata, essa produce un flusso informativo meno complesso, in quanto i soggetti investitori sono di gran lunga limitati rispetto ad un'azienda quotata. In particolare, i suddetti investitori possono essere classificati nelle tipologie seguenti:

– gli investitori nel capitale di comando: essi hanno la possibilità di approvvigionarsi delle informazioni direttamente alla fonte, ossia sfruttando i sistemi di controllo interno. Il flusso informativo è di natura operativa ed i canali impiegati sono quelli diretti, poiché gli investitori interagiscono direttamente con il management;

– il sistema bancario: esso è destinatario di un flusso informativo di natura operativa, in quanto strumentale all'erogazione di fidi e alla gestione della liquidità. In aggiunta, ad esso l'azienda destina un insieme di messaggi “di indirizzo” volti ad ottenere il consenso con riferimento a particolari momenti di vita della stessa: si pensi ad una situazione di crisi aziendale, nella quale l'impresa si trova costretta a chiedere una ridefinizione della propria posizione debitoria. I canali impiegati sono sia quelli diretti, sia indiretti, dosati in relazione all'importanza del soggetto al quale ci si rivolge.

– gli investitori di minoranza: essi possono essere rappresentati da investitori professionali che investono temporaneamente nel capitale della società. Si pensi alle società di venture capital e alle merchant bank. Il flusso comunicazione rivolto agli stessi è assimilabile a quello degli investitori nel capitale di comando;

– la collettività: un'ultima fetta della comunicazione è di natura istituzionale, ossia rivolta alla collettività. Principalmente, l'azienda rispetta alcuni obblighi informativi, senza aggiungervi anche messaggi “di indirizzo”. I canali tipicamente impiegati sono rappresentati dagli intermediari informativi non specializzati, tra i quali spiccano i mass media, i quali trasmettono alla collettività una serie di comunicati stampa della società. I canali impiegati sono, quindi, di natura indiretta.

Anche in un'azienda di minore dimensione, come quella familiare¹⁴³, la comunicazione economico-finanziaria ha una sua rilevanza, in quanto essa

¹⁴² QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, cit., p. 29 ss.

¹⁴³ RICCI P., *Brevi note sulla comunicazione economico-finanziaria nelle imprese familiari*, in *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, vol. 5/6, 2008, p. 290 ss.

permette di ottenere il consenso da parte dei suoi interlocutori, nonostante la loro numerosità sia inferiore.

Un'efficace comunicazione è volta sia a potenziare e migliorare le relazioni con i finanziatori attuali, sia ad investire sulla comunicazione nei confronti di quelli potenziali. A seconda poi della specifica circostanza nella quale l'azienda si trova, l'atteggiamento comunicativo può essere differente: ad esempio, nel caso di un'azienda prossima alla quotazione, essa assume un comportamento che, sotto il profilo comunicativo, è assimilabile a quello di una società quotata.

Il processo comunicativo assume i seguenti ruoli¹⁴⁴:

- facilita il grado di accettazione dell'impresa da parte della comunità finanziaria;
- migliora il consenso da parte degli stakeholder, oltre alla credibilità strategico-reddituale dell'impresa;
- favorisce l'ottenimento delle risorse finanziarie di cui l'impresa necessita.

Con riferimento ad una società quotata, il flusso comunicativo è alquanto più articolato. In primo luogo, tale complessità è dovuta alla necessità di sottostare alla produzione dell'informativa obbligatoria. Allo stesso tempo, l'ampliamento della platea di attuali o potenziali interlocutori incrementa l'attenzione verso l'impresa e le richieste informative che veicolano alla stessa: ne consegue una produzione informativa più vasta nei contenuti, più intensa nella sua ciclicità e più capillare nella propagazione¹⁴⁵. Inoltre, essa si trova ad interagire spesso su una serie di mercati esteri caratterizzati da normative e prassi differenti rispetto a quello domestico. Come ultimo, la maggiore difficoltà nel reperimento delle fonti di finanziamento, abbinata all'innalzamento dei costi del capitale di credito, porta alla necessità di produrre una ampia e completa informativa, sia in un'ottica qualitativa sia quantitativa.

Ne consegue che, quando l'impresa fa ricorso al mercato dei capitali, la comunicazione economico-finanziaria diventa un tassello fondamentale nell'ambito della sua strategia comunicativa. In un contesto caratterizzato da forte competizione nel mercato dei capitali e da marcate difficoltà nell'accedere al credito, la comunicazione economico-finanziaria diventa uno strumento per coadiuvare l'azienda nell'attrarre risorse finanziarie, a titolo di capitale a pieno rischio oppure di credito¹⁴⁶. Data la complessità del flusso informativo, le so-

¹⁴⁴ ROSSINI L., *La comunicazione economico-finanziaria*, Università di Urbino, Urbino, p. 4.

¹⁴⁵ QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, cit., p. 32 ss.

¹⁴⁶ FONTANA F., *Le risorse immateriali nella comunicazione aziendale: problemi di valutazione e di rappresentazione nella prospettiva del valore*, Giappichelli, Torino, 2001, p. 43.

cietà dispongono di un ufficio o un team di persone che si occupa di gestire la funzione di Investor Relations.

Con riferimento ad una società quotata, oltre alle funzioni del processo comunicativo già indicate con riferimento alle società non quotate, se ne aggiungono altre, tipiche di un'impresa che ha già proceduto alla quotazione:

- favorisce le offerte pubbliche di acquisto;
- sostiene il prezzo delle azioni, mantenendolo ad un livello desiderato;
- incrementa il volume delle contrattazioni delle azioni;
- previene le scalate ostili;
- riduce l'asimmetria informativa esistente tra l'azienda ed i suoi interlocutori oppure quella tra differenti categorie di interlocutori;
- crea una sorte di sostegno dei soggetti che influenzano l'andamento del mercato.

Le categorie interessate all'operatività di una società quotata sono molteplici¹⁴⁷:

– gli investitori nel capitale di comando: tipicamente nelle grandi imprese, la netta separazione tra management e proprietà può comportare la produzione di un flusso informativo inferiore, addirittura alterato, quando la classe manageriale, come osserva la *Agency Theory*, è volta al raggiungimento di un tornaconto personale, a scapito della proprietà;

– i soci di minoranza qualificata: a differenza di quanto avviene nelle società non quotate, essi investono nella società su un orizzonte temporale più ampio. Vi rientrano i grandi investitori istituzionali ed altre società. Con essi, ha luogo un approccio comunicativo di tipo diretto, arricchito da contatti personali effettuati sia dai responsabili delle Investor Relations sia dal top management. L'obiettivo è quello di far percepire in modo completo le tendenze future della gestione, ma, ove possibile e consono, anche di influenzare le scelte del top management secondo un indirizzo fornito dai soci di minoranza qualificata. Data la specificità delle relazioni, i soggetti coinvolti sono altamente specializzati e, generalmente, in numero limitato;

– grandi investitori istituzionali: data la marcata concorrenza con le altre società quotate nell'attrarre risorse finanziarie, il flusso comunicativo indirizzato ai grandi investitori istituzionali è generalmente "di indirizzo", volto ad attirare i capitali dei suddetti investitori;

– gli istituti bancari: rispetto a quanto avviene nelle società non quotate, le società quotate pongono in essere un flusso comunicativo "di indirizzo" soprat-

¹⁴⁷ QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, cit., p. 32 ss.

tutto quando l'azienda si trova a dover negoziare un elevato quantitativo di denaro con un insieme di banche. Essi interagiscono con l'impresa mediante canali sia diretti sia indiretti, ma allo stesso tempo fanno ricorso anche alla comunicazione derivata;

– l'insieme degli investitori, inteso in senso stretto: essi comprendono quei soggetti che non interagiscono con il management in modo diretto, ma al contrario sfruttano la comunicazione indiretta primaria, come i rendiconti periodici ed i comunicati stampa elaborati dall'azienda, e quella indiretta secondaria, derivante dai media specializzati e dagli investitori istituzionali. Non disponendo delle competenze specialistiche e, spesso, delle possibilità in termini di tempo da dedicarvi, essi pongono in essere il proprio processo decisionale in relazione al comportamento degli operatori professionisti. Infatti, essi possiedono potenzialmente un quantitativo di informazioni e le competenze per agire in modo corretto. Nonostante non sia interessati ad un investimento ingente in termini quantitativi, essi assumono una particolare rilevanza in quanto garantiscono la liquidità del titolo, oltre all'assorbimento di una fetta importante dei nuovi titoli emessi;

– le autorità di controllo: esse non rappresentano dei potenziali investitori. Ciononostante, esse sono fruitrici del flusso comunicativo prodotto dall'impresa, che permette di sorvegliare sul suo operato. A tal fine, l'interazione con l'impresa è di natura diretta, finalizzata ad acquisire ulteriori informazioni volte a verificare la validità di quanto comunicato precedentemente al pubblico, oppure l'attendibilità dell'informazione, prima che essa venga divulgata all'esterno.

L'evento della quotazione rappresenta un momento alquanto delicato nella vita dell'azienda, comportando una ripercussione anche sulla politica comunicativa della stessa. Compito della comunicazione è quello di sostenere, in un primo momento, il processo di quotazione e, successivamente, l'andamento del titolo. L'ottica deve essere quella di ottimizzare le condizioni di collocamento, promuovere l'azienda, sostenere il suo valore di mercato ed il volume di scambi, mantenere il valore del titolo ai livelli desiderati anche dopo la quotazione¹⁴⁸.

La comunicazione si rivolge, in principal modo, ai potenziali azionisti, i quali possono essere rappresentati da investitori istituzionali, intermediari finanziari oppure risparmiatori, agli analisti finanziari ed ai media specializzati. In aggiunta, essa deve altresì orientarsi anche ad altre categorie di soggetti,

¹⁴⁸ CORVI E., *Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 194 ss.

coinvolti nella vita dell'azienda e potenzialmente in grado di influenzare il buon esito dell'operazione, tra i quali vi sono i dipendenti, i fornitori ed i clienti.

Il contenuto della comunicazione deve essere alquanto preciso e specifico. In primo luogo, occorre individuare la ragione per la quale il titolo è considerabile un buon investimento. Inoltre, la comunicazione deve orientarsi sugli aspetti di natura economica, finanziaria e patrimoniale dell'impresa e sul valore del capitale economico. Come ultimo, essa deve focalizzare le potenzialità di crescita e sviluppo dell'impresa.

Analizzando il piano di comunicazione che viene elaborato nell'ottica della quotazione, è possibile delineare una serie di stadi mediante i quali esso viene posto in essere:

a) stadio preliminare alla quotazione: in tale fase, un team di lavoro costituito dal vertice aziendale, dal direttore finanziario, dallo sponsor e da altri eventuali professionisti opera a stretto contatto con gli advisors o i consulenti finanziari responsabilizzati nel seguire la quotazione. Il flusso comunicativo è indirizzato alle autorità monetarie e finanziarie ed al top management dei soggetti a cui è stato affidato il collocamento. Inoltre, la comunicazione ha per destinatari la stampa specializzata e gli opinion leader del mercato. Al termine delle trattazioni preliminari, ha luogo una conferenza stampa, nella quale viene annunciata l'offerta pubblica di vendita ed il giorno del collocamento;

b) stadio dell'annuncio della quotazione: nell'ottica di ricevere un elevato consenso da parte del mercato, con particolare riferimento agli investitori istituzionali ed ai risparmiatori, l'azienda pone in essere il *road show*, con il quale essa si fa conoscere all'esterno mediante una serie di presentazioni effettuate sulle maggiori piazze finanziarie ed incontri con gli analisti e gli investitori, anche presso l'azienda;

c) stadio del collocamento: tale fase è volta ad individuare gli elementi principali dell'offerta, quali il prezzo di collocamento, l'entità dei titoli collocati, la durata dell'offerta, ecc. La comunicazione ha per oggetto i suddetti elementi e, a seguire, le performance ottenute il giorno di collocamento, come il prezzo del titolo e la quantità di titoli trattati;

d) stadio successivo alla quotazione: in fase successiva alla quotazione, l'azienda deve mantenere quanto promesso al mercato in termini di risultati aziendali. In tale contesto, la comunicazione ha il compito di tenere alto il livello di interesse sui titoli aziendali da parte del mercato, oltre ad evitare effetti negativi sul prezzo in caso di frenata della crescita aziendale. A tal fine, il ruolo dell'Investor Relations è fondamentale, insieme ai continuativi rapporti con la stampa specializzata e gli altri interlocutori. La comunicazione aziendale in chiave economico-finanziaria assume, in tale ambito, una funzione informativa, in quanto essa è orientata ad illustrare ai vari interlocutori l'andamento econo-

mico-finanziario dell'operato aziendale. Nell'ambito di tale funzione informativa, rientra anche la funzione di rendiconto, volta a produrre la rendicontazione degli investimenti effettuati in azienda, sia a titolo di capitale a pieno rischio sia di capitale di credito, per valutare la bontà di tale investimento ed anche le prospettive future dello stesso¹⁴⁹.

2.9. Comunicazione economico-finanziaria e teoria del valore

Il processo di comunicazione aziendale esercita un ruolo fondamentale nell'ambito della teoria di creazione del valore. Attraverso un'efficacia politica comunicativa, l'azienda mira a rendere visibile e condivisibile il suo valore, affinché vi possa essere una maggiore mobilitazione di risorse, di natura tangibile ed intangibile, verso l'azienda. Se un elevato grado di credibilità manifestato dagli interlocutori crea i presupposti alla trasmissibilità del valore creato (sia in termini materiali sia intangibili), la comunicazione aumenta la suddetta credibilità strategica, migliorando l'immagine all'esterno. Di conseguenza, l'attività comunicativa, oltre a trasmettere il valore del capitale economico, contribuisce a creare nuovo valore, aumentando anche il patrimonio intangibile dell'azienda¹⁵⁰. Inoltre, essa permette di mostrare all'esterno la quantificazione di tale ricchezza prodotta, evidenziando l'attitudine dell'azienda, le modalità di destinazione della stessa o, in alternativa, la responsabilità circa la sua distruzione¹⁵¹. Al contrario, se l'azienda non fosse in grado di generare valore, la comunicazione dovrebbe evidenziare la mancata soddisfazione degli interessi degli stakeholder¹⁵² (Figura 2.2).

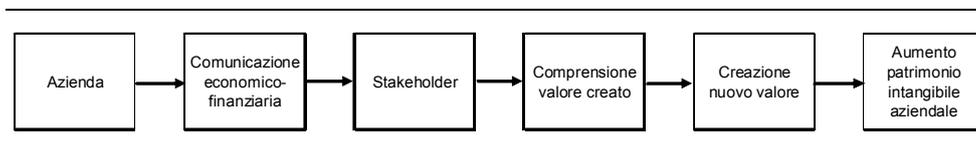
¹⁴⁹ ALVINO F., *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa sul mercato dei capitali*, cit., p. 4.

¹⁵⁰ CORVI E., *Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 11 ss.

¹⁵¹ CAPODAGLIO G., *Le valutazioni aziendali ordinarie*, Clueb, Bologna, 1997, p. 13 ss.

¹⁵² DEL POZZO A., *Gli indicatori del processo del valore e le relazioni con gli stakeholder. Mutamenti di prospettiva*, Giappichelli, Torino, 1999, p. 330 ss.

Figura 2.2. – La relazione tra la comunicazione economico-finanziaria e la creazione di valore



Fonte: Elaborazione personale.

Affinché ciò avvenga, è necessario che l'impresa trasferisca il maggiore valore creato sui prezzi di mercato delle proprie azioni, mediante il cosiddetto meccanismo di "diffusione del valore"¹⁵³. A tal fine, l'attività di comunicazione verso l'esterno ha il compito di trasmettere al mercato gli effetti ed i programmi nell'ambito della creazione di valore portata avanti dall'impresa. Per lungo tempo, invece, il processo di comunicazione economico-finanziaria veniva considerato dalle imprese soltanto un obbligo derivante da un'imposizione fiscale o normativa; ad esso, si tentava di rispondere con un atteggiamento di estrema riservatezza e di minima trasparenza¹⁵⁴.

La comunicazione economico-finanziaria può influenzare la creazione di valore dell'azienda, poiché essa è preposta al soddisfacimento delle esigenze di natura informativa dei vari interlocutori aziendali. Se tali esigenze vengono ampiamente soddisfatte, l'azienda avrà influito positivamente sulla instaurazione di un rapporto continuativo e scambievolmente conveniente per entrambe le parti coinvolte. Il consenso che viene a crearsi produrrà una maggiore probabilità nell'attrarre a sé le risorse necessarie all'attività d'impresa, nel poter sviluppare la formula imprenditoriale e, come ultimo, nel generare valore in modo continuativo e durevole¹⁵⁵. Tale consenso, quindi, permette di ottenere un vantaggio competitivo¹⁵⁶, il quale viene raggiunto grazie alla diffusione del valore effettivo del capitale economico¹⁵⁷.

¹⁵³ GUATRI L.-MASSARI M., *La diffusione del valore*, Egea, Milano, 1992; CORVI E.-FIOCCA R. *Comunicazione e valore nelle relazioni d'impresa*, Egea, Milano, 1996.

¹⁵⁴ GUATRI L., *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano, 1991, p. 148 ss.

¹⁵⁵ ALLEGRINI M., *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 7; CODA V., *L'orientamento strategico dell'impresa*, cit., p. 231.

¹⁵⁶ PORTER M.E., *Il vantaggio competitivo*, Edizioni di Comunità, Milano, 1987, p. 17 ss.; DONNA G., *L'impresa competitiva. Un approccio sistemico*, Giuffrè, Milano, 1992, p. 27 ss.; CORBETTA G. (a cura di), "La gestione strategica", in BRUNETTI G.-V. CODA-FAVOTTO F.,

Ogni area coinvolta dalla comunicazione genera e trasmette valore se e nella misura in cui le relazioni dell'impresa con il suo contesto ne vengono arricchite. Nello specifico, ogni area dell'impresa divulga un valore intrinseco ed oggettivo e, allo stesso tempo, produce un valore percepito, basato sulla credibilità, la fiducia e l'immagine aziendale avvertite dagli interlocutori, il quale influenza il valore oggettivo¹⁵⁸. La comunicazione crea un incremento del valore dell'impresa, grazie ad una corretta opinione della stessa da parte del mercato; in tal modo, si evita la creazione di aspettative da parte degli stakeholder che potrebbero venire disattese¹⁵⁹. In altri termini, data la natura sistemica dell'impresa, il processo di comunicazione favorisce l'evidenziazione del compito e della contribuzione della gestione aziendale alla creazione di valore¹⁶⁰.

La comunicazione economico-finanziaria dovrebbe essere valutata come un prodotto offerto dall'azienda, al pari di altri. Si tratta di un prodotto con caratteristiche intangibili che, se ben gestito, può portare ad effetti benefici sulla creazione e diffusione del valore aziendale¹⁶¹. Naturalmente, data la sua importanza, la comunicazione non va intesa come un prodotto da inserire e poi ritirare dal mercato: è il rischio che viene corso quando l'attività comunicativa, soprattutto quella volontaria, diventa competenza dell'area commerciale¹⁶².

Tale comunicazione è tanto più efficace quanto maggiore è la credibilità e l'affidabilità rivestita dall'azienda sul mercato, caratteristiche che amplificano il riscontro comunicativo nei confronti degli stakeholders¹⁶³. Inoltre, è necessario che l'attività comunicativa sia indirizzata non soltanto all'esterno, ma anche all'interno: in particolare, il flusso comunicazionale deve focalizzarsi anche

Analisi, previsioni, simulazioni economico finanziarie d'impresa, Etas, Milano, 1999, p. 77; RUSSO P. (a cura di), "Le strategie competitive di base", in BRUNETTI G.-V. CODA-FAVOTTO F., *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas, Milano, 1999, p. 134 ss.; CALDARELLI A., *ABM e Benchmarking*, Giappichelli, Torino, 2003, p. 9.

¹⁵⁷ FIOCCA R.-CORVI E., *Comunicazione e valore nelle relazioni d'impresa*, Egea, Milano, 1996, pp. 9 ss., 44.

¹⁵⁸ CORVI E., *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, cit., p. 17.

¹⁵⁹ GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, cit., p. XIX.

¹⁶⁰ GOLINELLI G.M., *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. L'impresa sistema vitale*, vol. I, Cedam, Padova, 2000.

¹⁶¹ CORVI E., *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, cit., p. 29.

¹⁶² GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, cit., p. 5.

¹⁶³ BRANCIARI S., *Integrazione e differenziazione della comunicazione economico-finanziaria verso gli stakeholder internazionali*, in S. BRANCIARI (a cura di), *La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari*, cit., p. 14.

verso quei soggetti che impattano sulla creazione di valore, operando in azienda a vari livelli gerarchici.

La comunicazione economico-finanziaria è in grado di creare e diffondere valore operando sulla propria immagine avvertita nel contesto di riferimento; migliorando la propria credibilità sul mercato, l'azienda può, come conseguenza, migliorare il proprio posizionamento competitivo, facendovi leva nella fase di reperimento di nuove risorse finanziarie¹⁶⁴.

Sarebbe riduttivo considerare la comunicazione economico-finanziaria come una semplice trasmissione di dati ed informazioni posta in essere nel rispetto della normativa. Al contrario, essa rappresenta un "vettore informativo" nei confronti degli stakeholder, costituendo un tassello fondamentale nell'ottenimento, nella conservazione e nello sviluppo di condizioni di equilibrio economico. Ne consegue che il processo di comunicazione economico-finanziaria viene ad influenzare la dinamica aziendale, oggetto della stessa¹⁶⁵.

La comunicazione diventa anch'esso un fattore di produzione, poiché arricchisce il valore economico dell'azienda¹⁶⁶. Ne consegue che il processo di comunicazione economico-finanziaria non costituisce semplicemente un complemento della normativa; al contrario, esso è considerabile come uno strumento finalizzato alla creazione e alla diffusione del valore, perché favorisce il conseguimento, il mantenimento e lo sviluppo di circostanze di equilibrio economico¹⁶⁷, oltre a migliorare e rafforzare la propria immagine nei confronti dell'esterno¹⁶⁸.

¹⁶⁴ FONTANA F., *Le risorse immateriali nella comunicazione aziendale: problemi di valutazione e di rappresentazione nella prospettiva del valore*, cit., p. 43.

¹⁶⁵ ALLEGRI M., *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 6.

¹⁶⁶ CAPALDO P., *Reddito, capitale e bilancio di esercizio. Una introduzione*, Giuffrè, Milano, 1998, p. 220.

¹⁶⁷ ALLEGRI M., *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, cit., p. 6.

¹⁶⁸ FONTANA F., *Le risorse immateriali nella comunicazione aziendale: problemi di valutazione e di rappresentazione nella prospettiva del valore*, cit., p. 43.

2.10. Dimensione aziendale e comunicazione economico-finanziaria

Il fattore dimensionale dell'azienda influisce sia sul fabbisogno sia sulla produzione e diffusione della comunicazione economico-finanziaria¹⁶⁹. Si ritiene, infatti, che al crescere delle dimensioni aziendali, aumenti anche l'interesse dei soggetti interessati all'attività aziendale: il numero di interlocutori potenzialmente aumenta e l'impatto generato sul contesto esterno è superiore.

In questo lavoro, si è scelto di intendere per "azienda di piccola dimensione" o "azienda minore" quell'azienda nella quale non vi è separazione tra la proprietà e il controllo¹⁷⁰. Da ciò deriva una compagine sociale chiusa, dove l'azienda si identifica marcatamente nella figura dell'imprenditore proprietario, che vede in essa una sorta di bene privato¹⁷¹. La mancata distinzione tra proprietà e controllo conduce ad una sorta di "autoreferenzialità" dei risultati ottenuti dal proprietario; il flusso di comunicazione economico-finanziaria è prevalentemente rivolto alle banche e ad altri possibili proprietari, estranei alla gestione.

Se si considera un'azienda di piccole dimensioni, essa si trova in una posizione di maggiore debolezza: ciò è dovuto al fatto che gli investitori nel suo capitale a pieno rischio, dovendosi accollare il rischio d'impresa, hanno a disposizione una informativa ridotta, che li porta al sostenimento di una costosa attività di raccolta di informazioni, oppure a privilegiare altri investimenti o, ancora, a richiedere condizioni particolarmente favorevoli¹⁷². Inoltre, il contatto più diretto tra l'imprenditore ed il suo interlocutore favorisce l'approvvigionamento

¹⁶⁹ AMODEO D., *Ragioneria generale delle imprese*, Giannini, Napoli, 1964, p. 561; DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, cit., p. 224 ss.

¹⁷⁰ Ai fini dimensionali, sarebbe altresì interessante distinguere le imprese a seconda che esse siano di piccola, media e grande dimensione in relazione al ruolo che le stesse rivestono sulle condizioni economiche e sociali della società. Secondo tale criterio, sono di piccole dimensioni quelle aziende che non hanno influenza sul processo di sviluppo economico della società. BERTINI U., *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Corsi, Pisa, 1969, p. 23.

¹⁷¹ PROVASOLI A., *Il bilancio come strumento di comunicazione*, in *Economia e Management*, 8, 1989, p. 58.

¹⁷² FORESTIERI G., *Mercati finanziari per le piccolo e medie imprese: analisi e progetto per il caso italiano*, Egea, Milano, 1993.

di informazioni anche in via informale¹⁷³, rendendo più trasparente l'operato aziendale e creando minore asimmetria informativa¹⁷⁴.

Nell'ambito delle aziende di piccole dimensioni lontane dai mercati regolamentati, lo strumento dell'informativa volontaria è spesso non impiegato, in quanto l'attività di comunicazione non viene considerata come importante da parte del vertice aziendale. Ciononostante, in un contesto caratterizzato da un mercato raffronto, anche quotidiano, con gli stakeholder cosiddetti "day trader" (ossia gli azionisti non istituzionali, i quali effettuano le proprie scelte di portafoglio facendo ricorso all'informativa delle aziende target), la produzione di una vasta e dettagliata comunicazione, anche quella non strettamente obbligatoria, diventa una prerogativa¹⁷⁵. Inoltre, una pressoché parità nella disponibilità di informazioni nelle aziende di piccole e grandi dimensioni migliorerebbe il clima di fiducia da parte di quegli investitori che vogliono interfacciarsi con le aziende minori¹⁷⁶.

Spesso, nelle piccole aziende, il bilancio viene considerato uno strumento dovuto, ossia la risultanza di un processo puramente amministrativo, tralasciando le funzionalità comunicazionali dello stesso¹⁷⁷. La norma che legifera la redazione del bilancio viene sovente interpretata in modo veloce, cogliendo soltanto i passaggi più schematici, trascurando l'opportunità di sfruttare quegli aspetti normativi di più vasto respiro che potrebbero coadiuvare l'efficacia informativa¹⁷⁸. Inoltre, spesso, l'informativa che ne deriva non è giudicata particolarmente affidabile da parte dei soggetti esterni¹⁷⁹.

Ciononostante, la rilevanza del processo di comunicazione economico-finanziaria è notevole anche per le aziende minori; infatti, essendo influenzate dalla globalizzazione dei mercati, esse necessitano di un processo di armoniz-

¹⁷³ NAIR R.D., RITTENBERG L.E., *Professional notes. Privately held businesses: is there a standard overload?*, in *Journal of Accountancy*, February 1983, pp. 82-96.

¹⁷⁴ SINGHVI S.S., DESAI H.B., *An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure*, in *Accounting Review*, gennaio 1971, p. 129 ss.

¹⁷⁵ GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, cit., p. 5.

¹⁷⁶ BUSACCA B., *Le risorse di fiducia nella creazione del valore*, Utet, Torino, 1994.

¹⁷⁷ DEMARTINI P., *Globalizzazione dei mercati ed aspetti evolutivi dell'informazione economico-finanziaria delle imprese*, Cedam, Padova, 1999, p. 110 ss.

¹⁷⁸ GIUSEPPONI K., *L'informativa di bilancio sulle aree di gestione operativa e sui "settori" di attività*, in MARCHI L. (a cura di), *L'applicazione dei principi contabili nei bilanci delle imprese*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2000, p. 568.

¹⁷⁹ PAOLONI P., *Il futuro della comunicazione economico-finanziaria delle PMI: il progetto IASB "International Accounting Standard for SMES"*, in *Analisi Finanziaria*, 60, IV trim. 2005, p. 44.

zazione delle regole contabili su scala internazionale. A questo si aggiunge che gli Accordi di Basilea II e di Basilea III hanno imposto anche alle aziende di minori dimensioni, in fase di richiesta di finanziamento, una più ragguardevole attenzione alla comunicazione economico-finanziaria¹⁸⁰.

Al fine di analizzare le peculiarità della comunicazione di un'azienda di minori dimensioni, nel suo confronto con quella di grandi dimensioni, è possibile rifarsi alle cosiddette "condizioni soggettive" e di "condizioni oggettive"¹⁸¹:

1) condizioni soggettive: sono rappresentate dalle caratteristiche personali e culturali degli individui coinvolti nel processo decisionale dell'impresa. Ciò influenza il grado di interazione degli stessi con gli interlocutori aziendali. La comunicazione si caratterizza per una certa libertà comportamentale: le aziende minori non debbono massimizzare il prezzo di mercato delle loro azioni e possono privilegiare la crescita dei guadagni su un orizzonte temporale di medio/lungo termine¹⁸². Inoltre, le esigenze conoscitive degli eventuali proprietari esterni sull'operato del management vengono soddisfatte dalla mancata separazione tra la proprietà ed il controllo. Vi è, inoltre, la tendenza dell'imprenditore ad un riserbo nel diffondere informazioni giudicate sensibili. Ciò comporta un atteggiamento spesso restrittivo nella produzione e diffusione della comunicazione economico-finanziaria, anche perché l'organo di governo non riconosce pienamente la funzione sociale dell'azienda. Ciò limita fortemente l'entità dell'informazione rivolta all'esterno; a ciò si aggiunge che il contenuto del bilancio d'esercizio viene spesso influenzato dalla mancata separazione tra proprietà e controllo, che implica spesso una tale promiscuità tra beni aziendali e beni personali;

2) condizioni oggettive: sono costituite dalle relazioni tra l'azienda ed i suoi interlocutori, le quali sono influenzate dalla forza con la quale questi ultimi esprimono le loro esigenze informative. In particolare, il contenuto della comunicazione può dipendere da una serie di fattori, più o meno determinanti, tra i quali si collocano i seguenti:

a) la tipologia di interlocutori: nel rispetto dell'accezione di azienda minore, si è detto precedentemente che essa presenta una misurata quantità di interlocu-

¹⁸⁰ VINCIGUERRA R., *Interpretazione della dimensione d'azienda*, in PIZZO M., *La dimensione d'azienda e la comunicazione economico-finanziaria: analisi teorica ed empirica nel contesto delle pmi*, Giappichelli, Torino, 2010, p. 8 ss.

¹⁸¹ MARASCA S., *Il bilancio della piccola impresa: qualità dell'informazione ed interessi esterni*, in *Piccola Impresa/Small Business*, 2, 1995.

¹⁸² LEVIN R.I.-TRAVIS V.R., *Small company finance: what the books don't say*, Harvard Business Review, November-December 1987, p. 30.

tori, suddivisi in limitate categorie (l'amministrazione finanziaria, gli istituti di credito, i proprietari sia manager sia esterni alla gestione, gli eventuali venture capitalist ed incubator). Ciò è anche dovuto al differente contesto nel quale l'azienda minore opera, spesso caratterizzato da settori non di particolare rilievo sociale: ciò rende differente i bisogni informativi dei suoi interlocutori rispetto a quelli che caratterizzano una public company¹⁸³. Ne consegue che l'attività comunicativa di natura economico-finanziaria si presenta generalmente di entità limitata, spesso legata alla comunicazione obbligatoria. Inoltre, si consideri che le richieste informative formali da parte degli interlocutori sono di entità più modesta, in quanto si privilegiano i contatti informali. Ciononostante, vi sono delle imprese di piccole dimensioni che si discostano dal suddetto comportamento, in quanto la complessità gestionale e l'assetto organizzativo che le caratterizza richiede la produzione di un adeguato flusso informativo nei confronti degli stakeholder¹⁸⁴. A tal fine, è necessario che esse dispongano di un adeguato sistema informativo, che permetta lo svolgimento del processo decisionale: il sistema informativo costituisce un sostegno essenziale all'azione amministrativa posta in essere in modo consapevole e responsabile¹⁸⁵, in quanto esso ha una funzione nevralgica nell'ambito della produzione, della gestione e del controllo, sia in ambito interno aziendale sia con riferimento alle relazioni con altre imprese¹⁸⁶. Esso permette il trasferimento dei flussi di conoscenza tra l'impresa ed il suo ambiente¹⁸⁷ ed anche al suo interno in modo trasparente¹⁸⁸.

Le piccole imprese sono, in genere, sprovviste di un sistema informativo aziendale: ciò è dovuto alla minore complessità gestionale, che non genera una necessità informativa da parte dell'imprenditore, il quale mantiene la situazione

¹⁸³ NAIR R.D.-RITTENBERG L.E., *Professional notes. Privately held businesses: is there a standard overload?* cit., 1983.

¹⁸⁴ DEMARTINI P., *La comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese che operano sui mercati internazionali. Profili generali*, in PAOLONI M.-CESARONI F.M.-DEMARTINI P. (a cura di), *internazionalizzazione e comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese*, cit., p. 80 ss.

¹⁸⁵ BRUNI G., *Evoluzione e prospettive degli strumenti informativo-contabili per le decisioni aziendali*, in AA.VV., *Strumenti informativo-contabili per le decisioni aziendali*, Clueb, Bologna, 1988, p. 5 ss.

¹⁸⁶ MANCINI D., *L'azienda nella "rete di imprese"*, cit., p. 184.

¹⁸⁷ QUAGLI A., *Introduzione allo studio della conoscenza in Economia Aziendale*, Giuffrè, Milano, 1995, p. 199.

¹⁸⁸ ANDREAS M.-ANDREI P., *La rendicontazione sociale nei gruppi aziendali: strumento di governance allargata?*, in MAGGIONI V.-POTITO L.-VIGANÒ R., *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2009, p. 95.

sotto controllo senza la necessità di ricorrere a particolari strumenti informativi. Inoltre, la produzione di informazioni obbligatorie viene generalmente affidata a soggetti esterni, senza la necessità di dotarsi di appositi supporti informativi. Le piccole imprese più progredite, invece, dispongono di un sistema informativo atto alla produzione di informazioni sia nel rispetto di imposizioni normative, sia per soddisfare esigenze conoscitive interne¹⁸⁹.

È il caso delle aziende che operano in un contesto internazionale, le quali debbono confrontarsi anche con una serie di interlocutori esteri, caratterizzati da valori culturali e disposizioni normative differenti. Esse debbono porre in essere una politica comunicativa che permetta agli interlocutori stranieri di supportare il proprio processo decisionale, seppur in un contesto di maggiori incertezze: ciò potrebbe ridurre le asimmetrie informative tra azienda italiana e interlocutori esteri, favorendo un rapporto basato sulla cooperazione e sulla stima reciproca¹⁹⁰ e migliorando il proprio capitale di immagine¹⁹¹ in un contesto internazionale. Inoltre, la riduzione delle asimmetrie informative condurrebbe ad una diminuzione del costo del finanziamento di risorse finanziarie, a vario titolo¹⁹²;

b) l'intensità delle relazioni tra l'azienda ed i suoi interlocutori: il potere contrattuale delle differenti classi di stakeholder influenza i contenuti della comunicazione economico-finanziaria. È stato sottolineato che, quando i rendimenti attesi sono alquanto modesti, non vi è convenienza nel sostenere elevati costi d'informazione¹⁹³. Quando gli interessi tra i diversi gruppi di interlocutori sono contrastanti, l'informativa viene influenzata maggiormente dalle categorie dotate di maggiore peso contrattuale, le quali hanno la possibilità di condizionare il contenuto della stessa. Allo stesso tempo, però, il continuo confronto tra classi di stakeholder non porterà mai alla supremazia assoluta di una di queste,

¹⁸⁹ PAOLONI M., DEMARTINI P., *Il bilancio della piccola impresa in Europa*, Aspi/Ins-Edit, Genova, 1997, p. 39.

¹⁹⁰ GALASSI G., *Economia dell'agenzia ed economia dell'informazione: un approccio integrato*, in FANNI M. (a cura di), *Studi in onore di Ubaldo de Dominicis*, tomo I, Lint, Trieste, 1991, p. 85.

¹⁹¹ DEMARTINI P., *La comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese che operano sui mercati internazionali. Profili generali*, in PAOLONI M., CESARONI F.M., DEMARTINI P. (a cura di), *internazionalizzazione e comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese*, cit., p. 83.

¹⁹² CALCAGNINI G., *Asymmetric information and small business financing*, in *Piccola Impresa/Small Business*, Sommario 3, 1992, p. 69 ss.

¹⁹³ SCHREDELSEKER K., *Equilibrio del mercato finanziario e informazione*, in *Note Economiche*, n. 3, 1988, p. 98 ss.

pena la perdita dell'equilibrio dinamico del sistema impresa¹⁹⁴. Le classi di interlocutori con maggiore forza contrattuale sono rappresentate:

– dalla proprietà: il soggetto proprietario è rappresentato nella maggior parte dei casi da un unico imprenditore oppure da una famiglia¹⁹⁵, nella quale non vi è distinzione tra proprietà e controllo. Ne consegue una informativa allineata alle esigenze dei soggetti proprietari, la cui discrezionalità è legata sostanzialmente alle necessità manifestate dal sistema bancario e dall'amministrazione finanziaria;

– dal sistema bancario: il sistema bancario costituisce un attore particolarmente influente, in quanto esso mette a disposizione il denaro, che costituisce un fattore produttivo rilevante nell'ambito dell'attività economica posta in essere dall'impresa. Si tratta del capitale approvvigionato con il vincolo del debito; il rischio della banca è più limitato se comparato al capitale a pieno rischio, in quanto essa ha il diritto sia al rimborso del capitale sia alla remunerazione sotto forma di interessi sul capitale prestato; tale diritto le spetta prima della soddisfazione degli interessi dei portatori di capitale a pieno rischio. La letteratura ha lungamente approfondito il ruolo delle banche nell'influenzare il contenuto della comunicazione economico-finanziaria, considerandole tra i principali finanziatori delle imprese di piccola dimensione¹⁹⁶. Ne consegue la forza contrattuale del sistema bancario nel domandare all'azienda una serie di informazioni per valutarne il merito nell'ottenere nuove risorse finanziarie oppure una dilazione di pagamento su quella precedentemente accordata. L'informativa richiesta in merito alla solvibilità¹⁹⁷ dell'azienda e della sua capacità di reddito¹⁹⁸, non soltanto in via consuntiva ma anche previsionale, si aggiunge alla richiesta di garanzie reali e personali¹⁹⁹. In particolare, la profittabilità dell'azienda non è sufficiente per garantire che la stessa sia in grado di far fronte finanziariamente

¹⁹⁴ DEZZANI F., *La certificazione dei bilanci d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1974, p. 12.

¹⁹⁵ Il presente lavoro non focalizza l'attenzione sulle differenze esistenti tra impresa familiare ed impresa non familiare, per la quale si fa rimando ad una specifica letteratura.

¹⁹⁶ Si fa rimando alle seguenti opere. BRUNETTI G., *La finanza e le PMI: alla ricerca di un mercato creditizio e finanziario efficiente e alla riscoperta del capitale di rischio*, in Atti del Convegno AIDEA "Validità del capitale di rischio e fattori di sviluppo delle piccole e medie aziende, Clueb, Bologna, 1996, p. 358; PAOLONI M., *Il ruolo del bilancio della piccola impresa nei rapporti con gli istituti di credito*, *Piccola Impresa/Small Business*, 2, 1995, p. 80 ss.

¹⁹⁷ CAVALIERI E., FERRARIS FRANCESCHI R., *Economia Aziendale. Attività aziendale e processi produttivi*, vol. I, Giappichelli, Torino, 2000, p. 223 ss.

¹⁹⁸ CAPRARA U., *La banca. Principi di economia delle aziende di credito*, cit., p. 69 ss.

¹⁹⁹ BARALDI S., *Alcune riflessioni sui principi contabili internazionali nelle relazioni tra aziende di credito e piccole-medie imprese*, in Atti del Convegno Internazionale "L'armonizzazione dei principi contabili in Europa – Quali regole per le piccole e medie imprese?", Rirea, Roma, 2005, p. 338.

agli impegni presi con la banca; ne consegue la necessità di valutare anche i flussi di cassa futuri²⁰⁰;

– dall'amministrazione finanziaria: le esigenze informative da essa manifestate sono legate alla necessità di conoscere il reddito imponibile al fine di quantificare l'entità dell'imposta dovuta. L'interesse è divergente rispetto a quello aziendale che, al contrario, tende ad una riduzione dell'impatto fiscale sul proprio reddito. Ciononostante, dato il potere impositivo del fisco, l'impresa minore si trova costretta a produrre l'informativa richiesta, senza elaborare una sostanziale attività comunicativa anche su base volontaria.

Un'azienda di grandi dimensioni, invece, è posta al centro di un flusso comunicativo di maggiore entità e struttura, di natura obbligatoria, volontaria e derivata. La dimensione aziendale è considerata uno degli elementi maggiormente influenzanti l'entità dell'informativa volontaria: è sostenuto dalla letteratura che, al crescere delle dimensioni aziendali, aumenta anche l'entità delle disclosures²⁰¹. Secondo altri studi, invece, viene rilevata una certa similitudine tra le richieste informative manifestate dagli stakeholder (in particolare dal sistema bancario), indipendentemente dalla dimensione aziendale dell'azienda²⁰².

Secondo la *Legitimacy Theory* (analizzata nel capitolo quinto), un'azienda di grandi dimensioni si sforza maggiormente nel produrre le disclosures, nell'ottica di ottenere una maggiore legittimazione nel contesto di riferimento, grazie alla fiducia e al consenso che la stessa può produrre²⁰³ ed alla numerosità di soggetti che sono attualmente o potenzialmente interessati alla stessa²⁰⁴.

²⁰⁰ EISENREICH D., *Credit analysis: tying it all together. Part I*, in *The Journal of Commercial Bank Lending*, December 1981, p. 4 ss.

²⁰¹ KELLY, G.J., *Australian social responsibility disclosure: some insights into contemporary measurement*, in *Accounting and Finance*, 1981, vol. 21, n. 2, p. 97 ss.; COWEN S.S.-FERRERI-L.B.-PARKER L.D., *The impact of corporate characteristics on social responsibility disclosure: a typology and frequency-based analysis*, *Accounting, Organizations and Society*, vol. 12, 1987, n. 2, p. 111 ss.; BELKAoui A.-KARPIK P.G., *Determinants of the corporate decision to disclose social information*, in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, vol. 2, 1989, n. 1, p. 36 ss.

²⁰² STANGA K.G.-TILLER M.G., *Needs of Loan Officers for Accounting Information from Large Versus Small Companies*, in *Accounting and Business Research*, Winter 1983, p. 69. PAOLONI M., DEMARTINI P., *Le attese informative degli stakeholder della piccola impresa. Evidenze empiriche in Italia e nel Regno Unito*, in *Piccola Impresa/Small Business*, n. 2, 1997, p. 69.

²⁰³ GIUSEPPONI K., *La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese italiana nei mercati esteri: profili generali*, in GIUSEPPONI K., *La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese*, cit., p. 19.

²⁰⁴ HACKSTON D.-MILNE M., *Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand*, in *Accounting Auditing and Accountability Journal*, vol. 9, 1996, n. 1, p. 77 ss.

Va anche precisato che, di fatto, un'azienda di grandi dimensioni dispone obiettivamente di maggiori argomentazioni su cui produrre l'informativa, rispetto ad una di più piccola entità²⁰⁵. Ciononostante, alcuni autori hanno rilevato che anche tra le grandi imprese è spesso comune la tendenza nell'utilizzare gli strumenti della comunicazione economico-finanziaria soltanto in senso obbligatorio, ossia senza sfruttare la loro potenzialità comunicativa attraverso una ulteriore integrazione ed articolazione²⁰⁶.

²⁰⁵ AHMED K.-COURTIS J.K., *Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis*, in *British Accounting Review*, vol. 31, 1999, p. 35 ss.

²⁰⁶ PERRINI F., *La quotazione di una media impresa familiare. Aspetti teorici e procedurali*, in DESSY A.-VENDER J., *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano, 1996, p. 239 ss.

3

Gli strumenti della comunicazione economico-finanziaria

3.1. Valenza degli strumenti della comunicazione economico-finanziaria

La comunicazione economico-finanziaria si avvale di una serie di strumenti, i quali possono essere distinti a seconda dall'ambito di utilizzo. Tali strumenti possono avere una valenza ¹:

1) interna: essi sono formati da un insieme di canali duraturi, o ad azione sistematica, adeguati alla struttura organizzativa aziendale. Gli strumenti ad azione sistematica permettano di evitare la produzione di flussi informativi casuali e spontanei, indirizzando l'operato delle risorse umane verso una integrazione con il sistema impresa ed il conseguimento degli obiettivi aziendali. Gli strumenti di uso interno sono molteplici e variegati, distinguibili a seconda che essi si avvalgano di canali informativi formali oppure informali:

a) canali formali: si collocano in tale categoria molteplici strumenti. Tra questi, vi sono i seguenti: le riunioni e le adunanze, i meeting, il reporting, gli incontri e le indagini, le telefonate, le lettere individuali o collettive, i comunicati interni, i regolamenti, le pubblicazioni aziendali, i programmi di formazione e di addestramento, la posta elettronica, le videoconferenze;

b) canali informali: essi hanno anch'essi importanza, in quanto trasferiscono e raccolgono un insieme di valori immateriali degni di nota. Si pensi all'imma-

¹ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino, 1992, p. 38 ss.

gine aziendale percepita dai propri dipendenti, al senso di appartenenza alla stessa e alla volontà di adoperarsi per il bene aziendale;

2) esterna: essi hanno l'obiettivo di veicolare l'identità dell'impresa verso l'esterno, di governare la sua immagine e di ottenere il consenso sociale, nel rispetto degli obiettivi generali e del raggiungimento delle condizioni di economicità. Vi si collocano: i comunicati stampa, la presentazione della società agli analisti finanziari, l'assemblea degli azionisti, il bilancio d'esercizio e ogni altra informativa indirizzata ad organi di governo, i messaggi pubblicitari, le relazioni pubbliche, l'Annual Report, i messaggi propagandistici, le sponsorizzazioni ad eventi, le fiere e le mostre ed altri strumenti di promozione.

Di seguito, vengono illustrati i principali strumenti esterni di comunicazione.

3.2. Tipologie di strumenti esterni di comunicazione economico-finanziaria

Gli strumenti esterni di comunicazione economico-finanziaria sono molteplici, distinguibili a seconda dei destinatari e della funzione informativa.

Di seguito, vengono illustrate le funzionalità di alcuni strumenti esterni di comunicazione economico-finanziaria ²:

- il comunicato stampa;
- la presentazione della società agli analisti finanziari;
- l'assemblea degli azionisti;
- il bilancio d'esercizio;
- le relazioni pubbliche;
- l'Annual Report.

3.2.1. Il comunicato stampa

Il comunicato stampa rappresenta uno strumento con il quale l'azienda comunica in modo tempestivo una serie di eventi di vario genere e rilevanza ai suoi stakeholder. Esso è facilmente destinabile ad una vasta platea di operatori di mercato, ivi compresi gli investitori retail e quelli potenziali, grazie alla semplicità di codifica degli stessi ³.

² L'obbligatorietà o la volontarietà di tale informativa è trattata rispettivamente nel capitolo quarto e nel capitolo quinto.

³ CACIA C., *Comunicazione economico-finanziaria, investor relations e creazione di valore*, Giappichelli, Torino, 2010, p. 88.

Il comunicato stampa *price sensitive*, legiferato dall'articolo 66 del Regolamento Emittenti, è un particolare tipo di comunicato stampa effettuato dalla società quotata e dai soggetti che ne hanno il controllo in concomitanza di un'informazione privilegiata. Per "informazione privilegiata" si intende una notizia, concernente una società o il suo gruppo, non ancora di pubblico dominio, in grado di influenzare in modo sensibile il prezzo degli strumenti finanziari, che influenzerebbe il processo decisionale di un investitore ragionevole. Esempi di informazioni privilegiate sono i seguenti: l'approvazione del progetto di bilancio, della relazione semestrale e di quella trimestrale, la documentazione inerente le operazioni di fusioni o di acquisizione.

Esso deve contenere tutti gli elementi che caratterizzano in modo essenziale un determinato evento, in una forma tale da permettere la valutazione degli effetti dello stesso sul titolo quotato. Lo schema di comunicato stampa *price sensitive* è stato, inoltre, legiferato da Borsa Italiana nel febbraio 2005, con l'obiettivo di garantire chiarezza e completezza dell'informativa ed una divulgazione immediata dello stesso. È stata fornita una impostazione comune a tutti i comunicati stampa ed un contenuto minimo per i fatti considerati "rilevanti"⁴.

Con riferimento alla forma del comunicato stampa, è stata prevista la presenza di quattro parti componenti⁵:

- il titolo: esso deve comprendere una descrizione oggettiva, seppur riassuntiva, del fatto avvenuto;
- il sommario: esso deve contenere gli elementi che caratterizzano il fatto avvenuto, sottoforma tabellare o di elenco per permettere al lettore una sintesi informativa non sviante;
- il testo: esso comprende il contenuto della notizia in modo articolato, seppur l'indice sia di libera scelta dell'impresa, fermo restando la sua coerenza logica;
- i contatti della società: essi vengono impiegati per prendere contatto con la società (si pensi all'identificazione delle persone da contattare, ai numeri di telefono e agli indirizzi mail delle stesse).

Nonostante le indicazioni obbligatorie fornite da Borsa Italiana, vi è la tendenza da parte delle società di accentuare le notizie buone e di limitare l'impatto informativo di quelle negative. Si pensi al caso di un comunicato che debba contenere sia l'incremento delle quote di mercato sia l'abbassamento del-

⁴ I suddetti "fatti rilevanti" sono trattati nel capitolo quarto.

⁵ GASPERI L., CARNEVALI M., *Nuove regole per la comunicazione finanziaria: gli schemi di comunicato*, in *IR TOP*, 1, 2005. GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, Egea, Milano, 2011, p. 124.

l'ebitda. Con molta probabilità, la cattiva notizia viene ripresa all'interno dello stesso, mentre la buona notizia viene immediatamente inserita in apertura.

Il comunicato stampa *price sensitive* viene impiegato anche in fase di comunicazione delle proprie situazioni contabili che saranno successivamente inserite nel bilancio di esercizio, nel bilancio consolidato e nella relazione semestrale e trimestrale, ogni qual volta tale comunicazione venga rivolta a soggetti esterni e la situazione oggetto di comunicazione abbia raggiunto un sufficiente grado di certezza.

L'obiettivo dei comunicati *price sensitive* è quello di evitare una dannosa asimmetria informativa, che si creerebbe se tali informazioni fossero in possesso soltanto di alcuni soggetti, prima di divenire di dominio pubblico. A tal fine, quando il comunicato stampa viene diffuso durante l'apertura dei mercati, Borsa Italiana, di concerto con Consob, effettua una valutazione del contenuto dello stesso e, per evitare disparità informativa, può provvedere per una eventuale sospensione della contrattazione di quel titolo. A tal proposito, Borsa Italiana ha creato il sistema telematico NIS (Network Information System) che permette una sicura e tempestiva diffusione di tali comunicati; essi, dopo essere stati mandati alle agenzie, vengono inseriti in un apposito spazio del sito di Borsa italiana, affinché il pubblico ne possa prendere visione.

3.2.2. La presentazione della società agli analisti finanziari

Tali presentazioni vengono predisposte dalla società, indirizzandosi agli analisti finanziari. Oltre alle presentazioni, la società effettua dei *roadshow*, dei meeting one-to-one e delle conferenze stampa.

Le presentazioni hanno luogo in un momento successivo rispetto alla pubblicazione dei dati trimestrali o semestrali. I *roadshow* hanno per oggetto dei fatti di natura straordinaria (si pensi all'introduzione di nuovi prodotti e la collocazione di nuovi titoli), con il rischio di produrre una informativa preferenziale rivolta agli analisti finanziari, così come ai gestori dei fondi, se comparata con quella messa a disposizione di altri soggetti. Per contrastare tale rischio, sta divenendo di uso comune dei grandi gruppi l'ideazione del cosiddetto *Investor Day*: si tratta di un meeting, generalmente presso le sedi aziendali, rivolto, oltre che agli analisti finanziari ed agli investitori istituzionali, anche alla stampa specializzata, nel quale vengono presentate in modo ampio la strategia e le politiche commerciali. Ad esso, sono presenti, dal lato dell'azienda, sia il top management sia il management di seconda linea. Una tematica che frequentemente è oggetto sia delle presentazioni sia del *roadshow* è il piano industriale.

3.2.3. L'assemblea degli azionisti

Essa è legiferata dal codice civile, in qualità di momento di informazione degli azionisti in merito agli eventi societari più rilevanti (si pensi agli aumenti di capitale, alle emissioni di prestiti obbligazionari, alle modifiche statutarie, alle operazioni straordinarie)⁶ e all'andamento della situazione aziendale.

L'importanza del momento di confronto diretto tra il management e gli azionisti attribuisce all'assemblea degli azionisti un ruolo rilevante nell'ambito della comunicazione economico-finanziaria, soprattutto se gli azionisti hanno uno scarso potere decisionale a causa delle quote marginali possedute.

Dal suo canto, l'azienda può sfruttare tale occasione per consolidare o rilanciare l'immagine aziendale, stimolando la creazione di uno spirito di identificazione nei valori aziendali.

3.2.4. Il bilancio d'esercizio

Il bilancio d'esercizio rappresenta, in modo unanime nella letteratura, un efficace strumento di comunicazione economico-finanziaria: è un elemento di primario rilievo nell'ambito della politica comunicativa⁷, in quanto da esso

⁶ CORVI E., *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Egea, Milano, 1997, p. 96 ss.

⁷ Il merito al ruolo del bilancio d'esercizio come strumento di comunicazione esterna, si fa rimando ad una ricca bibliografia. AMADUZZI A., *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell'impresa*, Editrice Viscontea, Milano, 1957; CODA V., *La certificazione dei bilanci d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1966; AMODEO D., *Il bilancio delle società per azioni come strumento di informazione*, in *Scritti in onore di Giordano Dell'Amore*, Giuffrè, Milano, 1969. POLI R., *Il bilancio di esercizio*, Giuffrè, Milano, 1971; CAPALDO P., *Qualche riflessione sull'informazione esterna d'impresa*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 3, 1975; ONIDA P., *Natura e limiti della politica di bilancio*, in AA.VV., *Scritti in onore di Ugo Caprara*, Vallardi, Milano, 1975; AMADUZZI A., *I bilanci di esercizio delle imprese*, Utet, Torino, 1976; ZANDA G., *Bilancio d'esercizio e qualità dell'informazione esterna d'impresa*, in *Atti della Tavola Rotonda, Contabilità e Bilancio: uno schema concettuale*, Luiss, Roma, 1977; DEZZANI F., *La neutralità del bilancio d'esercizio oggetto della certificazione e i principi contabili generalmente accettati*, in AA.VV., *Bilancio d'esercizio e amministrazione delle imprese. Studi in onore di Pietro Onida*, Giuffrè, Milano, 1981; MASINI C., *L'informazione esterna e la certificazione*, in AA.VV., *Bilancio di esercizio e amministrazione delle imprese. Studi in onore di Pietro Onida*, Giuffrè, Milano, 1981; FERRERO G., *La formazione del bilancio d'esercizio nella dottrina e nella pratica amministrativa: unicità del bilancio e pluralità di obiettivi, unitarietà del bilancio e analiticità delle connesse valutazioni*, in AA.VV., *Bilancio d'esercizio e amministrazione delle imprese. Studi in onore di Pietro Onida*, Giuffrè, Milano, 1981; CATTURI G., *La redazione del bilancio di esercizio*, Cedam, Padova, 1984; RANALLI F., *Sulla capacità informativa del bilancio di esercizio*, Cedam, Padova, 1984; MATA CENA A., *Impresa e ambiente. Il bilancio "sociale"*, Clueb,

viene originata e si ricollega tutta la rimanente informativa vincolata⁸. Considerabile come il cuore della comunicazione economico-finanziaria⁹ ed il principale strumento di informazione verso l'esterno avente per oggetto l'andamento della gestione¹⁰, esso è rappresentativo e interpretativo della dinamica

Bologna, 1984; ROSSI C., *Indicatori di bilancio, modelli di classificazione e previsione delle insolvenze aziendali*, Giuffrè, Milano, 1988; SUPERTI FURGA F., *Passato e presente del bilancio di esercizio. Verso un bilancio intellegibile*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 6, 1988; PROVASOLI A., *Il bilancio nel processo di comunicazione*, in AA.VV., *La comunicazione economica: valore aziendale o sociale*, Egea, Milano, 1989. AVI M.S., *Il bilancio come strumento di informazione verso l'esterno*, Cedam, Padova, 1990; SUPERTI FURGA F., *Il bilancio di esercizio italiano secondo la normativa europea*, Giuffrè, Milano, 1991; CATTANEO M., *Il bilancio nell'attuale evoluzione dell'informazione societaria*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 6, 1991; SALVIONI D.M., *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino, 1992; MATAACENA A., *Il bilancio d'esercizio. Strutture formali, logiche sostanziali e principi generali*, Clueb, Bologna, 1993; PEZZANI F., *L'economia d'azienda e le determinazioni quantitative. L'evoluzione dell'informativa di bilancio*, in ANDREI P.-AZZALI S.-BISASCHI A.-FELLEGARA A.M.-PEZZANI F., *Il bilancio di esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1993; TERZANI S., *Introduzione al bilancio di esercizio*, Cedam, Padova, 1995; TERZANI S., *Introduzione al bilancio di esercizio*, Cedam, Padova, 1995; BASTIA P., *Il bilancio d'impresa*, Giappichelli, Torino, 1995; LAGHI E., *La nota integrativa e l'informazione esterna d'impresa*, Giappichelli, Torino, 1995; LAI A., *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, FrancoAngeli, Milano, 1997; CAPALDO P., *Reddito, capitale e bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1998; CAPALDO P., *Reddito, capitale e bilancio di esercizio*, Giuffrè, Milano, 1998; MARASCA S., *Le valutazioni nel bilancio di esercizio*, Giappichelli, Torino, 1999; CINQUE E., *I gruppi economici: profili aziendali e strumenti di informazione contabile*, Cedam, Padova, 2000; MOLTEMI M., *Tendenze evolutive in atto nella comunicazione di bilancio*, in MOLTEMI M. (a cura di), *Valore, strategia, bilancio*, Egea, Milano, 2000; TEODORI C., *L'efficacia della comunicazione di bilancio e l'analisi dei concorrenti*, in SALVIONI D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino, 2002; FIORI G., *Finalità, metodologie e limiti delle analisi di bilancio tramite indici*, in CARAMIELLO C.-DI LAZZARO F.-FIORI G., *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano, 2003; ANDREI P., *La struttura e il contenuto del bilancio di esercizio*, in ANDREI P.-AZZALI S.-FELLEGARA A.M.-ORLANDONI E., *Il bilancio di esercizio d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2003; PROVASOLI A., *Prefazione*, in PROVASOLI A.-VIGANÒ A., *Bilancio. Valutazioni, lettura, analisi*, Egea, Milano, 2007; PISANI M., GIUNTA F., *Il bilancio*, Apogeo, Milano, 2008; DI CAGNO N., *Il bilancio di esercizio: normativa civilistica e principi contabili aziendali*, Cacucci, Bari, 2011.

⁸ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 142.

⁹ FRADEANI A., *La globalizzazione della comunicazione economico-finanziaria. IAS/IFRS e XBRL*, Giuffrè, Milano, 2005, p. 3.

¹⁰ AMODEO D., *Ragioneria generale delle imprese*, Giannini, Napoli, 1983, p. 609. Il bilancio viene altresì considerato come uno strumento altamente idoneo, completo ed appropriato e "forse l'unico" atto a soddisfare le aspettative informative dei soggetti esterni. PASSAPONTI B., *Il bilancio dell'azienda elettrica*, Giuffrè, Milano, 1990, p. 66 ss.

aziendale¹¹. Tale documento permette ai soggetti interessati di analizzare le posizioni di equilibrio del sistema impresa¹² ai fini di un processo decisionale razionale e consapevole. Esso rappresenta un veicolo fondamentale di comunicazione economico-finanziaria: a tal fine, è necessario che lo stesso fornisca un'appropriate informativa sia sulle questioni reali legate alla gestione (che non si limitano a quelle contabili/formali) sia in un'ottica passata e prospettica¹³.

Affinché il bilancio diventi un veicolo di comunicazione atto a trasmettere in modo trasparente sia la situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'azienda, sia l'effetto delle scelte strategiche di gestione¹⁴, è necessario che lo stesso sia intellegibile a tutte le categorie di destinatari¹⁵, non soltanto a quelle dotate delle maggiori conoscenze tecniche. La necessità della sua chiarezza e comprensibilità è anche dovuta al fatto che il bilancio è, di fatto, un messaggio comunicativo senza risposta¹⁶, in quanto l'azienda non riceve un feedback circa lo stesso.

Esso viene prodotto grazie alle funzionalità della contabilità generale, intesa come lo strumento che permette la determinazione dell'equilibrio economico del sistema impresa: esso quantifica i componenti positivi e negativi di reddito legati alle interazioni tra l'azienda ed il suo mercato. Inoltre, la contabilità generale delinea il riflesso dell'equilibrio economico su quello finanziario, in quanto i costi ed i ricavi generano delle movimentazioni finanziarie. Ne consegue che la contabilità generale può essere intesa come un valido strumento da impiegare quando l'ambito decisionale ha per oggetto l'aspetto economico e quello finanziario¹⁷. Esso contiene un riepilogo del dinamico ed unitario sistema dei valori dell'impresa riflesso su un orizzonte temporale di un periodo amministrativo; il suddetto sistema di valori misura l'attività economica posta in essere dall'azienda nel periodo di tempo considerato¹⁸.

¹¹ PASSAPONTI B., *Il bilancio dell'azienda elettrica nel quadro dei bilanci a contenuto obbligatorio*, cit., p. 59.

¹² GIANNESI E., *Le aziende di produzione originaria*, vol. I, *Le aziende agricole*, Corsi, Pisa, 1960, p. 804 ss.

¹³ GUATRI L., *Strategie d'impresa e massimizzazione del valore azionario*, in *Finanza marketing e produzione*, n. 4, dicembre 1990, p. 33.

¹⁴ BIANCHI T., *La borsa valori e il mercato finanziario*, Utet, Torino, 1987, p. 109.

¹⁵ RINALDI L., *I principi contabili. Principi generali*, Isedi, Torino, 1985, p. 23.

¹⁶ VIGANÒ E., *L'informazione esterna d'impresa*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, maggio-giugno 1973, p. 569.

¹⁷ PUDDU L., *Gli strumenti contabili tradizionali e le decisioni*, in AA.VV., *Strumenti informativo-contabili per le decisioni aziendali*, Clueb, Bologna, 1988, p. 36.

¹⁸ AZZALI S., *Il Conto Economico*, in PEZZANI F. (a cura di), *Il bilancio di esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, cit., p. 111.

Data la dipendenza dell'azienda nei confronti dell'esterno, il bilancio costituisce la rappresentazione della modalità con la quale essa ha impiegato le risorse attinte dall'esterno, sotto varia forma, ed ha generato nuove risorse attraverso l'attività d'impresa. Si pensi all'impiego di fattori produttivi molteplici, quali il lavoro ed il capitale, i cui rispettivi soggetti portatori necessitano di un resoconto circa l'utilizzazione attuale e le prospettive future. Più in generale, il documento di bilancio concorre a costruire un giudizio sull'azienda da parte dei suoi interlocutori e dell'intera collettività¹⁹.

Di seguito, l'analisi del documento di bilancio seguirà la seguente articolazione:

- la funzione informativa del bilancio;
- l'impiego del bilancio ai fini dell'analisi di bilancio;
- l'utilizzo del bilancio da parte del sistema bancario.

A) La funzione informativa del bilancio

Il bilancio, o il sistema informativo "bilancio-relazione", permette l'individuazione periodica del reddito di esercizio e del capitale di funzionamento²⁰. Esso risponde alle esigenze di comunicazione istituzionale riguardante l'azienda nell'ottica sistemica: il bilancio, infatti, rappresenta il principale strumento di trasmissione delle informazioni di carattere economico, finanziario e patrimoniale al suo contesto esterno, sia ai soggetti direttamente interessati all'andamento aziendale, sia a quelli indirettamente coinvolti²¹.

Ciononostante, non è possibile pensare che lo strumento del bilancio sia in grado di soddisfare la totalità delle aspettative degli interlocutori aziendali: al contrario, esso contiene un'informazione minima per tutti²². In un senso più ampio, il documento di bilancio d'esercizio non soddisfa l'intera portata della comunicazione economico-finanziaria di natura "pubblica"; ad esso, si aggiungono altri strumenti che rientrano nell'informativa primaria, come i bilanci infraannuali, la relazione annuale di corporate governance, il bilancio sociale, il bilancio ambientale, il piano strategico, le presentazioni effettuate agli analisti

¹⁹ PROVASOLI A., *Il bilancio nel processo di comunicazione*, in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, Egea, Milano, 1989, p. 40.

²⁰ FERRERO G., *La valutazione del capitale di bilancio*, Giuffrè, Milano, 1995; FERRERO G., (1968), *Il calcolo economico del reddito d'esercizio e del capitale di bilancio*, Giuffrè, Milano.

²¹ DEZZANI F., *La certificazione dei bilanci d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1974, p. 18.

²² CATTANEO C., *Il bilancio d'esercizio nelle imprese*, cit., p. 228; VIGANÒ E., *Appunti per uno studio sui mezzi di informazione impiegabili a corredo del bilancio di esercizio*, Studi Economici, 1970, p. 568; SUPERTI FURGA F., *Le valutazioni di bilancio*, Isedi, Milano, 1979, p. 118.

finanziari e l'area investor relations del sito internet. Oltre agli strumenti di natura primaria, altri strumenti di comunicazione derivata contribuiscono alla produzione dell'informativa: si pensi alle relazioni predisposte dagli analisti finanziari e dagli investitori istituzionali ed ai giudizi delle società di rating²³.

La disamina del documento di bilancio d'esercizio può essere posta in essere secondo differenti prospettive²⁴:

a) il bilancio può essere inteso come uno strumento di concezione privatistica interna, volto a rendicontare l'attività aziendale ai soggetti che partecipano alla vita dell'impresa;

b) il bilancio può essere considerato come uno strumento a tutela delle varie categorie di stakeholder, nell'ottica di una informativa diversificata a seconda delle esigenze da essi manifestate;

c) il bilancio può essere inteso come uno strumento con il quale conseguire le finalità di interesse pubblico ed informare l'intera collettività.

Riferendosi al contenuto informativo del fascicolo di bilancio d'esercizio, alcuni studi²⁵ attribuiscono allo stesso le seguenti caratteristiche. Esso ha natura descrittiva, se ha la funzione di illustrare i dati contabili presenti negli schemi di bilancio; ha natura informativa, se l'informazione prodotta non è direttamente collegabile ai dati contabili presenti negli schemi di bilancio; ha natura esplicativa, se ha l'obiettivo di sviluppare le ipotesi fatte con riferimento alla gestione futura e di illustrare la coerenza interna tra le suddette ipotesi e i dati di bilancio derivanti dalle stesse.

Nei confronti di alcune classi di stakeholder, il bilancio rappresenta l'unica fonte di rilievo e l'esclusivo strumento informativo qualificato dal quale ricavare le informazioni economico-finanziarie, con le quali effettuare un processo di valutazione sull'operato aziendale²⁶. Data la molteplicità delle categorie di interlocutori aziendali, il bilancio non è in grado di soddisfare a pieno tutte le esigenze informative; ad esso, quindi, debbono aggiungersi altre fonti divulgative²⁷.

²³ ALLEGRINI M., *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 21.

²⁴ POLI R., *Il bilancio d'esercizio. Evoluzione e prospettive nell'economia dei paesi industrialmente progrediti*, cit., p. 59.

²⁵ SUPERTI FURGA F., *Il bilancio di esercizio italiano secondo la normativa europea*, III ed., Giuffrè, Milano, 1997, p. 242.

²⁶ PROVASOLI A., *Il bilancio d'esercizio destinato a pubblicazione*, cit., p. 162 ss.

²⁷ CAVALIERI E., *Aspetti sociali dell'informazione economica d'impresa*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, marzo 1981, p. 113; CATTANEO M., *Introduzione allo studio del bilancio d'esercizio delle imprese*, C.E.I.V., Verona, 1966, p. 123.

Inteso come lo snodo centrale²⁸ di un più ampio sistema informativo indirizzato all'esterno, esso evidenzia l'attitudine nel raggiungere gli obiettivi prefissati, oltre a permettere ai lettori la valutazione delle condizioni di economicità e degli elementi che influenzano la stessa²⁹. Come ultimo, il bilancio raffigura le linee salienti del progetto strategico dell'azienda, l'atteggiamento comportamentale della stessa, gli aspetti essenziali della sua attività d'impresa, nonché i meccanismi adattati per concretizzarla³⁰. Esso costituisce uno strumento di sintesi economica legata all'attività posta in essere; in tale ottica, esso rappresenta un mezzo di passaggio tra l'attività passata e quella futura, nel rispetto della continuità e unitarietà gestionale³¹, ossia un elemento di congiunzione tra la gestione passata e quella prospettica³².

Nella sua funzione informativa, il bilancio è volto a soddisfare, da un lato, l'intento dell'azienda nel produrre una informativa nei confronti dell'esterno, dall'altro le richieste informative delle differenti classi di interlocutori: le attese manifestate dalle stesse sono accomunate dall'intento di giudicare le prospettive di continuità aziendale, mentre si differenziano per altri versi a seconda delle specifiche finalità perseguite da ciascuna di esse. Si pensi alle diverse esigenze manifestate da soci di maggioranza e di minoranza, dal management e dai dipendenti, dall'organo direttivo e dai suoi fornitori. La molteplicità di esigenze informative possono essere sintetizzate nella necessità di "sicurezza" nel conservare nel tempo le relazioni istituite con l'azienda³³. Si pensi ad un finanziatore, il quale consulta il bilancio per stabilire il potenziale rischio di insolvenza dell'azienda; ad un fornitore, il quale ha l'esigenza di misurare sia la capacità dell'impresa nel far fronte ai propri impegni finanziari, sia le prospettive di creare una relazione duratura con la stessa.

²⁸ CAPALDO P., *La certificazione dei bilanci: contenuti e limiti*, in *Notizie IRI*, maggio 1979, p. 18.

²⁹ TEODORI C., *L'efficacia della comunicazione di bilancio e l'analisi dei concorrenti*, in SALVIONI D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, cit., p. 247.

³⁰ PROVASOLI A., *Il bilancio nel processo di comunicazione*, in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, Egea, Milano, 1989, p. 39.

³¹ GIANNESI E., *Le aziende di produzione originaria*, vol. I, *Le aziende agricole*, Corsi, Pisa, 1960, p. 80.

³² CARAMIELLO C., *Ragioneria generale*, La Nuova Italia Scientifica, Roma, 1988, p. 543.

³³ BRANCIARI S., *Integrazione e differenziazione della comunicazione economico-finanziaria verso gli stakeholder internazionali*, in S. BRANCIARI (a cura di), *La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari*, FrancoAngeli, Milano, 2003, p. 24.

L'evoluzione della funzione informativa del bilancio d'esercizio rispecchia le modificazioni subite nel corso del tempo dalla comunicazione economico-finanziaria rivolta all'esterno³⁴. Il bilancio è nato inizialmente come documento

³⁴ In merito all'evoluzione della funzione informativa del bilancio d'esercizio, si fa rimando ad una copiosa letteratura. Tra gli altri contributi, senza presunzione di esaustività, si collocano i seguenti. ONIDA P., *Il bilancio d'esercizio delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1951; BRUNI A., *Origine e scopi del bilancio*, Giuffrè, Milano, 1961; ROSSI N., *Il bilancio dell'impresa. Le sue differenziazioni e la sua interpretazione*, Utet, Torino, 1969; POLI R., *Il bilancio d'esercizio. Evoluzioni e prospettive nell'economia dei paesi industrialmente progrediti*, Giuffrè, Milano, 1971; PROVASOLI A., *Il bilancio d'esercizio destinato a pubblicazione*, Giuffrè, Milano, 1974; ONIDA P., *Il bilancio d'esercizio dell'impresa. Le sue differenziazioni e la sua interpretazione*, Giuffrè, Milano, 1974; TERZANI S., *Le comparazioni di bilancio*, Cedam, Padova, 1978; BRUNI G., *Le strutture di bilancio*, Isedi, Milano, 1979; CATTANEO M.A., *Bilancio di esercizio nelle imprese. Finalità e struttura*, Etas, Milano, 1979; SIMONETTO E., *Bilancio d'esercizio*, Cedam, Padova, 1982; MELIS G., *Bilancio di esercizio nell'impresa cooperativa*, Cedam, Padova, 1983; RANALLI F., *Sulla capacità informativa delle strutture di bilancio*, Cedam, Padova, 1984; AMADUZZI A., PAOLONE G., *I bilanci di esercizio delle imprese*, Utet, Torino, IV ed., 1986; BRUNETTI G., *Contabilità e bilancio di esercizio*, Libreria Universitaria Editrice, Milano, 1986; CODA V.-FRATTINI G., *Valutazione di bilancio. Principi economici, norme civili, norme fiscali*, Libreria Universitaria Editrice, Milano, 1986; CATTURI G., *La redazione del bilancio di esercizio. Secondo la dottrina, la normativa comunitaria, civilistica e fiscale*, Cedam, Padova, 1988; RUSCONI G., *Bilancio sociale e d'impresa. Problemi e prospettive*, Giuffrè, Milano, 1988; MATAACENA A., *Introduzione allo studio del bilancio di esercizio*, Clueb, Bologna, 1988; DEVECCHI C., *Analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino, 1989; CARAMIELLO C., *Indici di bilancio*, Ipsoa, Milano, 1989; LACCHINI M., *Principi di redazione del bilancio. Nello schema di legge delegata per il recepimento della quarta direttiva CEE*, Giuffrè, Milano, 1989; LIZZA F., *Le riclassificazioni di bilancio: il Conto Economico*, Clua, Ancona, 1989; SARCONI S., *Bilancio annuale delle società di capitali e la quarta direttiva CEE*, Cacucci, Bari, 1989; SICA M., *Economia e bilanci d'impresa. Tematiche, ricerche e studi vari*, Utet, Torino, 1990; LUCIANETTI L.C., *Bilanci d'impresa e bilancio tipo*, Giappichelli, Torino, 1990; D'ORIANO R., *Sugli sviluppi dell'informazione di bilancio*, Editoriale Scientifica, Napoli, 1990; CAMPEDELLI B., *Principi di bilancio in Europa*, Giappichelli, Torino, 1990. AVI M.S., *Il bilancio come strumento di informazione verso l'esterno*, Cedam, Padova, 1990; MELLA P., *Indici di bilancio*, Pirola, Milano, 1990; VIGANÒ E., *L'impresa e il bilancio europeo*, Cedam, Padova, 1990; MARCHI L.-QUAGLI A., *Bilancio gestionale. Evoluzione del sistema contabile e sintesi economica e finanziaria*, Ergon Business Communication, Milano, 1991; PAGANELLI O., *Analisi di bilancio. Indici e Flussi*, Utet, Torino, 1991; SANTESSO E., *Valutazione di bilancio: aspetti economico-aziendali e giuridici*, Giappichelli, Torino, 1991; SUPERTI FURGA F., *Il bilancio d'esercizio italiano secondo la normativa europea*, Giuffrè, Milano, 1991; PAGANELLI O., *Bilancio di esercizio. Problemi di valutazione*, Clueb, Bologna, 1991; ARDEMANI E., *L'impresa. Economia, controllo e bilancio*, vol. III, *Il bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1991; SALVIONI D.M., *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino, 1992; CATTURI G., *La redazione del bilancio*, Cedam, Padova, 1992; FERRERO G.-DEZZANI F., *Contabilità e bilancio d'esercizio*, vol. I, Giuffrè, Milano, 1992; MATAACENA A., *Il bilancio di esercizio. Strutture formali, logiche sostanziali e principi generali*,

con utilità privatistica interna, volto a memorizzare e rendicontare dati ed informazioni e utilizzato nella relazione tra il management e la compagine azionaria. A seguire, esso è divenuto un strumento volto al conseguimento di finalità con interesse pubblico³⁵, nell'ottica dell'appagamento di esigenze conoscitive minime che accomunano la molteplicità di interlocutori³⁶. Esso ha assunto un ruolo di concertazione tra gli interessi di soggetti interni ed esterni all'impresa, per arrivare ad avere una veste informativa nella soddisfazione di interessi pubblici più ampi³⁷. Dati i molteplici destinatari a cui esso è rivolto, tale documento deve rispondere al principio della neutralità informativa³⁸, secondo il quale le informazioni in esso contenute non devono favorire una particolare categoria di soggetti, penalizzandone altre. Se il bilancio è redatto in modo neutrale, il suo contenuto rappresenta il minimo di conoscenza comune a tutti gli stakeholder.

Clueb, Bologna, 1993; PEZZANI F., *L'economia d'azienda e le determinazioni quantitative. L'evoluzione dell'informativa di bilancio*, in PEZZANI F. (a cura di), *Il bilancio di esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1993; TROINA, G., *Note introduttive al bilancio d'esercizio*, Roma: Nuova cultura, 1994; CARAMIELLO C., *Il bilancio di esercizio, ieri e oggi. Brevi note per un confronto*, Giuffrè, Milano, 1994. RANALLI F., *Il bilancio di esercizio. Caratteristiche e postulati*, vol. I, Aracne, Roma, 1994; PAOLONE G., *Il bilancio di esercizio delle imprese in funzionamento e dei gruppi societari*, Giappichelli, Torino, 1995; TERZANI S., *Introduzione al bilancio di esercizio*, Cedam, Padova, 1995; DEZZANI F.-PISONI P.-PUDDU L., *Il bilancio*, Giuffrè, Milano, 1996; MARASCA S., *Il ruolo del bilancio come strumento di informazione tra piccola impresa e soggetti esterni*, in AA.VV., *Il bilancio della piccola impresa. Caratteristiche strutturali e capacità informativa*, Giappichelli, Torino, 1996; FERRERO G.-DEZZANI F.-PISONI P.-PUDDU L., *Il bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 2001.

³⁵ FERRERO G., DEZZANI F., *Contabilità e bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1983, p. 497.

³⁶ ONIDA P., *Il bilancio delle imprese commerciali*, Giuffrè, Milano, 1935, p. 4 ss.; TERZANI S., *Le comparazioni di bilancio*, Cedam, Padova, 1978, p. 4 ss.

³⁷ BRANCIARI S., *Integrazione e differenziazione della comunicazione economico-finanziaria verso gli stakeholder internazionali*, in S. BRANCIARI (a cura di), *La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari*, cit., p. 22.

³⁸ Con riferimento al principio di neutralità, senza presunzione di esaustività, si fa rimando ad una serie di contributi. DEZZANI F., *La neutralità del bilancio d'esercizio oggetto della certificazione e i principi contabili generalmente accettati*, in AA.VV., *Bilancio d'esercizio e amministrazione delle imprese. Studi in onore di Pietro Onida*, Giuffrè, Milano, 1981, p. 156; CAPALDO P., *Bilancio d'esercizio e informazione esterna*, in AA.VV., *Bilancio d'esercizio e amministrazione delle imprese. Studi in onore di Pietro Onida*, Giuffrè, Milano, 1981, p. 365; MATA-CENA A., *Il bilancio d'esercizio. Strutture formali, logiche sostanziali e principi generali*, Clueb, Bologna, 1993, p. 81; MARASCA S., *Le valutazioni nel bilancio d'esercizio*, Giappichelli, Torino, 1999, p. 140 ss.; FERRERO G.-DEZZANI F.-PISONI P.-PUDDU L., *Il bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 2001, p. 21.

Oltre alla funzione informativa, e considerando la notevole quantità di classi di soggetti interessati allo stesso, il bilancio può essere considerato come uno strumento volto al raggiungimento dei consensi: da un lato, esso è volto a rendicontare l'attività d'impresa, rafforzandone l'immagine nel suo contesto esterno, dall'altro esso tende a facilitare il perseguimento delle aspettative manifestate dalle varie categorie di stakeholder³⁹.

Nel bilancio, deve trovare proiezione anche l'informativa settoriale, in quanto essa permette di produrre delle informazioni disaggregate atte ad illustrare le varie parti nelle quali si snoda l'attività di gestione dell'azienda. Mutuando la prospettiva del management (ossia analizzando *through management's eyes*⁴⁰), è possibile indagare le diverse componenti elementari nelle quali si articola il sistema della gestione, rendendo più semplice la stima dell'andamento futuro dell'attività d'impresa⁴¹. Una ricca letteratura, che non troverà approfondimenti nel presente testo, si è occupata di analizzare la cosiddetta "*segment disclosure*", evidenziando come i fenomeni gestionali differenziati debbano essere adeguatamente rappresentati nell'ambito del documento di bilancio⁴².

Abbandonando l'approccio volto alla riservatezza delle informazioni aziendali, il bilancio può rappresentare uno strumento efficace di comunicazione verso l'esterno se esso si propone di soddisfare le attese degli interlocutori interni ed esterni, anche in virtù della necessità di porre in essere un confronto con i competitors, e di produrre gli elementi indispensabili per arricchire o avvalersi dei vantaggi competitivi aziendali⁴³. Inoltre, coadiuvato da indagini di altra natura (si pensi alle informazioni su aspetti commerciali, produttivi, tecno-

³⁹ PROVASOLI A., *Il bilancio nel processo di comunicazione*, in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, cit., p. 49 ss.; LIPARI C., *Funzioni informative esterne del bilancio di esercizio*, Ila, Palermo, 1981, p. 72; CERIANI G., *Osservazioni critiche sul contenuto obbligatorio di taluni bilanci di esercizio*, L.U.E., Verona, 1984.

⁴⁰ HUNT C., *Through Management's Eyes*, in *CA Magazine*, May 1996, p. 48.

⁴¹ ANGIOLA N., *La comunicazione economico-finanziaria dei gruppi italiani quotati. Un'indagine empirica sull'informativa settoriale*, FrancoAngeli, Milano, 2007, p. 23.

⁴² Per maggiori approfondimenti, si fa rimando ad una copiosa letteratura internazionale. BALDWIN B.A., *Segment Earnings Disclosure and the Ability of Security Analysts to Forecast Earnings per Share*, in *Accounting Review*, July 1984, p. 376 ss.; EMMANUEL C.-GARROD N., *Segment Reporting: International Issues and Evidence*, Prentice Hall/Icaew, Hertfordshire, 1992, p. 87 ss.; ROBERTS C.R., *Segment Reporting*, in NOBES C.-PARKER R., *Comparative International Accounting*, Seventh Edition, Prentice Hall, Harlow-England, 2002, p. 433 ss.

⁴³ GANDINI G., *Fattori critici di successo competitivo e comunicazione economico-finanziaria*, in SALVIONI D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, cit., p. 151.

logici e organizzativi)⁴⁴, il bilancio costituisce un elemento che permette una efficace analisi della concorrenza, grazie alla possibilità di confrontare i valori di differenti aziende, se esse presentano una delle seguenti caratteristiche⁴⁵:

- sono impegnate in un'area strategica prevalente, nella quale le combinazioni prodotto/mercato/tecnologia sono sostanzialmente assimilabili;
- sono operanti in più aree strategiche, ma esse presentano caratteristiche simili sotto il profilo della combinazione prodotto/mercato/tecnologia;
- presentano differenti aree strategiche di attività, ma il confronto produce comunque delle utili informazioni.

La comparazione tra aziende mediante il bilancio può essere effettuata anche con concorrenti non diretti. Si pensi alle imprese che producono beni simili, ma operano in mercati differenti ed alle imprese che sono accomunate da una simile combinazione prodotto/mercato/tecnologia, pur operando in aree differenti. I suddetti confronti tra aziende, che coadiuvano la comparazione della propria situazione economica, patrimoniale e finanziaria in relazione ai risultati raggiunti da imprese concorrenti⁴⁶, hanno come presupposto quello di impiegare un numero alquanto circoscritto seppur indicativo di bilanci da porre a raffronto, con la necessità di adeguare periodicamente la numerosità delle aziende e la scelta delle stesse in relazione al divenire del loro business e al mutare delle caratteristiche del mercato. Si deduce, quindi, che il bilancio permette una analisi della situazione di ogni azienda rispetto ai concorrenti, supportando il processo decisionale orientato al raggiungimento di condizioni di successo competitivo durevole nel tempo⁴⁷.

Nonostante il bilancio rappresenti, in modo unanime nella letteratura, un efficace strumento di comunicazione economico-finanziaria, alcuni autori hanno evidenziato una serie di limiti dello stesso, i quali possono ridurre la sua potenzialità informativa. In primo luogo, il risultato economico di esercizio, essendo

⁴⁴ TEODORI C., *L'efficacia della comunicazione di bilancio e l'analisi dei concorrenti*, in SALVIONI D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, cit., p. 248.

⁴⁵ SALVIONI D.M., *Comunicazione economico finanziaria e analisi della concorrenza*, in SALVIONI D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, cit., p. 28.

⁴⁶ FRANZONI S., *Integrazione tra valori di bilancio, informazioni quantitative e qualitative*, in SALVIONI D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, cit., p. 100.

⁴⁷ TEODORI C., *L'efficacia della comunicazione di bilancio e l'analisi dei concorrenti*, cit., p. 249.

basato su misurazioni contabili ed orientato ad un orizzonte temporale di breve termine, non permette di fornire una valutazione dell'equilibrio economico "a valere nel tempo"⁴⁸. Inoltre, il reddito di periodo non favorisce l'identificazione dell'entità delle remunerazioni dei vari fattori produttivi impiegati⁴⁹. In aggiunta, il bilancio mostra un limite genetico⁵⁰: esso divide la vita dell'azienda in segmenti, i cosiddetti periodi amministrativi, pur nella sua ambizione di voler rappresentare in cifre la realtà aziendale caratterizzata da unitarietà nel tempo e nello spazio, peraltro influenzata dalle politiche di bilancio compiute in sede di redazione dello stesso⁵¹ che portano alla formazione di valori stimati e congetturati⁵². Tale limite viene attenuato nella consapevolezza che i risultati di esercizio presenti nel bilancio sono manifestazione dell'economicità dell'attività d'impresa posta in essere nel periodo preso ad esame, ma definita nell'ambito del sistema-impresa che è in continuo divenire⁵³. Come ultimo, il bilancio mostra dei risultati che sono condizionati in modo marcato dalla normativa giuridica e fiscale, oltre che essere orientati all'attività passata e non veicolare un quadro completo dei rischi che gravano sul sistema impresa⁵⁴.

Altro limite del bilancio è riferito alla necessità di reinterpretare le informazioni prodotte dalla contabilità generale in virtù dei cambiamenti intercorsi sia nell'ambiente esterno sia nella gestione aziendale, nel lasso temporale intercorrente tra la presa di decisioni e la pubblicazione del bilancio⁵⁵. Si pensi ad una politica di investimento posta in essere in relazione a prospettive floride sull'andamento del settore e sul fatturato ottenibile: altresì in un momento successivo, è necessario valutare la persistenza di circostanze esterne ed interne che giustifichino tale struttura produttiva, anche in virtù del riflesso della stessa sui

⁴⁸ GUATRI L., *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, cit., p. 7; DONNA G., *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, cit., p. 37 ss.

⁴⁹ AIROLDI G.-BRUNETTI G.-CODA V., *Economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1994, p. 185 ss.

⁵⁰ FRADEANI A., *La globalizzazione della comunicazione economico-finanziaria. IAS/IFRS e XBRL*, cit., p. 5.

⁵¹ GIANNESI E., *Le aziende di produzione originaria*, vol. I, *Le aziende agricole*, Corsi, Pisa, 1960, p. 817.

⁵² ANDREI P., *Lo Stato Patrimoniale*, in PEZZANI F. (a cura di), *Il bilancio di esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, cit., p. 50; AZZALI S., *Il Conto Economico*, in PEZZANI F. (a cura di), *Il bilancio di esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, cit., p. 112.

⁵³ AZZINI L., *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1982, p. 233.

⁵⁴ PASTORE A.-VERNUCCIO M., *Impresa e comunicazione*, Apogeo, Milano, 2008, p. 91.

⁵⁵ PEZZANI F., *Le politiche di affidamento nelle aziende di credito: problemi di valutazione delle condizioni delle imprese affidate*, Step, Parma, 1988, p. 23.

costi, sui ricavi, sul patrimonio aziendale e sulle fonti di finanziamento. L'ottica è quella di valutare se, anche in presenza di risultati economici positivi, la modificazione delle condizioni ambientali ed aziendali possa influire negativamente sul mantenimento nel tempo dell'equilibrio economico e finanziario. Va poi precisato che il bilancio d'esercizio mostra una certa carenza informativa nel soddisfare le necessità conoscitive non strettamente connesse a questioni economico-finanziarie, tra le quali si collocano le attese sociali soddisfatte dal bilancio sociale. In aggiunta, la mutevolezza del potere di acquisto della valuta rende difficoltosa la comparabilità spaziale e temporale delle aziende, seppur esse siano simili sotto il profilo produttivo⁵⁶.

B) L'impiego del bilancio ai fini dell'analisi di bilancio

L'impiego dello strumento del bilancio d'esercizio da parte dei destinatari non si limita al documento in sé. Esso è la base di partenza per una rielaborazione aggiuntiva, basata sulla riclassificazione e sull'analisi dello stesso⁵⁷. L'analisi di bilancio⁵⁸ è volta a verificare lo stato di salute di un'azienda mediante una comparazione spaziale e temporale⁵⁹, indagando gli aspetti di natura patrimoniale, finanziaria ed economica⁶⁰ e verificando l'evo-

⁵⁶ PEZZANI F., *L'economia d'azienda e le determinazioni quantitative. L'evoluzione dell'informativa di bilancio*, in PEZZANI F. (a cura di), *Il bilancio di esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, cit., p. 32 ss.

⁵⁷ GIUSEPPONI K.-BARTOLACCI F., *Le riclassificazioni e l'analisi di bilancio per indici e flussi nell'affidamento alla clientela*, in PAOLINI A., *Banche e comunicazione economico-finanziaria delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2003, p. 27 ss.

⁵⁸ La trattazione teorica dell'analisi di bilancio è stata ripresa ed elaborata da GIACOSA E., *L'economia delle aziende di abbigliamento*, Giappichelli, Torino, 2011, p. 120 ss.; GIACOSA E.-MAZZOLENI A., *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, Giappichelli, Torino, 2012, p. 108 ss.

⁵⁹ FERRERO G.-DEZZANI F., *Manuale delle analisi di bilancio – Indici e flussi*, Giuffrè, Milano, 1979, p. 27 ss.; GUATRI L., *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995, p. 72.

⁶⁰ INVERNIZZI G., "Strumenti per una diagnosi strategica", in INVERNIZZI G.-MOLTENI M., *Analisi di bilancio e diagnosi strategica*, Etaslibri, Milano, 1990; TORCIVIA S., *Le determinazioni del R.O.E.: i differenti scopi conoscitivi in ambiti aziendali differenziati*, Giuffrè, Milano, 1990; DI PIETRA R., *Analisi di bilancio e simulazioni di decisioni gestionali: un caso aziendale*, Copinfax, Siena, 1996; SAVIOLI G., *Gli indicatori di bilancio, Gli indicatori per l'analisi dell'efficienza*, Giappichelli, Torino, 1996; HELFERT E.A., *Techniques of Financial Analysis*, McGraw-Hill, New York, 1997; C. TEODORI, *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino, 2000, p. 4 ss.; PALUMBO R.-PAOLONE G.-D'AMICO L., *Le analisi di bilancio*, Cacucci, Bari, 2001; SOSTERO U.-BUTTIGNON F., *Il modello economico finanziario: introduzione alla costruzione e*

luzione dei risultati raggiunti dal business aziendale⁶¹.

Gli spunti di osservazione derivanti dall'analisi di bilancio sono particolarmente rappresentativi, in quanto essi riflettono le condizioni operative di efficienza produttiva, capacità commerciali, autonomia finanziaria, necessità di fabbisogno finanziario⁶² per sviluppare l'attività, attitudine all'innovazione e ad una buona condotta organizzativa e amministrativa⁶³.

L'analisi di bilancio ha una forte potenzialità informativa⁶⁴, in quanto permette una indagine sulla presenza di una serie di equilibri interni, quali l'equilibrio economico, l'equilibrio finanziario e l'equilibrio patrimoniale⁶⁵. Essi

analisi del bilancio, al calcolo economico e alla valutazione dell'impresa, Giuffrè, Milano, 2001; I. FACCHINETTI, *Rendiconto finanziario e analisi dei flussi*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002; INGRAM R.W.-ALBRIGHT T.L.-BALDWIN B.A., *Financial Accounting. Information for decisions*, Thomson South-Western, Mason, 2002; ANSELMINI L. (a cura di), *L'equilibrio economico nelle aziende sanitarie. Elementi di management e dinamica aziendale*, Giappichelli, Torino, 2002; FERRERO G.-DEZZANI F.-PISONI P.-PUDDU L., *Le analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè, Milano, 2003; FIORI G., *Finalità, metodologie e limiti delle analisi di bilancio tramite indici*, in CARAMIELLO C.-DI LAZZARO F.-FIORI G., *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano, 2003; PODOGHE F. (a cura di), *Analisi di bilancio per indici: aspetti operativi*, Padova: Cedam, 2004; SPANO F.M., *Le società di calcio: aspetti organizzativi, gestionali e di rilevazione*, Cuesp, Milano, 2004; MONTRONE A., *Il sistema delle analisi di bilancio per la valutazione dell'impresa*, FrancoAngeli, Milano, 2005; HIGGINS R.C., *Analysis for Financial Management*, McGraw-Hill Irwin, New York, 2007; REA M., *L'analisi di bilancio per il controllo della gestione*, Giappichelli, Torino, 2008.

⁶¹ ARCARI A., *Prevenire la crisi e gestire il turnaround nelle PMI attraverso le analisi economiche*, Università degli Studi dell'Insubria, Varese, 2004, p. 13.

⁶² ANTONELLI V., *Andamenti e valori nel sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino, 2001, p. 182.

⁶³ MARCHI L., *Caratteri generali dell'analisi economico-finanziaria riferita al profilo strategico*, in MARCHI L.-PAOLINI A.-QUAGLI A., *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino, 2003, p. 5.

⁶⁴ BRUNETTI G., *Le riclassificazioni delle sintesi di bilancio*, in BRUNETTI G.-CODA V.-FAVOTTO F., *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, EtasLibri, Milano, 1995, p. 5.

⁶⁵ PISONI P., *Le caratteristiche del sistema azienda*, in AA.VV., *Lezioni di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino, 1996, p. 29 ss.; DE SARNO M., *Equilibrio e crisi delle imprese*, Cedam, Padova, 1982, p. 19 ss. La letteratura economico-aziendale si è proficuamente concentrata sulla rilevanza degli equilibri del sistema impresa, impiegando spesso terminologie diverse. Vengono di seguito riprese alcune impostazioni dottrinali, alle quali si rimanda per maggiori approfondimenti. Secondo alcuni studi, l'impresa deve conseguire sia "l'equilibrio economico", sia altre forme di equilibrio: "l'equazione del finanziamento alla produzione" e "l'equazione del finanziamento di breve termine" (o "equazione di cassa"). Il raggiungimento dei suddetti equilibri deve avvenire congiuntamente, affinché l'attività aziendale possa pregiarsi dell'attitudine

vanno riferiti non soltanto ad una situazione statica (ossia ad una certa data), ma anche a “condizioni presunte di un moto futuro”, sintomatiche di un “equilibrio dinamico, prospettico e tendenziale”⁶⁶.

L’analisi di bilancio viene impiegata in relazione alle esigenze del destinatario⁶⁷. Ciò è dovuto al fatto che essa può essere utilmente utilizzata sia in ambito interno all’azienda sia esternamente⁶⁸: in caso di indagine esterna, i fruitori della stessa possono essere molteplici, tra i quali si collocano il sistema bancario, i fornitori, i clienti, altri investitori e, in generale, ogni soggetto che manifesti una sfera di interesse nei confronti dell’azienda.

Affinché i destinatari del messaggio comunicativo possano apprezzare una visione più ampia e completa circa lo stato di salute dell’azienda, è necessario integrare i risultati derivanti dall’analisi di bilancio con altre analisi di natura qualitativa⁶⁹. Tra queste, si collocano ogni elemento volto ad analizzare il business aziendale sotto il profilo della qualità, come il grado di fidelizzazione e di soddisfazione della clientela e l’entità di abbandono dei clienti attuali.

Ciò è altresì dovuto alle limitazioni dell’analisi di bilancio, dovute all’attitudine segnaletica⁷⁰ dei valori di bilancio impiegati dalla stessa. Essi, infatti, sono privi di un significato autonomo, ma presentano una valenza informativa soltanto se considerati in un sistema complessivo e nelle loro relazioni⁷¹. Si aggiunga poi che la significatività del bilancio differisce da ogni azienda presa ad

della continuità; agli stessi, si aggiungono altre “equazioni particolari”, che permettono una verifica dell’efficacia del sistema impresa in merito alle sue funzionalità nel contesto reale. AMADUZZI A., *L’azienda nel suo sistema e nell’ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, 1978, p. 209 ss. Secondo altri studi, il “sistema delle condizioni di equilibrio del sistema aziendale” è legato all’effetto congiunto di equilibri particolari, quali: “l’equilibrio economico”; “l’equilibrio tra necessità finanziarie totali e fonti di finanziamento totali”; “l’equilibrio tra impieghi e fonti a breve termine”; “l’equilibrio monetario”. ROSSI C., *Il sistema aziendale e le sue condizioni prospettive di equilibrio*, in ROSSI C. (a cura di), *Temi e applicazioni di Economia Aziendale*, Cisalpino, Bologna, 1994, p. 51 ss. Tale nota è tratta da GIACOSA E.-MAZZOLENI A., *Il progetto di risanamento dell’impresa in crisi*, cit., p. 117.

⁶⁶ AMADUZZI A., *L’azienda nel suo sistema e nell’ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, 1978, p. 196 ss. AMADUZZI A., *Il sistema dell’impresa nelle condizioni prospettive del suo equilibrio*, Signorelli, Roma, 1949.

⁶⁷ BRUSA L., *Sistemi manageriali di programmazione e controllo*, Giuffrè, Milano, 2000, p. 308.

⁶⁸ PAGANELLI O., *Analisi di bilancio. Indici e flussi*, Utet, Torino, 1986, p. 140 ss.

⁶⁹ CAVALIERI E., *Dimostrazioni sperimentali dei principi di economia aziendale e di ragioneria*, Bozzi, Genova, 1970, p. 21.

⁷⁰ MARCHI L.-PAOLINI A.-QUAGLI A., *Strumenti di analisi gestionale. Il profilo strategico*, terza edizione, Giappichelli, Torino, 1997, p. 5.

⁷¹ CAMPEDELLI B., *Analisi aziendale: strumenti concettuali, metodologici e di valutazione dell’impresa*, Giappichelli, Torino, 1998, p. 79 ss.

esame e, con riferimento ad un'azienda, anche nel tempo⁷²: una eventuale comparazione tra i risultati dell'analisi di bilancio tra aziende perde di significato, in quanto ogni azienda è unica⁷³ e, quindi, non facilmente raffrontabile con un'altra realtà aziendale. Tali limitazioni hanno una ripercussione sull'impiego dei risultati dell'analisi di bilancio da parte di soggetti esterni, in quanto essi non dispongono di ulteriori dati in via extra contabile che permettano di comprendere al meglio la situazione oggetto di studio, così come non vi è piena conoscenza delle misurazioni soggettive seguite nella redazione del bilancio.

Le problematiche di comprensione del bilancio aumentano se il destinatario esterno nutre il sospetto che lo stesso sia inattendibile⁷⁴. Ne consegue la necessità di valutare cautamente i risultati derivanti dall'analisi di bilancio, di confrontarli con i dati di settore e, altresì, di raccogliere altre informazioni sull'azienda in via informale: si pensi alla valutazione dell'esperienza del management e del personale che in esso opera, nonché alla possibilità di ascoltare i soggetti che interagiscono con la stessa, come i fornitori ed i clienti. Inoltre, può essere utile focalizzare l'attenzione sull'andamento attuale e prospettico del settore, il quale può influenzare l'azienda con vincoli ed opportunità⁷⁵.

L'analisi di bilancio per indici viene completata da quella per flussi, che rappresenta uno strumento significativo e insostituibile nell'ottica di una completa analisi di bilancio⁷⁶, in quanto funge da collegamento tra l'equilibrio patrimoniale, finanziario ed economico. Il documento impiegato è il Rendiconto Finanziario di liquidità⁷⁷: esso presenta il flusso finanziario complessivo, oltre

⁷² FERRERO G.-DEZZANI F., *Manuale delle analisi di bilancio – Indici e flussi*, Giuffrè, Milano, 1979, p. 27 ss.

⁷³ BERGAMIN BARBATO M., *Il valore segnaletico degli indici di bilancio in rapporto ai criteri seguiti per la loro determinazione*, in CODA V.-BRUNETTI G.-BERGAMIN BARBATO M., *Indici di bilancio e flussi finanziari*, Etas Libri, Milano, 1974.

⁷⁴ ANDREI P., *La struttura e il contenuto del bilancio di esercizio*, in ANDREI P.-AZZALI S.-FELLEGARA A.M.-ORLANDONI E., *Il bilancio di esercizio d'impresa*, cit., p. 6.

⁷⁵ PAOLINI A., *L'utilizzo delle informazioni contenute nel bilancio d'esercizio per l'affidamento della clientela*, in PAOLINI A., *Banche e comunicazione economico-finanziaria delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2003, p. 29 ss.

⁷⁶ TEODORI C., *Il rendiconto finanziario: caratteristiche, ruolo informativo ed interpretazione*, Giappichelli, Torino, 2009, p. 15.

⁷⁷ SALVIONI D.M., *Il sistema di controllo della gestione*, Giappichelli, Torino, 1997, p. 189. FERRERO G.-DEZZANI F.-PISONI P.-PUDDU L., *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè, Milano, 2006, p. 315 ss.; ALLEGRINI M., "Lo studio dei flussi di cassa", in DANOVÌ A.-QUAGLI A. (a cura di), *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento*, Ipsoa, Milano, 2008, p. 95 ss.; DI MEO W., *Il rendiconto finanziario delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2005; DI MEO W.-TOMMASETTI A.-BISOGNO M., *Il rendiconto finanziario delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2005.

al divenire della gestione in un'ottica finanziaria, esponendo gli impieghi e le fonti di risorse in relazione ai fatti amministrativi che li hanno generati⁷⁸. Esso permette di valutare l'attitudine dell'azienda nel saper fronteggiare in modo tempestivo ed economico gli impegni finanziari assunti, in termini di pagamento degli interessi e di restituzione del capitale preso a prestito.

C) L'impiego del bilancio da parte del sistema bancario

Tra i destinatari esterni della comunicazione economico-finanziaria, vi è il sistema bancario. Il bilancio d'esercizio rappresenta un documento impiegato nella fase istruttoria finalizzata all'affidamento bancario, mediante la quale la banca deve valutare il merito creditizio di un'impresa⁷⁹. A tal fine, sarebbe auspicabile che il bilancio non fosse redatto espressamente per il destinatario "banca", per evitare politiche discrezionali finalizzate all'ottenimento della risorsa finanziaria a migliori condizioni⁸⁰. Al contrario, il bilancio messo a disposizione della banca deve essere redatto con chiarezza e fornire una informativa veritiera e corretta della situazione patrimoniale, finanziaria ed economica dell'impresa⁸¹. Inoltre, esso deve derivare dall'applicazione di corrette regole di comportamento contabile-estimativo e da una "sana, onesta e consapevole amministrazione" che favoriscono una corretta interpretazione dei dati contenuti nel bilancio⁸².

⁷⁸ ANDREI P., *La struttura e il contenuto del bilancio di esercizio*, in ANDREI P.-AZZALI S.-FELLEGARA A.M.-ORLANDONI E., *Il bilancio di esercizio d'impresa*, cit., p. 96.

⁷⁹ CANTINO V., *Valore d'impresa e merito creditizio: il rating*, Giuffrè, Milano, 2002.

⁸⁰ PAOLINI A., *L'utilizzo delle informazioni contenute nel bilancio d'esercizio per l'affidamento della clientela*, in PAOLINI A., *Banche e comunicazione economico-finanziaria delle imprese*, cit., p. 13.

⁸¹ FERRERO G., *I complementari principi della "chiarezza", della "verità" e della "correttezza" nella redazione del bilancio d'esercizio*, in AA.VV., *Ricordo di Giovanni Ferrero*, Giuffrè, Milano, 1991, p. 18; FERRERO G.-DEZZANI F.-PISONI P.-PUDDU L., *Il bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 2001, p. 10 ss. A tal fine, si fa riferimento ad un'ampia letteratura nazionale, la quale approfondisce le clausole generali di redazione del bilancio d'esercizio. Tra gli altri, si rimanda a PROVASOLI A., *La redazione del bilancio*, Cedam, Padova, 1992; CATTANEO C., *Il bilancio d'esercizio nelle imprese*, Etas, Milano, 1979; CATTURI G., *La redazione del bilancio*, Cedam, Padova, 1992; MATAACENA A., *Il bilancio d'esercizio. Strutture formali, logiche sostanziali e principi generali*, Clueb, Bologna, 1993; CARAMIELLO C., *Il bilancio d'esercizio, ieri e oggi. Brevi note per un confronto*, Giuffrè, Milano, 1994; TERZANI S., *Introduzione al bilancio d'esercizio*, Cedam, Padova, 1995; SUPERTI FURGA F., *Il bilancio di esercizio italiano secondo la normativa europea*, Giuffrè, Milano, 1997.

⁸² FERRERO G., *I complementari principi della "chiarezza", della "verità" e della "correttezza" nella redazione del bilancio d'esercizio*, in AA.VV., *Ricordo di Giovanni Ferrero*, cit., p. 19.

In qualità di analista esterno, la banca impiega il bilancio d'esercizio per elaborare delle valutazioni sulle attitudini economico-finanziarie dell'impresa in relazione ai propri impegni finanziari. Inoltre, essendo un interlocutore privilegiato, se messo a confronto con gli altri, la banca ha l'opportunità di effettuare specifiche richieste informative all'azienda, volte ad incrementare l'informativa di bilancio a sua disposizione; inoltre, di consueto, essa si affida anche a banche dati specializzate.

La letteratura si è concentrata sull'impiego del bilancio da parte dell'istituto bancario nell'ambito dell'istruttoria per un affidamento⁸³. Nell'ambito di tale processo, la banca deve operare una distinzione tra differenti tipologie di informazioni contenute nel bilancio:

a) informazioni oggettive: esse sono basate su una relazione biunivoca tra il dato inserito nel bilancio e l'oggetto di misurazione; inoltre, esse permettono una obiettiva misurazione e verifica. Nell'ambito di una istruttoria, la banca tiene per scontato il loro corretto inserimento, in quanto esse non pervengono da stime e congetture e sono di più complessa verifica⁸⁴;

b) informazioni soggettive: derivando da stime e congetture, la banca deve porre in essere una complessa verifica circa la loro correttezza, cercando di risalire alle valutazioni a monte operate dall'impresa e, in altri termini, ad un giudizio sulla veridicità del bilancio⁸⁵. Nonostante la presenza di informazioni soggettive, il bilancio può essere giudicato uno strumento indispensabile nell'ambito di una istruttoria bancaria, tanto che lo stesso viene sempre richiesto all'azienda, generalmente su un orizzonte temporale di tre esercizi. Il documento di bilancio viene impiegato sia per valutare l'andamento passato dell'attività d'impresa, sia per giudicarne le prospettive future. A tal fine, da una serie storica di bilanci, la banca effettua una estrapolazione delle necessità finanziarie future attraverso una serie di passaggi, tra i quali⁸⁶:

⁸³ Tra gli altri, si rimanda a BIANCHI T., *I fidi bancari: tecnica e valutazione dei rischi*, Utet, Torino, 1977; DE LAURENTIS G., *Il rischio di credito: i fidi bancari nel nuovo contesto teorico, normativo e di mercato*, Egea, Milano, 1994; CICARDO G.-LAVIOLA S.-LOSAVIO M.-RENTI A., *Rischi di mercato e grandi fidi: le nuove regole per la banca*, Bancaria editrice, Roma, 1995.

⁸⁴ PAOLINI A., *L'utilizzo delle informazioni contenute nel bilancio d'esercizio per l'affidamento della clientela*, in PAOLINI A., *Banche e comunicazione economico-finanziaria delle imprese*, cit., p. 14 ss.

⁸⁵ GAROFALO C., *Il nuovo manuale dell'affidamento bancario: guida pratica per la corretta erogazione, gestione e controllo dei fidi bancari*, Isba, Rovereto, 1993; SPEDALE L.D., *L'affidamento bancario: tecniche e principi di valutazione*, De Agostini, Novara, 1995.

⁸⁶ PAOLINI A., *L'utilizzo delle informazioni contenute nel bilancio d'esercizio per l'affidamento della clientela*, cit., p. 16 ss.

- correlare l'andamento del fatturato con il fabbisogno di capitale circolante oppure con le richieste in termini di capitale investito oppure con l'autofinanziamento;
- delineare lo stato di salute dell'impresa;
- individuare nuovi investimenti che saranno effettuati, sfruttando le informazioni derivanti dal contatto diretto con il management delle aziende;
- analizzare i flussi di cassa;
- confrontare l'andamento delle principali poste di bilancio con dati settoriali e con quelli dei principali competitors, così come porre a confronto il trend delle singole voci e degli indici maggiormente rappresentativi;
- analizzare il budget, se l'ammontare del finanziamento giustifica un'analisi più approfondita;
- esaminare il capitale investito, così come il rendiconto finanziario almeno su tre esercizi;
- analizzare il programma di investimento;
- valutare il trend del fatturato.

Il bilancio è considerabile uno degli strumenti fondamentali (insieme all'analisi andamentale e ad altre informazioni qualitative) per definire il rischio di controparte, ossia la capacità del debitore di rimborsare i prestiti ricevuti come previsto dalla normativa di Basilea II.

D) Le relazioni pubbliche

Le relazioni pubbliche poste in essere dall'azienda hanno come principale destinatari una serie di attori aziendali ed ambientali, tra i quali i giornalisti, il mondo politico, gli azionisti, i dipendenti, i consumatori e la rete di vendita. Esse vengono realizzate facendo ricorso ad una serie di canali, tra i quali si collocano la stampa (comunicati stampa ed interviste), la televisione, la stampa di informazione aziendale (in particolare, la lettera degli azionisti e gli *house organs*) ed i contatti diretti (tra cui gli incontri, le convention, le conferenze stampa e le mailing).

In particolare, a seconda della categoria alla quale l'informativa si rivolge, le relazioni pubbliche rientrano nell'ambito della comunicazione istituzionale, gestionale, commerciale oppure economico-finanziaria, attraverso una differenziazione dei contenuti e dei mezzi impiegati⁸⁷. Ad esempio, nei confronti degli investitori istituzionali, l'azienda predilige gli incontri, le visite aziendali ed i

⁸⁷ CORVI E., *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Egea, Milano, 1997, p. 101 ss.

prodotti editoriali, mentre l'interazione con i venditori è posta in essere attraverso convention e strumenti interattivi di supporto alla loro attività.

L'obiettivo è quello di creare il consenso sociale, migliorando l'immagine aziendale, oltre a favorire una legittimazione ad operare. A tal fine, i destinatari debbono possedere alcuni elementi per constatare la coerenza delle scelte aziendali con gli obiettivi prefissati, nonostante tale attività sia di completo appannaggio del vertice aziendale.

E) L'Annual Report

Il crescente fabbisogno informativo manifestato dagli stakeholder nei confronti dell'azienda si è orientato, oltre che sull'informativa di natura economico-finanziaria, anche su quella di natura ambientale e sociale. In risposta a tali esigenze informative, la comunicazione aziendale sta ampliando la gamma di strumenti informativi. Tra questi, si colloca l'Annual Report, con impronta principalmente anglosassone.

Per "Annual Report" si intende un documento di natura volontaria prodotto dall'azienda che non si limita ad essere una sintesi del sistema contabile aziendale. Al contrario, esso è una sorta di unico "pacchetto informativo"⁸⁸ volto ad integrare differenti aspetti della gestione aziendale. In esso, vengono contemplate una serie di informazioni, sia attuali sia prospettiche, che concernono più oggetti di osservazione:

a) la sfera economico-finanziaria: l'ottica è quella di rappresentare gli elementi di natura economico-finanziaria, sia passata sia prospettica, utili al lettore per valutare lo stato di salute dell'azienda. In particolare, vengono contemplati sia aspetti quantitativi legati alla dimensione economica, finanziaria e patrimoniale della gestione, sia elementi di natura qualitativa che hanno un impatto sui precedenti (si pensi alle linee strategiche e alle scelte operative). I principali documenti che compongono tale sfera sono i seguenti: lo Stato patrimoniale, il Conto Economico, la Nota integrativa, il Rendiconto finanziario, il Prospetto delle variazioni di patrimonio netto, la Relazione sulla gestione, la Relazione della società di revisione, la Relazione del Collegio sindacale e la Lettera agli azionisti;

b) la sfera strategica: essa contiene informazioni relative alle linee strategiche definite dall'azienda. L'azienda individua i propri fattori di successo e di crescita, nonché i punti di forza aziendale, in chiave attuale e prospettica. A tal fine, l'impresa potrebbe esporre la sua mission, i valori e le politiche aziendali

⁸⁸ QUAGLI A., *Bilancio di esercizio e principi contabili*, Giappichelli, Torino, 2006, p. 4.

adottate, gli obiettivi che intende perseguire in ambito sociale e ambientale, le previsioni sull'andamento futuro del business, gli sforzi in materia di trasparenza della relazione con la clientela, nonché il valore creato per gli azionisti⁸⁹. Tale informativa permette al lettore di verificare la coerenza tra la linea strategica adottata ed il contesto nel quale l'azienda opera, operando una valutazione sulle scelte aziendali;

c) la sfera operativa: essa contiene quell'informativa avente per oggetto ogni scelta operativa, nonché gli strumenti adottati, volti a dare attuazione alla mission e agli obiettivi strategici, illustrati nella suddetta sfera strategica. A tal fine, l'Annual Report potrebbe contenere una analisi dei settori e dei mercati nei quali l'azienda opera, una illustrazione dell'andamento e della composizione della clientela, nonché una serie di informazioni utili riguardanti la forza lavoro. Al fine di permettere una comparazione tra l'operato dell'azienda ed i suoi competitor, il documento potrebbe contenere un raffronto tra i propri punti di forza e di debolezza rispetto alla concorrenza. Altro oggetto di estrema rilevanza è rappresentato dalla tematica relativa ai rischi ai quali il business aziendale è sottoposto, nonché alle scelte in merito alla gestione degli stessi;

d) la sfera organizzativa: essa è volta a contenere l'informativa sull'organizzazione, con particolare riferimento alla struttura, ai meccanismi e alla cultura aziendale. Ogni decisione in termine di corporate governance deve essere illustrata, affinché il lettore possa chiarire e valutare le scelte aziendali anche in relazione alle proprie aspettative;

e) la sfera socio-ambientale: l'informativa è finalizzata a rappresentare la capacità dell'azienda nel difendere gli interessi di natura sociale e ambientale dell'ambiente nel quale l'azienda opera. Tale sezione dell'Annual Report permette di sviluppare una certa immagine aziendale, che favorisce la maturazione del consenso da parte degli interlocutori;

f) la sfera dell'informativa sugli elementi intangibili: essa è orientata a produrre l'informativa che riguarda gli intangibles aziendali. L'obiettivo è quello di migliorare la credibilità aziendale nei confronti di alcune categorie di stakeholder, tra i quali i dipendenti, la clientela e gli investitori.

Fermo restando tali sfere informative, la letteratura e la prassi hanno prodotto una serie di modelli di Annual Report, che non trovano illustrazione in questo lavoro⁹⁰, rilevando altresì un intenso utilizzo di tale strumento soprattutto

⁸⁹ ALLEGRINI M.-BERTOLI P.-BACCIGA P.-GRECO G.-MEINI F., *Gli Annual Report delle Società Italiane*, I ed., Andaf – Università di Pisa, Pisa, p. 33.

⁹⁰ Si fa rimando ad ALLEGRINI M., *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, Giuffrè, Milano, 2003; AICPA (American Institute of Certified Public Accountants), *Improving Business Reporting. A customer focus*, New York, 1994; FASB (Financial

nel mondo anglosassone⁹¹. Esso viene considerato uno degli strumenti principali nell'ambito della comunicazione economico-finanziaria⁹², in quanto l'ampiezza della documentazione in esso contenuta favorisce l'analisi del comportamento delle aziende in tema di disclosure⁹³.

Mentre il bilancio d'esercizio viene diffuso attraverso canali di massa, dal momento che esso è destinato ad un pubblico assai vasto e variegato, l'Annual Report è indirizzato all'insieme di soggetti maggiormente interessati all'impresa. Affinché l'Annual Report possa fungere da efficace strumento informativo, è necessario che la sua redazione sia caratterizzata non soltanto dal contenuto (quantitativo e qualitativo).

In aggiunta agli aspetti sostanziali, è auspicabile una attenzione formale nella redazione dello stesso. In particolare, è auspicabile che il documento sia leggibile e comprensibile⁹⁴; tali requisiti influenzano direttamente la qualità dell'informativa, in quanto permettono di accedere in modo più diretto alle informazioni investigate. A tal fine, è premiante una attenta selezione delle informazioni in relazione ai destinatari delle stesse: ciò verrebbe ad evitare la produzione di una informativa ridondante, la quale può creare una certa confusione nella lettura e comprensione del documento.

Il ricorso ad una serie di informazioni schematiche su base discorsiva, tabellare e grafica favorisce certamente la facilità di lettura e la comprensione dei contenuti. Anche la snellezza del documento, in termini di numerosità di pagine, l'utilizzo dei colori e la completezza e visibilità di un completo indice o menù influenzano la leggibilità dello stesso. Come ultimo, è premiante una certa fruibilità del documento, affinché la consultazione dei destinatari sia facilitata sia negli strumenti sia nella forma. A tal fine, la documentazione dovrebbe

Accounting Standards Board), Business and financial reporting, Challenges from the new economy special report, 2001.

⁹¹ GRECO G., *La comunicazione economico-finanziaria nell'annual report*, Giappichelli, Torino, 2010, p. 13 ss. A tale opera, si fa rimando anche per un esame più approfondito degli studi aventi per oggetto l'evoluzione dell'impiego dell'Annual Report sia in ambito nazionale sia in quello internazionale.

⁹² KNUTSON P., *Financial reporting in the 90's and beyond*, Association for Investment Management and Research, New York, 1992, p. 7; GUTHRIE J.-PETTY R.-YONGVANICH K.-RICCERI F., *Using content analysis as a research method to inquire into intellectual capital reporting*, in *Journal of Intellectual Capital*, 2004, 5(2), p. 287.

⁹³ BOTOSAN C.A., *Disclosure Level and the Cost of Equity Capital*, in *The Accounting Review*, 1997, 72(3), p. 323 ss.; LANG M., LUNDHOLM R., *Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosure*, in *Journal of Accounting Research*, 1993, 31(2), p. 246 ss.

⁹⁴ ALLEGRINI M.-BERTOLI P.-BACCIGA P.-GRECO G.-MEINI F., *Gli Annual Report delle Società Italiane*, I ed., Andaf – Università di Pisa, Pisa, p. 31 ss.

essere facilmente scaricabile dal sito internet aziendale e, possibilmente, dovrebbe essere disponibili non soltanto in lingua italiana, ma anche in quella inglese.

Oltre agli aspetti di natura formale, l'efficacia comunicativa dell'Annual Report si misura anche facendo riferimento ad altre caratteristiche del prodotto informativo⁹⁵. In primo luogo la sua tempestività, ossia la produzione dell'informativa nelle tempistiche che meglio favoriscono l'efficacia informativa. In tal senso, il sito aziendale, nella sua partizione dedicata alle Investor Relations, è un valido strumento per accogliere ogni elemento informativo che possa soddisfare le molteplici richieste informative degli stakeholder. Se, infatti, la copia cartacea dell'Annual Report è facilmente consultabile, ma difficilmente aggiornabile (anche per una ragione di costi), lo spazio web favorisce una maggiore tempestività dei dati e delle informazioni, in quanto essi possono essere aggiornati anche in tempo reale.

Inoltre, la pubblicazione sul sito aziendale favorisce una maggiore specializzazione, in quanto non vi sono limitazioni in termini di spazio (come, invece, avviene nella carta stampata). Ogni documento può contenere approfondimenti e collegamenti a fonti documentali, nonché collegamenti ipertestuali ad altri documenti e a banche dati. L'impiego dei link ipertestuali garantisce una maggiore facilità nella consultazione della documentazione, in quanto diventa più agevole il passaggio da un luogo "virtuale" all'altro del documento: l'interattività che ne deriva rende la lettura più agevole ed anche più confortevole. Si aggiunga poi che il ricorso ad una forma di comunicazione on line permette al lettore una più agevole archiviazione dei documenti di interesse, incrementando la possibilità che gli stessi ne facciamo un uso successivo.

Ai suddetti vantaggi, si aggiunge anche la riduzione dei costi per l'azienda emittente, in quanto vengono eliminati gli oneri tipografici e di diffusione che hanno un forte impatto sui costi nell'ambito della comunicazione cartacea.

Secondo l'Osservatorio sugli Annual Report condotto dall'Università di Pisa⁹⁶, una ricerca condotta su 100 Annual Report 2008 di società quotate italiane (non finanziarie) ha messo in luce come la qualità contenutistica dello stesso sia ancora modesta. Ad essere migliorata, seppur in modo modesto, è stata l'informativa concernente sia i rischi finanziari sia gli indicatori economico-finanziari; al contrario, è regredita l'informativa concernente i rischi strategici, operativi e di compliance. Con particolare riferimento agli indicatori finanziari, quelli maggiormente utilizzati sono i seguenti: l'andamento dell'azione (56% dei casi), il raffronto tra le performance del titolo e quelle degli indici di merca-

⁹⁵ GIACOSA E.-GUELFY S., *L'economia delle aziende della net economy*, cit., p. 441 ss.

⁹⁶ ALLEGRINI M., *Primo Forum sul bilancio delle società italiane*, Milano, 10 febbraio 2010.

to (46%) e la capitalizzazione di borsa (43%). Inoltre, con riferimento agli indicatori di natura non finanziaria, vi è un atteggiamento non ben strutturato, che mostra prassi differenti, facendo emergere un'informativa spesso vaga e generica. In aggiunta, sono spesso visibili degli indicatori differenti da un anno all'altro, probabilmente derivanti dalla volontà di rendere note le informazioni soltanto quando esse sono positive. Gli indicatori non finanziari maggiormente diffusi sono risultati i seguenti: la quota di mercato (28%) per quanto riguarda l'analisi del mercato e la customer satisfaction; la composizione del personale (85%) per quanto concerne il fattore umano; la capacità produttiva e la tipologia dei prodotti (10%) per quanto concerne l'efficienza dei fattori produttivi e dei processi ed il fattore innovazione.

4

La comunicazione economico-finanziaria obbligatoria

4.1. L'informativa obbligatoria: aspetti di definizione

La comunicazione obbligatoria (anche detta dovuta, vincolata, di base o pubblicitaria economica vincolata) viene prodotta dall'azienda (in qualità di informativa primaria) in virtù di appositi obblighi normativi di natura civilistica e fiscale, di disposizioni effettuate dall'autorità di vigilanza, da altri organi competenti o da associazioni di categoria. Il dettato normativo impone una serie di contenuti, le tempistiche e le modalità comunicative che debbono essere seguite nella produzione della stessa, anche in un'ottica di comparazione dell'informativa elaborata da soggetti differenti. Per rendere maggiormente operative le suddette disposizioni normative, vengono generalmente prodotte una serie di interpretazioni dottrinali, alle quali si aggiunge l'analisi della prassi aziendale.

L'informativa obbligatoria è volta a tutelare i soggetti che mostrano una sfera di interesse nei confronti dell'azienda. Si consideri, infatti, che per alcune classi di stakeholder la comunicazione obbligatoria potrebbe rappresentare l'unica disponibile per valutare lo stato di salute dell'azienda ed ogni scelta da essa compiuta in ambito strategico e gestionale.

Un incremento del livello di informativa obbligatoria può creare dei vantaggi per il mercato, se le indicazioni prodotte vengono effettivamente trasferite sui prezzi dei titoli. Affinché ciò abbia luogo, è necessario un miglioramento dell'interpretazione delle informazioni disponibili da parte degli operatori di mercato¹. Allo

¹ BERTINETTI G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Egea, Milano, 1996.

stesso tempo, però, l'efficacia dell'informativa obbligatoria dipende anche dalla disponibilità di strumenti adeguati atti alla comprensione dell'informativa da parte dei destinatari; infatti, quest'ultima può avere un contenuto dal notevole taglio tecnico e specializzato.

Tale informativa può risultare alquanto complicata alla comprensione di un investitore che non possieda le conoscenze di un professionista: si pensi, a titolo esemplificativo, che spesso il prospetto informativo relativo ad un aumento di capitale di una società quotata può contenere anche centinaia di pagine, di cui un buon numero dedicate all'analisi dei rischi di tale operazione. Ciò diventa di difficile analisi e comprensione da parte di un lettore non esperto.

Di seguito, viene esaminata l'informativa obbligatoria, operando una distinzione a seconda che l'azienda emittente sia quotata o meno nei mercati finanziari regolamentati². L'obiettivo di tale capitolo non è quello di entrare nel dettaglio dei singoli strumenti informativi, quanto piuttosto di inquadrarli nell'ambito nelle disposizioni obbligatorie.

4.2. L'informativa obbligatoria per le società quotate nei mercati finanziari regolamentati

L'informativa obbligatoria può essere distinta a seconda dei periodi ai quali essa fa riferimento³. La tabella seguente presenta una schematizzazione della stessa, articolata in informativa iniziale, periodica ed episodica (Tabella 4.1).

² L'informativa obbligatoria è differenziata a seconda della tipologia di azienda: azienda quotata in mercati finanziari regolamentati; azienda non quotata in mercati finanziari regolamentati; azienda operante in particolari settori, tra i quali quello bancario, assicurativo, fiduciario e finanziario. Nel testo, si fa riferimento alle prime due categorie di aziende.

³ Consob, Documento di consultazione. Note tecniche in materia di informazione societaria e di revisione contabile, Roma, maggio 1998. QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, FrancoAngeli, Milano, 2004, p. 47 ss. BINDA L., *La comunicazione economico-finanziaria e le nuove tecnologie*, FrancoAngeli, Milano, 2008, p. 89 ss.

Tabella 4.1. – Le informazioni obbligatorie per le società quotate

Ricorrenza temporale	Informativa obbligatoria
<i>Informativa iniziale</i>	Prospetto di ammissione alla quotazione
<i>Informativa periodica</i>	Bilancio d'esercizio (ed allegati)
	Bilancio consolidato
	Relazione sulla gestione
	Relazione semestrale
	Relazione trimestrale
	Relazione del revisore o della società incaricata del controllo contabile
	Relazione del collegio sindacale
	Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari
	Lettera agli azionisti
	Verbali delle assemblee
<i>Informativa episodica</i>	
a) tipica	Operazioni di fusione e scissione
	Aumenti di capitale attraverso il conferimento di beni in natura
	Aumento del capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione
	Operazioni di conversione di azioni
	Operazioni su azioni proprie
	Riduzione del capitale sociale per perdite
	Operazioni di acquisizioni e cessioni significative
	Operazioni con parti correlate aventi un impatto rilevante sulla situazione contabile della società
	Emissione di prestiti obbligazionari
	Modificazione dell'atto costitutivo
	Altri eventi di differente natura
b) non tipica	"Fatti rilevanti"

Fonte: Elaborazione personale.

Di seguito, ha luogo l'illustrazione dell'informativa riportata in tabella.

4.2.1. L'informativa iniziale

L'informativa iniziale è rappresentata dal **Prospetto di ammissione alla quotazione**, che deve essere elaborato per l'ammissione alla quotazione in borsa. Tale prospetto è stato legiferato dal Testo Unico della Finanza e dal Regolamento Emittenti della Consob (adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato) agli articoli 51 e ss. e nell'allegato 1 dello stesso (che contiene in modo analitico il contenuto del prospetto informativo).

L'obiettivo del prospetto è quello di fornire una situazione completa sia del titolo emesso sia della società a cui esso si riferisce. Gli elementi caratterizzanti il prospetto informativo sono i seguenti:

- con riferimento al titolo emesso: occorre indicare la tipologia di titolo e la modalità di fissazione del prezzo iniziale;
- con riferimento alla società: è necessario fornire degli elementi identificativi della struttura aziendale in termini di management, proprietà e suddivisione del patrimonio e del suo andamento di gestione, sia passato sia futuro. Il prospetto informativo deve contenere tutte le indicazioni necessarie ai potenziali investitori al fine di un investimento consapevole.

4.2.2. L'informativa periodica

Periodicamente, la società deve produrre la seguente informativa, riferita all'attività quotidiana ed abituale dell'azienda. Il legislatore ha previsto le modalità per la diffusione dell'informativa obbligatoria, per tutelare la divulgazione tra i destinatari della stessa. I documenti obbligatori sono i seguenti⁴:

a) il **Bilancio d'esercizio (ed i suoi allegati)**: esso rientra nell'ambito della comunicazione vincolata, in quanto il legislatore ne ha disciplinato la forma, il contenuto, i criteri di redazione e le modalità di pubblicazione dello stesso⁵, al

⁴ L'obiettivo di tale paragrafo è quello di indicare i documenti obbligatori, senza entrare nello specifico del loro contenuto, per il quale si fa rimando alla letteratura specifica.

⁵ A tal proposito, si fa rimando ad una ricca bibliografia, nella quale si collocano i seguenti contributi. MASINI C., *I bilanci d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1957; ONIDA P., *Economia d'azienda*, Utet, Torino, 1965; CODA V., *Introduzione alle valutazioni di bilancio*, Luev, Venezia, 1973; BOCCHINI E., *Evoluzione legislativa e giurisprudenziale della disciplina del bilancio*, in AA.VV., *Il bilancio d'esercizio. Temi attuali*, Giuffrè, Milano, 1977; SUPERTI FURGA F., *Le valutazioni di bilancio*, Isedi, Milano, 1979; CATTURI G., *La redazione del bilancio di esercizio. Secondo la dottrina, la normativa comunitaria, civilistica e fiscale*, Cedam, Padova, 1988; CATTANEO M., *Il bilancio d'esercizio nelle imprese. Finalità e struttura*, Etas Libri, Milano, 1989; BRUNI G., *Le*

fine di vigilare sugli interessi delle varie categorie di stakeholder. Ai sensi dell'art. 2423 del codice civile (al quale si fa rimando), il Bilancio d'esercizio è redatto dagli amministratori della società ed è costituito dallo Stato Patrimoniale, dal Conto Economico e dalla Nota integrativa. Esso deve essere redatto con chiarezza e deve rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria dell'impresa ed il risultato economico dell'esercizio. I principi di redazione del bilancio d'esercizio sono previsti dall'art. 2423 bis del codice civile, mentre la struttura dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico sono previste dall'art. 2423 ter del codice civile. Il contenuto dello Stato Patrimoniale è dettato dall'art. 2424 del codice civile, mentre quello del Conto Economico dall'art. 2425. Ai criteri di valutazione da seguire nella redazione del bilancio è dedicato l'art. 2426 del codice civile, mentre il contenuto della Nota integrativa è espresso dall'art. 2427.

Il contenuto e le possibilità informative del bilancio (illustrate nel capitolo terzo) vengono influenzate, oltre che dalla normativa che lo legifera, anche dall'impostazione dell'impresa nei confronti del ruolo informativo assunto dal bilancio. Se la normativa disciplina il documento di bilancio, l'orientamento dell'impresa influisce sul ruolo di strumento volontario di comunicazione⁶. Le aziende, soprattutto quelle di maggiore dimensione e/o con una marcata attenzione alla comunicazione verso l'esterno, tendono maggiormente a considerare

strutture di bilancio, Isedi, Milano, 1980; BERGAMIN BARBATO M., *La capacità informativa dei bilanci nei gruppi di aziende*, in *Saggi di Economia Aziendale per Lino Azzini*, Giuffrè, Milano, 1987; COLOMBO G.E., *Il bilancio di esercizio. Strutture e valutazioni*, Utet, Torino, 1987; MAZZA G. (a cura di), *Il bilancio delle società. Principi aziendali, aspetti civilistici e tributari, quarta direttiva CEE*, Giuffrè, Milano, 1987; VIGANÒ E., *La periodicità delle informazioni infrannuali*, in *Saggi di Economia Aziendale per Lino Azzini*, Giuffrè, Milano, 1987; CARAMIELLO C., *Ragioneria generale*, La Nuova Italia Scientifica, Roma, 1988; BRUNETTI G., *Contabilità e bilancio d'esercizio*, Etas Libri, Milano, 1989; QUATRARO B., *Il bilancio di esercizio. Problemathe civili, fiscali e penali*, Giuffrè, Milano, 1989; LUCIANETTI C., *Bilanci d'impresa e bilanci tipo*, Giappichelli, Torino, 1990. DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L., *Il bilancio e la IV Direttiva CEE*, Giuffrè, Milano, 1991; SUPERTI FURGA F., *Il bilancio di esercizio italiano secondo la normativa europea*, Giuffrè, Milano, 1991; FERRERO G., *I complementari principi della "chiarezza", della "verità" e della "correttezza" nella redazione del bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1991; SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino, 1992; ANDREI P., *Lo Stato Patrimoniale*, in PEZZANI F. (a cura di), *Il bilancio di esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1993; AZZALI S., *Il Conto Economico*, in PEZZANI F. (a cura di), *Il bilancio di esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1993; FELLEGGARA A.M., *I criteri di valutazione*, in PEZZANI F. (a cura di), *Il bilancio di esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1993.

⁶ SALVIONI D.M., *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 155.

il bilancio non soltanto uno strumento di comunicazione obbligatoria. In aggiunta, esso viene concepito come un elemento che rientra nell'ambito della comunicazione istituzionale, ai fini della soddisfazione delle molteplici attese conoscitive degli interlocutori aziendali⁷;

b) il **Bilancio consolidato**: tale documento è legiferato dal D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127, che ha attuato le direttive n. 78/660/CEE e 83/349/CEE in materia societaria. Le imprese obbligate a redigere il bilancio consolidato sono le società per azioni, in accomandita per azioni e a responsabilità limitata che controllano un'impresa (fatti salvi i casi di esonero dall'obbligo di redazione del bilancio consolidato ed i casi di esclusione dal consolidamento previsti dal Decreto)⁸. Il bilancio consolidato è redatto dagli amministratori dell'impresa controllante ed è costituito dallo Stato Patrimoniale, dal Conto Economico e dalla Nota integrativa. Esso deve essere redatto con chiarezza e deve rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria ed il risultato economico dell'esercizio dell'insieme delle imprese formato dalla società controllante e dalle sue controllate. Le modalità di redazione del Bilancio consolidato sono indicate nel Decreto;

c) la **Relazione sulla gestione**: ai sensi dell'art. 2428 del codice civile, il Bilancio deve essere corredato da una Relazione degli amministratori (Relazione sulla gestione), contenente un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione societaria, nonché dell'andamento e del risultato della gestione. Tale informativa deve essere illustrata sia nel suo complesso sia nei vari settori di attività (anche attraverso imprese controllate): essa deve fare particolare riferimento ai costi, ai ricavi e agli investimenti. Inoltre, deve comprendere una descrizione dei principali rischi e incertezze⁹ che gravano sul business aziendale.

⁷ SALVIONI D.M., *Comunicazione economico finanziaria e analisi della concorrenza*, in SALVIONI D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino, 2002, p. 10.

⁸ VIGANÒ, R., *Aspetti dinamici della individuazione dell'area di consolidamento*, Giannini, Napoli, 1996; PISONI P.-BIANCONE P.P.-CISI M.-BUSSO D., *Il bilancio consolidato IAS/IFRS*, Giuffrè, Milano, 2007; COSTA A., *Il bilancio consolidato e l'applicazione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS*, Cacucci, Bari, 2007.

⁹ Il rischio è una condizione dell'esistenza umana ed un elemento non evitabile del contesto nel quale l'impresa opera. BASTIA P., *Sistemi di pianificazione e controllo*, Il Mulino, Bologna, 2001, p. 20. Esso è una condizione di incertezza ed aspettativa che rende stimolante l'avventura imprenditoriale. BRUNI G., *Contabilità per l'alta direzione*, Etas, Milano, 1999, p. 32; ONESTI T.-DI CAGNO N., *L'economia delle imprese di assicurazione e la stima del capitale economico*, Giappichelli, Torino, 1998, p. 3. Il rischio è l'incertezza legata al futuro, dalla quale si crea uno stato di indeterminazione sugli effetti provenienti dal verificarsi di un evento futuro. CANZIANI A., *La strategia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1984, p. 98 ss.; ADAMO N.-DI CAGNO S., *Ammini-*

Tale Relazione deve contenere i seguenti oggetti informativi:

- le attività di ricerca e di sviluppo poste in essere;
- i rapporti con le aziende controllate, collegate, controllanti e con le imprese sottoposte al controllo di queste ultime;
 - il numero e il valore nominale delle azioni proprie e delle azioni o quote di società controllanti in possesso dalle società (anche attraverso delle società fiduciarie o per interposta persona). È altresì necessario indicare la parte di capitale corrispondente;
 - il numero e il valore nominale delle azioni proprie e delle azioni o quote di società controllanti acquistate o vendute dalla società durante l'esercizio (anche attraverso delle società fiduciarie o per interposta persona). È altresì necessario indicare la parte di capitale corrispondente, i corrispettivi e le ragioni di tali acquisti e vendite;
 - i fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio;
 - l'evoluzione prevedibile della gestione;
 - altre informazioni in merito all'utilizzo da parte della società degli strumenti finanziari, se questi sono rilevanti per la valutazione della situazione patrimoniale, finanziaria ed economica dell'esercizio.

Il legislatore ha puntato ad aumentare il livello minimo di informativa obbligatoria; in particolare, il D.Lgs. n. 32/2007 ha modificato l'art. 2428 del codice civile, disponendo che nella Relazione sulla gestione abbinata al Bilancio vi fossero anche le seguenti informazioni riguardanti l'azienda (o le aziende incluse nel consolidamento se si tratta della Relazione sulla gestione di un Bilancio consolidato):

- un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente, riguardante la situazione dell'azienda, l'andamento e l'entità del suo risultato d'esercizio. Tale analisi deve fare riferimento all'azienda nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato (anche mediante imprese controllate), con particolare riferimento ai costi, ai ricavi e agli investimenti. Non è sufficiente indicare il risultato della gestione, ma è richiesto di precisare le modalità di raggiungimento dello stesso;

strazione e controllo delle imprese di assicurazione, Giappichelli, Torino, 2000, p. 4. Il rischio totale di un investimento deriva dall'impatto congiunto di due tipologie di rischi: quello economico e quello finanziario. Il primo è collegato alla variabilità dei risultati della gestione caratteristica; il secondo dipende dalle scelte di indebitamento effettuate nell'ambito della gestione finanziaria. OLIVOTTO L., *La valutazione economica dell'impresa*, Cedam, Padova, 1983, p. 71. Tale nota è tratta da GIACOSA E., *L'economia delle aziende di abbigliamento*, Giappichelli, Torino, 2011, p. 27.

– una descrizione dei rischi e delle incertezze principali a cui l'impresa è soggetta, di natura economica, finanziaria e produttiva, allo scopo di fornire un quadro completo dei rischi a cui la situazione aziendale è sottoposta. Si pensi, a titolo esemplificativo, ai rischi finanziari derivanti dall'impiego degli strumenti finanziari, così come ai rischi produttivi legati a particolari scelte gestionali in termini di tecniche produttive;

– gli indicatori di risultato di natura finanziaria e, se necessario, anche quelli di natura non finanziaria collegati alla specifica attività posta in essere dalla società, ivi comprese ogni informazione legata all'ambiente e al personale. Ciò è volto a favorire la comprensione della situazione dell'azienda, dell'andamento e dell'entità del suo risultato d'esercizio, anche riportando, se necessario, il dettaglio quantitativo delle cifre presenti nel bilancio;

d) la **Relazione semestrale e la Relazione trimestrale**: l'art. 154-ter del Testo unico della Finanza ha dato attuazione alla Direttiva 2004/109/CE (direttiva *Transparency*) avente per oggetto l'informativa periodica.

In merito alla Relazione semestrale, il Testo Unico della Finanza (art. 154-ter) prevede che la società debba redigere, entro sessanta giorni dalla chiusura del primo semestre dell'esercizio, una relazione finanziaria semestrale. Essa deve comprendere il bilancio semestrale abbreviato, la relazione intermedia sulla gestione e l'attestazione prevista dall'art. 154-bis, comma 5 (attestazione degli organi amministrativi delegati e del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari). Entro il medesimo termine, viene pubblicata anche la relazione del revisore o della società di revisione sul bilancio semestrale abbreviato (ove redatta). La relazione sulla gestione (compresa nella Relazione semestrale) deve contenere quanto meno i riferimenti agli eventi importanti che hanno avuto luogo nel primo semestre dell'esercizio, nonché la loro incidenza sul bilancio semestrale abbreviato. Inoltre, essa deve contenere una descrizione dei principali rischi e incertezze che gravano sul semestre successivo, nonché le informazioni sulle operazioni rilevanti con le parti correlate.

L'obbligatorietà di tali documenti è ribadita dal "Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.", deliberato da Borsa Italiana il 26 giugno 2012 e approvato dalla Consob con delibera n. 18299 del 1° agosto 2012. Esso stabilisce, all'art. 81, che le società emittenti valori mobiliari debbano produrre e mettere a disposizione del pubblico i documenti previsti dall'articolo 154-ter (Relazioni finanziarie), comma 2, del Testo unico della Finanza.

Con riferimento alla Relazione trimestrale, il Testo Unico della Finanza (art. 154-ter) prevede che, entro quarantacinque giorni dalla chiusura del primo e del terzo trimestre di esercizio, la società debba redigere un resoconto intermedio di gestione. Esso deve contenere una descrizione generale della situazione patrimoniale e dell'andamento economico della società e di quelle controllate nel trimestre preso in esame. Inoltre, esso deve illustrare gli eventi rilevanti ed i fat-

ti che si sono manifestati nel trimestre, nonché la loro incidenza sulla situazione patrimoniale della società e delle sue controllate;

e) la **Relazione del revisore o della società incaricata del controllo contabile**: tale documento è disciplinato dall'art. 2409 ter del codice civile, che dettaglia la struttura del giudizio sul bilancio conferita dal revisore o dalla società incaricata del controllo contabile. La relazione di certificazione deve comprendere i seguenti contenuti:

- un paragrafo di introduzione che individua sia il bilancio soggetto alla procedura di revisione sia l'insieme delle regole di redazione utilizzate dalla società;
- una descrizione dell'attività svolta in sede di revisione, con anche l'individuazione dei principi di revisione adottati;
- un giudizio sul bilancio, indicando in modo esplicito se esso è conforme alle norme che ne regolamentano la sua redazione e se esso rappresenta la situazione patrimoniale e finanziaria e il risultato economico dell'esercizio in modo veritiero e corretto;
- l'indicazione di eventuali richiami di informativa, quando questi non rappresentano dei rilievi;
- un giudizio in merito alla coerenza della Relazione sulla gestione con il bilancio.

Inoltre, la Relazione della società di revisione deve esplicitare analiticamente le ragioni che hanno condotto la società di revisione ad eventuali rilievi al bilancio, oppure ad un giudizio negativo o ad una dichiarazione di impossibilità nell'esprimere un giudizio sullo stesso;

f) la **Relazione del Collegio sindacale**: ai sensi dell'art. 2429 del codice civile, il collegio sindacale deve predisporre una Relazione indirizzata all'assemblea degli azionisti in merito ai risultati conseguiti nell'esercizio sociale e all'attività svolta nell'ambito dei propri doveri. Inoltre, tale relazione deve comprendere le osservazioni e le proposte in materia di bilancio e della sua approvazione, con particolare riferimento all'esercizio della deroga prevista dall'art. 2423, quarto comma del codice civile (ossia la mancata applicazione di un articolo in materia di redazione del bilancio d'esercizio poiché incompatibile con la rappresentazione veritiera e corretta);

g) la **Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari**: tale relazione illustra gli assetti proprietari e gli aspetti di governo societario dell'azienda, ossia i suoi obiettivi, la sua organizzazione, i sistemi direzionali e la suddivisione delle responsabilità¹⁰.

¹⁰ TREQUATTRINI, R., *Economia aziendale e nuovi modelli di corporate governance: esperienze a confronto*, Giappichelli, Torino, 1999; COMOLI, M., *I sistemi di controllo interno nella corporate governance: aspetti generali e specificità delle aziende di credito*, Egea, Milano,

La rilevanza della tematica, per la quale si fa rimando ad una ricca bibliografia nazionale ed internazionale, ha generato un atteggiamento comunicativo volto a fornire agli utenti gli aspetti salienti legati alla corporate governance mediante forme di comunicazione autonoma. Infatti, l'assenza di informazioni sulla stessa potrebbe indurre ostilità o abbandono di un investimento da parte di probabili investitori oppure la maturazione di un giudizio negativo sull'azienda¹¹. Inoltre, tale informativa migliora la comprensione delle relazioni tra le varie funzioni aziendali ed il monitoraggio dell'attitudine aziendale nel raggiungere gli obiettivi perseguiti¹². Anche la letteratura internazionale mette in luce l'impatto del sistema di governance adottato sull'entità dell'informativa societaria¹³.

In Italia, la disciplina sulla corporate governance è il risultato di una serie di numerose modifiche normative iniziate negli anni Novanta¹⁴. Il Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 del Testo Unico della Finanza ha introdotto una serie di misure legislative in materia di corporate governance, volte a promuovere la trasparenza delle società quotate nei confronti del mercato. In aggiunta al Testo Unico della Finanza, Borsa Italiana ha emanato nel 1998 il "Rapporto sulla corporate governance delle società quotate e codice di autodisciplina" (anche noto come "Codice Preda"). Esso rappresenta uno strumento volto a sviluppare i sistemi di corporate governance con chiarezza, trasparenza ed efficacia, anche in un'ottica di standardizzazione alle *best practice* internazionali¹⁵. Il Codice Preda ha l'obiettivo di incrementare la trasparenza in termini di figure e

2002; BAVA F.-DEVALLE A., *L'impresa che comunica "da grande"*, Ipsoa, Milano, 2008, p. 29. MAGGIONI V.-POTITO L.-VIGANÒ R. (a cura di), *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, Bologna: Il Mulino, 2009.

¹¹ PIERDICCHI M., *Corporate Governance score, indicazione chiara per investire*, in *IR TOP*, luglio-settembre 2003.

¹² BINDA L., *La comunicazione economico-finanziaria e le nuove tecnologie*, cit., p. 113.

¹³ CERF A.R., *Corporate reporting and investment decisions*. Berkeley: University of California Press, 1961; FORKER J.J., *Corporate governance and disclosure quality*, in *Accounting and Business Research*, 1992, 22 (86), p. 111 ss.; HANIFFA R.M.-COOKE T.E., *Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations*, in *Abacus*, 2002, 38 (3), p. 317 ss.; ENG L.L.-MAK Y.T., *Corporate governance and voluntary disclosure*, in *Journal of Accounting and Public Policy*, 2003, 22 (4), p. 325 ss.

¹⁴ MARRA A.-RIZZO A., *Corporate Governance, Performance aziendale e qualità degli utili delle aziende italiane*, SDA Bocconi, Osservatorio di Revisione, Milano, 2010, p. 2 ss.; BIANCHI MARTINI S.-DI STEFANO G.-ROMANO G., *La governance delle società quotate: tra best practice internazionali e tradizioni aziendali italiane*, FrancoAngeli, Milano, 2006.

¹⁵ CACIA C., *Comunicazione economico-finanziaria, investor relations e creazione di valore*, Giappichelli, Torino, 2010, p. 98.

ruoli di alcuni soggetti coinvolti nel management aziendale, tra i quali gli amministratori indipendenti ed i comitati interni al consiglio; inoltre, mediante delle raccomandazioni indirizzate alle società emittenti, esso incrementa la diffusione al mercato dell'informativa in materia.

Nella sua versione aggiornata del 2002, il Codice Preda legifera una serie più ampia di aspetti, quali l'informazione verso il consiglio, la nomina e la remunerazione degli amministratori, il controllo interno, le operazioni con le parti correlate, i rapporti con gli investitori istituzionali, le assemblee e la formazione del collegio sindacale. Tale Codice di Autodisciplina è stato aggiornato ed integrato nella struttura nel 2006, arricchendo ogni articolo di principi generali, criteri applicativi e commenti.

A seguire, sono state predisposte alcune *guidelines* in merito alla redazione della Relazione sulla corporate governance¹⁶. Anche la riforma delle società di capitali (D.lgs. n. 6/2003 e n. 37/2004) ha provveduto a legiferare il panorama dei sistemi di amministrazione e controllo delle società di capitali di diritto italiano, nell'ottica di avvicinarlo a quello di altri Paesi europei. Essa ha previsto la possibilità ai soci di società per azioni di optare per uno dei tre modelli di amministrazione e controllo.

Come ultimo, il D.lgs. n. 173/2008, che ha dato attuazione alla Direttiva n. 2006/46/CE, ha arricchito l'informativa sulle pratiche di governo societario, oltre ad armonizzare alcune disposizioni sulla responsabilità degli organi sociali. In particolare, è stata prevista una specifica sezione, nell'ambito della Relazione sulla Gestione delle società emittenti valori mobiliari ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati, denominata "Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari". Le informazioni richieste dalla suddetta Relazione possono essere contenute: in una relazione distinta dalla Relazione sulla gestione, approvata dall'organo di amministrazione e pubblicata in modo congiunto alla relazione sulla gestione; in alternativa, la Relazione sulla gestione può precisare la partizione del sito internet della società nella quale viene pubblicato tale documento. Il contenuto della Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari è dettagliato dall'ex art. 123-*bis* del Testo Unico della Finanza al quale si fa rimando;

h) la **Lettera agli azionisti**: si tratta di un documento che viene inviato periodicamente dal vertice aziendale agli azionisti con lo scopo di informarli circa l'andamento dell'attività produttiva, di quella commerciale, del fatturato e del

¹⁶ BORSA ITALIANA S.p.A., *Linee Guida per la redazione della relazione annuale in materia di corporate governance*, 2002, poi aggiornata nel 2003; ASSONIME ED EMITTENTI S.p.A., *Guida alla compilazione della Relazione sulla Corporate Governance*, 2004 e successive modifiche.

risultato economico previsto, i riflessi degli stessi sui risultati realizzati, le prospettive di crescita e sviluppo e le previsioni future. Essendo una lettera indirizzata agli azionisti, essa è caratterizzata da due elementi¹⁷: in qualità di lettera, essa costituisce un documento personalizzato con l'obiettivo di dare comunicazione con riferimento ad uno o più argomenti; inoltre, essa deve contenere delle notizie ed informazioni, oltre a delle spiegazioni su circostanze di interesse per i soci. Spesso, essa contiene delle informazioni caratterizzate dalla riservatezza.

Nonostante la suddetta Lettera sia indirizzata agli azionisti, essa è di fatto comunicata ad un pubblico più vasto, rappresentato dagli analisti finanziari, dalla stampa economica e dalle autorità governative. Negli anni recenti, l'incremento dell'informativa formalizzata, migliorata sotto il profilo qualitativo e quantitativo, e in alcuni frangenti anche obbligatoria (si pensi alla relazione semestrale per le società quotate) ha portato ad una riduzione del peso e della popolarità della suddetta lettera degli azionisti. Ciò è derivato anche da difficoltà pratiche nel creare una mailing list aggiornata degli azionisti, soprattutto nel caso di società con larga base azionaria;

i) i **verbali delle assemblee**: tali documenti hanno l'obiettivo di informare gli azionisti circa le delibere di tipo assembleare, di natura ordinaria e straordinaria.

4.2.3. L'informativa episodica

Di seguito, viene effettuata una distinzione dell'informativa episodica nelle seguenti tipologie:

1) informativa episodica tipica: essa è collegata a particolari operazioni aziendali di carattere straordinario e non ripetitivo, tra le quali si collocano le operazioni straordinarie. Il Regolamento Emittenti Consob (adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato) prevede una disciplina circa i seguenti eventi:

– operazioni di fusioni e scissioni (art. 70): la società deve fornire la documentazione richiesta dall'art. 2501-septies, numeri 1) e 3) e dagli artt. 2506-bis e ter del codice civile, ossia i progetti di fusione o di scissione, la relazione degli amministratori, le situazioni patrimoniali delle società che partecipano all'operazione di fusione, le relazioni degli esperti riguardanti la congruità dei rapporti di concambio;

¹⁷ CORVI E., *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Egea, Milano, 1997, p. 106.

– aumenti di capitale attraverso il conferimento di beni in natura (art. 70): la società deve produrre l’informativa disposta dall’art. 2440 e dall’art. 2441, comma 6 del codice civile. Vi rientra: la relazione di stima sulla congruità del valore assegnato al conferimento, la relazione degli amministratori sulle eventuali esclusioni del diritto di opzione, il parere della società di revisione in merito alla congruità del prezzo al quale sono state emesse le azioni;

– aumento del capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione (art. 72): ai sensi dell’art. 2441, commi 4 e 5, del codice civile, la società deve fornire la relazione della società di revisione in merito alla corrispondenza tra il prezzo di emissione e il valore di mercato delle azioni oppure il parere della società di revisione in merito alla congruità del prezzo al quale sono state emesse le azioni;

– operazioni di conversione di azioni (art. 72): quando le azioni vengono convertite in una categoria differente di azioni, la società deve fornire la relazione degli amministratori dalla quale risultino gli elementi di tale conversione;

– operazioni su azioni proprie (art. 73): in caso di acquisto e di vendita di azioni proprie, è necessario fornire una relazione degli amministratori in merito;

– riduzione del capitale sociale per perdite (art. 74): la società deve rendere disponibile la relazione illustrativa degli amministratori sulla situazione patrimoniale con le osservazioni dell’organo di controllo¹⁸;

– operazioni di acquisizioni e cessioni significative (art. 71): la società deve produrre una serie di documentazione contenente gli opportuni dettagli informativi;

– modificazione dell’atto costitutivo ed emissioni di prestiti obbligazionari (art. 72): la società deve produrre la relazione degli amministratori relativa a tale modifica;

2) informativa episodica non tipica: essa si riferisce ai cosiddetti “fatti rilevanti”. Si tratta di quei fatti che accadono nella sfera di attività di una società e in quella delle società controllate; essi non sono ancora di pubblico dominio, ma qualora venissero resi pubblici, potrebbero influenzare in modo sensibile il prezzo degli strumenti finanziari. Con riferimento ai suddetti fatti rilevanti, l’azienda deve produrre una informativa *price sensitive*, al fine di informare il pubblico, senza indugio. Si presuppone, infatti, che, qualora l’informazione diventasse pubblica, essa verrebbe impiegata da un investitore ragionevole nell’ambito delle proprie valutazioni di investimento.

¹⁸ DI CARLO A., *L’informazione esterna d’impresa nell’ipotesi di riduzione del capitale per perdite*, Cedam, Padova, 1997.

Con riferimento ai suddetti fatti rilevanti, l'art. 66 del Regolamento Emittenti Consob impone alle società emittenti strumenti finanziari e ai soggetti che li controllano di dare comunicazione al pubblico, senza indugio, mediante apposito comunicato. Tale comunicato deve contenere ogni elemento essenziale affinché sia permessa una completa e corretta valutazione degli eventi e delle circostanze, dei collegamenti e confronti rispetto a comunicati precedenti, degli effetti derivanti sul prezzo degli strumenti finanziari, evitando il rischio di insider trading. Inoltre, ogni variazione significativa riguardante le informazioni privilegiate precedentemente diffuse al pubblico deve essere comunicata senza ritardo con le modalità previste.

Per "informazione privilegiata"¹⁹ si intende quell'informazione con un carattere preciso, ossia riferita ad un insieme di circostanze già esistenti oppure che ragionevolmente potranno verificarsi, oppure ad un evento che si è già verificato oppure che ragionevolmente si prevede che potrà accadere. Tale informazione, data la sua precisione, può permettere di giungere a delle conclusioni in merito all'influenza delle suddette circostanze o eventi sull'andamento dei prezzi degli strumenti finanziari. Essa è riferita, in modo diretto o indiretto, ad uno o più emittenti di strumenti finanziari; in alternativa, essa può riguardare uno o più strumenti finanziari. Se resa pubblica, essa potrebbe influenzare in modo sensibile i prezzi dei suddetti strumenti finanziari oppure i prezzi degli strumenti finanziari derivati ad essi collegati. Riferendosi ai soggetti incaricati all'esecuzione degli ordini aventi per oggetto gli strumenti finanziari, per "informazione privilegiata" si intende anche l'informazione trasmessa da un cliente (avente per oggetto gli ordini del cliente in attesa di esecuzione) avente un carattere preciso e riferita, in modo diretto o indiretto, ad uno o più emittenti di strumenti finanziari oppure ad uno o più strumenti finanziari. La delicatezza delle informazioni privilegiate è altresì dimostrata dall'art. 115-bis del Regolamento Emittenti. Esso prevede la necessità, per le società emittenti quotate e le entità che hanno rapporti di controllo con le stesse (oppure gli individui che agiscono in nome o per conto degli stessi) di creare ed aggiornare un registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate, per ragioni lavorative, professionali oppure per le funzioni svolte.

¹⁹ Direttiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, 28 gennaio 2003 (relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)). Testo Unico della Finanza, art. 181.

La regolamentazione relativa alle informazioni privilegiate è volta ad evitare la cosiddetta “manipolazione del mercato”²⁰. Per manipolazione del mercato si intendono le seguenti circostanze:

a) per le operazioni o ordini di compravendita: i soggetti forniscano, o sono suscettibili di fornire, delle indicazioni false oppure fuorvianti con riferimento all’offerta, alla domanda o al prezzo degli strumenti finanziari. In alternativa, l’intervento di una o di più persone permette la fissazione di un prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anormale o artificiale;

b) per le operazioni o gli ordini di compravendita: le attività che fanno ricorso ad artifici, inganni o espedienti;

c) la diffusione di informazioni attraverso i mezzi di informazione (compreso Internet) o ogni altro mezzo: tale diffusione è volta a fornire o è suscettibile di fornire delle indicazioni false oppure fuorvianti aventi per oggetto gli strumenti finanziari (compresa la diffusione di notizie incontrollate o di informazioni false o fuorvianti), qualora la persona che le ha diffuse era a conoscenza o avrebbe potuto essere a conoscenza che le informazioni erano false o fuorvianti.

L’art. 66 del Regolamento Emittenti Consob precisa, altresì, che l’attività comunicativa al pubblico relativa ad informazioni privilegiate non deve combinarsi in maniera fuorviante con la propaganda commerciale, affinché il destinatario non venga ingannato. Affinché il processo comunicativo non pecchi di efficacia, è necessario che esso sia sincronizzato presso tutte le categorie di investitori; allo stesso modo, tale comunicazione deve essere rivolta a tutti gli Stati membri nei quali la società emittente ha richiesto o approvato l’ammissione alla negoziazione dei propri strumenti finanziari.

Tali disposizioni vengono impiegate anche in fase di comunicazione delle proprie situazioni contabili che saranno successivamente inserite nel bilancio di esercizio, nel bilancio consolidato e nella relazione semestrale e trimestrale, ogni qual volta tale comunicazione venga rivolta a soggetti esterni, ovvero quando la situazione oggetto di comunicazione abbia raggiunto un sufficiente grado di certezza. Inoltre, tali disposizioni vengono altresì applicate alle deliberazioni dell’organo competente nell’approvazione del progetto di bilancio, della proposta di distribuzione del dividendo, del bilancio consolidato, della relazione semestrale e quella trimestrale.

In aggiunta, la “Guida per l’informazione al mercato” del giugno 2002, elaborata da Borsa Italiana in collaborazione con altre istituzioni (Assonime, Assogestioni, AIAF, Ref.) ha definito una serie di fatti rilevanti. Tale “Guida per

²⁰ Direttiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, 28 gennaio 2003. Testo Unico della Finanza, art. 185.

l'informazione al mercato" prevede, oltre a quanto specificamente indicato dal Regolamento Emittenti Consob, a titolo meramente esemplificativo, un elenco seppur non completo degli eventi maggiormente frequenti, giudicabili come rilevanti, pur precisando che la rilevanza debba essere giudicata caso per caso²¹.

Con riferimento a tali fatti rilevanti, la "Guida per l'informazione al mercato", nel Principio n. 3, è volta a perseguire un criterio generale di correttezza informativa nei confronti del mercato. Tale principio prevede che eventuali eventi, quali le manifestazioni di intenti, l'approvazione di progetti, le contrattazioni e ogni altro comportamento volto a concludere un'operazione rientrante tra i fatti rilevanti (ai sensi del Principio n. 2) debba essere comunicato all'esterno qualora siano presenti in modo congiunto i seguenti elementi:

– segnali inconfondibili sulla mancata riservatezza delle informazioni da parte dei soggetti a conoscenza di tali eventi. Un esempio di segnale inequivocabile può essere un irregolare andamento del volume o del prezzo degli scambi sugli strumenti finanziari, nonostante la mancanza di una documentata ed impropria diffusione dell'informazione;

²¹ Di seguito, viene presentato l'elenco di eventi giudicabili come rilevanti, secondo quanto disposto dal Principio n. 2 della "Guida per l'informazione al mercato" del giugno 2002, elaborata da Borsa Italiana in collaborazione con altre istituzioni (Assonime, Assogestioni, AIAF, Ref.):

- ingresso in, o ritiro da, un settore di business;
- dimissioni o nomina di consiglieri d'amministrazione o di sindaci;
- acquisto o alienazione di partecipazioni, di altre attività o di rami d'azienda;
- rinuncia all'incarico da parte della società di revisione;
- operazioni sul capitale o emissione di warrant;
- emissione di obbligazioni e altri titoli di debito;
- modifiche dei diritti degli strumenti finanziari quotati;
- perdite di misura tale da intaccare in modo rilevante il patrimonio netto;
- operazioni di fusione o scissione;
- conclusione, modifica o cessazione di contratti o accordi;
- conclusione di processi relativi a beni immateriali quali invenzioni, brevetti o licenze;
- controversie legali;
- cambiamenti nel personale strategico della società;
- operazioni sulle azioni proprie;
- presentazione di istanze o emanazione di provvedimenti di assoggettamento a procedure concorsuali;
- richiesta di ammissione a procedure concorsuali;
- operazioni con parti correlate.

In ogni caso sono da considerare eventi rilevanti il rilascio da parte della società di revisione di un giudizio con rilievi, di un giudizio negativo ovvero la dichiarazione dell'impossibilità di esprimere un giudizio".

– ragioni fondate sulla presunzione di un esito positivo delle operazioni sottostanti.

Il messaggio comunicativo deve mettere in evidenza l'incertezza circa l'esito finale di tali operazioni, dal momento che esse non sono ancora state concluse.

La riservatezza delle informazioni non si considera violata se la società (oppure la sua controllante) abbia dovuto effettuare comunicazione per ragioni di ufficio a soggetti terzi sottoposti al vincolo di riservatezza (tra i quali i professionisti, i revisori, i consulenti aziendali, gli istituti bancari, la controparte, ecc.), in virtù di disposizioni normative o per contratto.

Sia l'informativa *price sensitive* sia ogni altra informativa regolamentata deve essere diffusa in modo efficace al mercato, affinché il pubblico possa essere destinatario di ogni aspetto e sfumatura della stessa. In merito agli aspetti di diffusione, si fa rimando alle disposizioni del codice civile e del Regolamento Emittenti Consob e di altre disposizioni degli organi competenti. In particolare, la comunicazione al pubblico delle informazioni deve avvenire mediante il sistema informatizzato "Network Information System" (NIS), impiegato da Borsa Italiana nell'ambito della pubblicazione delle informazioni al mercato. Il sistema è volto a migliorare l'attività comunicativa effettuate dalle società quotate nei confronti di Consob, Borsa Italiana e le agenzie di stampa, in sostituzione del canale cartaceo. Esso permette un'unica comunicazione in via telematica a Borsa Italiana, con accesso diretto da parte di Consob. Nei confronti dei fatti rilevanti che necessitano una diffusione tempestiva al mercato, l'informativa viene inviata in via automatica anche alle agenzie di stampa collegate al NIS. Tali comunicati sono soggetti ad archiviazione da parte del NIS e pubblicazione quotidiana sul sito di Borsa Italiana.

Al fine di una efficace diffusione delle informazioni regolamentate²² e nel rispetto dell'art. 113-ter del Regolamento Emittenti (che ha recepito la direttiva 2004/109/CE o Direttiva *Transparency*), le società quotate emittenti possono impiegare i Sistemi di Diffusione delle Informazioni Regolamentate (SDIR). Inoltre, la Consob (con delibera n. 18159 del 4 aprile 2012,) ha autorizzato "SDIR-NIS", il sistema di diffusione delle informazioni regolamentate gestito da BIt Market Services S.p.A., appartenente al Gruppo London Stock Exchange. Tale sistema è entrato in funzione nel mese di maggio 2012.

²² Per "informazioni regolamentate" si intendono le informazioni che debbono essere pubblicate dalle società emittenti quotate aventi l'Italia come Stato membro di origine o dai soggetti che li controllano nel rispetto del Titolo III Emittenti del Regolamento Emittenti, Capo I e Capo II, Sezioni I, I-bis e V-bis e dei collegati regolamenti di attuazione (oppure delle disposizioni previste da Paesi extracomunitari che sono giudicate equivalenti dalla Consob).

Ne consegue che il NIS (“Network Information System”) non è l’unico circuito telematico atto alla trasmissione delle informazioni societarie. Le società emittenti, pertanto, non sono più obbligate ad utilizzare il NIS, in quanto si è creato un regime competitivo per l’attività di emissione delle informazioni.

Ai fini di una trasparente attività comunicativa nei confronti del mercato e degli stakeholder, l’azienda deve rispettare una serie di disposizioni normative in merito alla modalità di diffusione al pubblico delle notizie ed informazioni (sia quelle episodiche sia quelle regolamentate). Di seguito, vengono riepilogativi i principali vincoli informativi che l’azienda deve rispettare (esaminati in ordine cronologico).

La “Guida per l’informazione al mercato” del giugno 2002, elaborata da Borsa Italiana in collaborazione con altre istituzioni (Assonime, Assogestioni, AIAF, Ref.²³ non costituisce una normativa, quanto piuttosto un riferimento professionale volto a potenziare le informazioni sulle società quotate. La suddetta guida ha il compito di migliorare il livello qualitativo dell’informativa, integrando la normativa con regole di condotta per le società emittenti, mutate anche dalla prassi internazionale. Tale guida contiene dieci “principi”, da intendersi come “istruzioni per l’uso” nell’ambito della comunicazione finanziaria, aventi per oggetto le differenti forme di comunicazione, le occasioni nelle quali produrle, nonché le forme di diffusione.

Il Principio n. 8 della suddetta “Guida per l’informazione al mercato” è rivolto ai cosiddetti “rumors”. Nel caso in cui, durante la chiusura dei mercati oppure nella fase di pre-apertura (ossia quando la notizia che circola sul mercato non ha ancora influenzato l’andamento dei prezzi), una serie di notizie siano divenute di dominio pubblico nonostante la mancata comunicazione al mercato, ed esse siano atte ad influenzare in modo sensibile il prezzo degli strumenti finanziari, la società emittente (oppure i soggetti che la controllano) debbono considerare la possibilità di darne una adeguata comunicazione al mercato. Sono esempi di notizie rilevanti di dominio pubblico quelle diffuse da organi d’informazione su base nazionale, come la stampa, i mass media, le agenzie, i siti Internet specializzati e ritenuti credibili dagli operatori di mercato. L’informativa che deve essere prodotta dalla società emittente (oppure dai soggetti che la controllano) deve riguardare la veridicità delle suddette notizie, anche eventualmente integrando o correggendo il contenuto della stessa attraverso un commento della notizia. Ne consegue che l’obbligo di informativa avviene quando vi è la presenza contestuale delle seguenti condizioni:

²³ Forum Ref. è un’associazione creata tra Aiaf – Associazione degli Analisti Finanziari Italiani), Assogestioni, Assonime, Borsa Italiana, Ref.

- la diffusione al pubblico, in modo improprio, di notizie aventi per oggetto la situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società emittente oppure l'andamento del business della stessa;
- una rilevante modificazione del prezzo di mercato degli strumenti finanziari, se messo a confronto con il prezzo ufficiale considerato al giorno precedente.

Inoltre, il Regolamento Emittenti Consob (adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato) prevede una serie di strumenti atti a sorvegliare la correttezza delle informazioni diffuse al pubblico. La Consob può richiedere alla società emittente (ai soggetti che la controllano e alle società controllate da questi ultimi), secondo determinate modalità di diffusione, la trasmissione al pubblico di notizie e documenti da parte della società quotata, dei soggetti che la controllano e delle società sottoposte al loro controllo. Inoltre, la Consob può porgere richiesta di notizie agli amministratori, ai sindaci, alle società di revisione e al management della società emittente, dei soggetti che la controllano e delle società sottoposte al loro controllo, oltre ad effettuare un'attività di ispezione su tutte queste società.

Inoltre, il sito Internet assume un ruolo informativo fondamentale ai fini di una completa attività di comunicazione verso l'esterno. In particolare, il Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina delle società emittenti dei valori mobiliari, prevede all'art. 65-bis che la società debba rendere pubbliche le informazioni regolamentate in modo rapido, non discriminatorio e ragionevolmente idoneo affinché vi sia una diffusione delle stesse nell'ambito dell'Unione Europea. A tal fine, viene previsto che la società debba predisporre, qualora esso non fosse già disponibile, un sito internet sul quale pubblicare le informazioni regolamentate. Il ruolo dello strumento internet è altresì ribadito dalla Direttiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'11 luglio 2007, nella quale il sito Internet viene considerato uno strumento necessario all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate.

Inoltre, il "Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.", deliberato da Borsa Italiana il 26 giugno 2012 e approvato dalla Consob con delibera n. 18299 del 1° agosto 2012 stabilisce, all'art. 2.6.1, che la società emittente strumenti finanziari quotati abbia l'obbligo di comunicare a Borsa Italiana tutte le informazioni che la stessa consideri utili, di caso in caso o in linea generale, affinché venga garantito un buon funzionamento del mercato. Inoltre, in merito ad eventuali informazioni privilegiate ad essa trasmesse, Borsa Italiana mantiene massima riservatezza.

In aggiunta, sempre nell'ottica di assicurare il buon funzionamento del mercato, Borsa Italiana ha la facoltà di richiedere alla società emittente la diffusione di dati e notizie necessari affinché il pubblico possa essere informato secondo le modalità stabilite da Borsa Italiana. Nel caso in cui la società emittente fosse inosservante, Borsa Italiana, dopo aver sentito la società emittente, può diffondere tali informazioni, tranne nei casi in cui la società emittente non ritardi la suddetta comunicazione ai sensi dell'art. 114, comma 3 del Testo Unico della Finanza o non presenti una dichiarazione motivata alla Consob secondo la quale tale diffusione può arrecarle un danno grave. Al fine di scongiurare sovrapposizioni di richieste informative alle società emittenti, Borsa Italiana e Consob operano in collaborazione. In aggiunta, tale Regolamento dispone, in altri articoli, una serie di obblighi informativi che le società emittenti devono rispettare nei confronti di Borsa Italiana, al fine di garantire un buon funzionamento del mercato. Inoltre, esse sono tenute a rispondere alle richieste informative provenienti da Borsa Italiana, nella sua attività di vigilanza posta in essere in collaborazione con Consob.

4.3. L'informativa obbligatoria nelle società non quotate nei mercati finanziari regolamentati

Con riferimento ad una azienda non quotata nei mercati finanziari regolamentati, l'informativa periodica comprende:

- a) il Bilancio d'esercizio (ed i suoi allegati);
- b) il Bilancio consolidato (nel caso di una capogruppo);
- c) la Relazione sulla gestione;
- d) la Relazione del Collegio sindacale (ove esistente);
- e) la Relazione del revisore o della società incaricata del controllo contabile (ove esistente).

Tali documenti sono stati illustrati nel par. 4.2.

5

La comunicazione economico-finanziaria volontaria

5.1. Il ruolo dell'informativa volontaria

L'informativa volontaria o facoltativa viene lasciata al potere discrezionale del management. Vi è informativa volontaria ogni volta che il management punta ad andare oltre le richieste della normativa in materia¹, nell'ambito di una ampia strategia informativa². Con la stessa, l'azienda può distinguersi dalle altre imprese e farsi conoscere in modo più articolato dagli interlocutori attraverso delle informazioni non obbligatorie³, che rientrano nell'ambito di una comunicazione "di indirizzo" verso gli stakeholder⁴. Al contrario, l'informativa obbligatoria viene prodotta dall'azienda in virtù di una disposizione normativa (Figura 5.1).

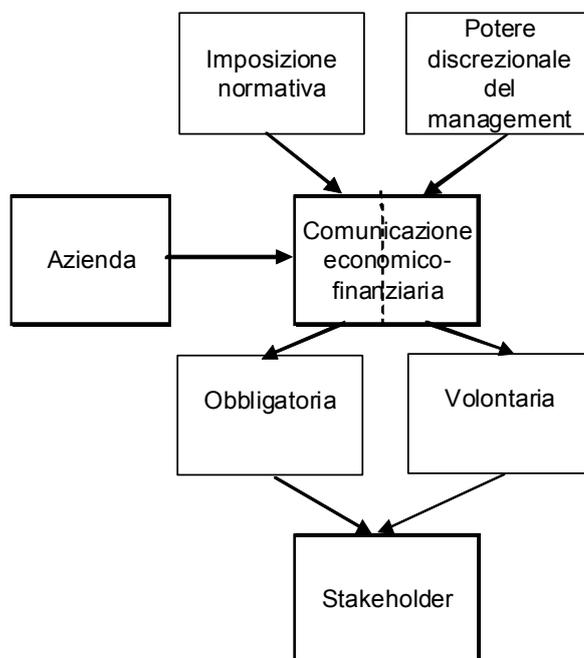
¹ BERETTA S., *No News Bad News*, Egea, Milano, 2006, p. 17.

² ROSSI P., *La comunicazione finanziaria dell'azienda: limiti e traguardi*, in *L'impresa*, n. 5, 1980, p. 33.

³ QUAGLI A., *L'informativa volontaria: finalità, tratti caratteristici e modelli di riferimento*, in QUAGLI A., TEODORI C. (a cura di), *L'informativa volontaria per settori di attività*, FrancoAngeli, Milano, 2005, p. 17.

⁴ QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane* FrancoAngeli, Milano, 2004, p. 30.

Figura 5.1. – Informativa obbligatoria e volontaria a confronto



Fonte: Elaborazione personale.

L’informativa volontaria può essere indirizzata sia agli interlocutori più vicini all’azienda, tra i quali si collocano gli azionisti, i soggetti finanziatori, i clienti, i fornitori ed i dipendenti, sia a quelli più distanti, tra i quali spiccano il sub-ambiente sociale e quello culturale⁵. Con particolare riferimento a questi ultimi, soltanto le aziende maggiormente avvedute, generalmente di grandi dimensioni, dimostrano una sensibilità informativa all’ambiente inteso in senso allargato⁶.

La comunicazione voluta può essere intesa come un “canale aperto”⁷ tra

⁵ GIUSEPPONI K., *La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese italiana nei mercati esteri: profile generali*, in GIUSEPPONI K., *La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese*, FrancoAngeli, Milano, 2001, p. 16.

⁶ PAOLINI A., *Il controllo strategico. Uno schema d’analisi*, Giuffrè, Milano, 1993, p. 72.

⁷ CORVI E., *Comunicazione d’impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, Egea, Milano, 2000, p. 69.

l'azienda ed il suo ambiente, mediante il quale essa comunica se stessa all'esterno in modo trasparente, cercando di costruirsi un'immagine attrattiva nei confronti degli stakeholder. Ne consegue che la trasparenza informativa⁸ nei confronti dell'esterno può essere perseguita soltanto con una combinazione tra informativa obbligatoria e quella volontaria, nell'ambito di una politica comunicativa da intendersi come un "investimento con adeguato ritorno"⁹.

L'impresa che investe nella comunicazione facoltativa punta ad abbandonare un approccio passivo, improntato sulla riservatezza¹⁰ e sui vincoli minimali imposti dalla legge. Al contrario, essa si orienta su un approccio attivo, con il quale produrre per il mercato una informativa chiara, completa e tempestiva, volta a ricercare il consenso anche degli opinion leader (tra i quali si collocano gli analisti finanziari, gli investitori istituzionali e la stampa finanziaria) e dei mass media¹¹. La ricchezza informativa, prodotta con continuità e tempismo attraverso una serie di comunicazioni infraannuali, contribuisce ad evitare reazioni emotive da parte dell'azionariato, che si potrebbero sviluppare in concomitanza di una produzione di notizie non confortanti con cadenza annuale¹².

Sebbene il sistema sanzionatorio che va a colpire una errata, incompleta o fuorviante informazione volontaria abbia una scarsa efficacia, è auspicabile che l'impresa adotti, come per quella obbligatoria, una politica comunicativa incentrata sui valori della trasparenza, sistematicità, attendibilità e tempestività, affinché il flusso informativo sia, da un lato, utile per i destinatari, e, dall'altro, generi un miglioramento dell'immagine aziendale.

Una politica di informativa volontaria trasparente è contraria alla cultura della "reticenza", che fa ricorso ad elaborazioni volte a manipolare i dati e le informazioni, con la conseguenza di creare un atteggiamento di sfiducia degli interlocutori nei confronti dell'operato dell'azienda¹³. Spesso, l'azienda è reti-

⁸ CODA V., *Trasparenza dei bilanci di esercizio e principi contabili*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1983, 2, p. 183 ss.

⁹ PROVASOLI A., *Il bilancio nel processo di comunicazione*, in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, Egea, Milano, 1989, p. 52.

¹⁰ GANDINI G., *Fattori critici di successo competitivo e comunicazione economico finanziaria*, in SALVIONI D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino, 2002, p. 151.

¹¹ GUATRI L., *Strategie d'impresa e massimizzazione del valore azionario*, in *Finanza marketing e produzione*, 1990, 4, p. 33.

¹² ALVINO F., *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa sul mercato dei capitali*, Giappichelli, Torino, 2001, p. 7.

¹³ SALVIONI D.M., *Cultura della trasparenza e comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, in *Symphonya. Emerging Issues in Management*, 2002, 2, p. 4.

cente nel fornire un'ampia informativa volontaria, in quanto teme il cosiddetto "rischio di reputazione", in quanto le informazioni diffuse potrebbero non essere ritenute credibili dal mercato oppure interpretate in modo alquanto negativo ai danni dell'impresa¹⁴. Si consideri poi che il miglioramento della trasparenza informativa viene intensificato anche grazie ad un effetto imitativo, che viene innescato quando le aziende osservano il comportamento di quelle maggiormente propense a fornire informazioni. A quel punto, anche gli interlocutori sono spinti da nuove richieste informative, che quasi obbligano le aziende nel soddisfarle. Ciò significa che il processo comunicativo subisce un cambiamento quando, a causa del mutamento delle condizioni esterne, le imprese vengono coinvolte da nuove e sempre più pressanti richieste informative¹⁵.

Alcuni studi¹⁶ hanno evidenziato la relazione esistente tra l'entità dell'informativa volontaria ed il grado di reputazione dell'azienda: al crescere dell'informativa, la reputazione sul mercato si incrementa, in quanto esso interpreta tale politica aziendale come estremamente trasparente nel soddisfare le esigenze informative degli stakeholder: si pensi alle aziende che si sottopongono al processo di certificazione del bilancio, anche se non obbligatorio per legge¹⁷. Inoltre, l'informativa volontaria punta a potenziare la propria immagine sul mercato, che influenza la disponibilità degli stakeholder nel concedere nuova fiducia e risorse all'azienda.

La distinzione tra informativa obbligatoria e volontaria può non essere di così semplice identificazione¹⁸. In primo luogo, spesso l'obbligo informativo imposto dalla normativa viene differentemente interpretato dalle aziende quan-

¹⁴ MAZZOLA P., GABBIONETA C., RAVASI D., *Antecedents and Consequents of Corporate Reputation on Financial Markets: The Mediating Role of Investor Relations*, 6th Conference: Emerging Issues in International Accounting and Business. Associazione Italiana di Economia Aziendale (AIDEA) Annual Meeting, 2004; MICHELON G., *Sustainability Disclosure and Reputation: A Comparative Study*, Università degli Studi di Padova, "Marco Fanno" Working Paper n. 44, settembre 2007.

¹⁵ PROVASOLI A., *Il bilancio come strumento di comunicazione*, in *Economia & Management*, 1989, 8, p. 55.

¹⁶ FRIEDMAN A.L., MILES S., "Socially responsible investment and corporate social and environmental reporting in the UK: an exploratory study", *British Accounting Review*, 2001, 33(4), p. 523 ss.; HASSELDINE J., SALAMA A.I., TOMS J.S., "Quantity versus quality: the impact of environmental disclosures on the reputations of UK plcs", *British Accounting Review*, 2005, 37(2), p. 231 ss.

¹⁷ AMADUZZI A., PAOLONE G., *I bilanci di esercizio delle imprese*, Utet, Torino, 1986, IV ed., p. 402.

¹⁸ QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, cit., p. 62 ss.

do esso ha per oggetto il contenuto minimale, lasciando al potere discrezionale del management la possibilità di integrare lo stesso. I comportamenti derivanti sono, quindi, differenti: alcune imprese si limitano a produrre il contenuto minimo imposto dalla legge, mentre altre lo integrano con ulteriori dettagli informativi, rielaborazioni delle informazioni obbligatorie e ulteriori aspetti. In secondo luogo, un'impresa operante su più mercati, quello nazionale e quelli internazionali, deve sottostare ad una normativa che può differenziarsi a seconda del contesto di riferimento: pertanto, essa si troverebbe a produrre e diffondere un'informativa più o meno ampia a seconda delle imposizioni delle autorità che legiferano quel particolare mercato.

Inoltre, l'azienda potrebbe produrre una informazione volontaria nella scelta principale (ossia se fornire o meno l'informativa), ma obbligatoria nel contenuto e nella modalità espositiva (nel caso in cui l'azienda decida di diffondere tale informativa, essa deve rispettare determinati contenuti e forma). È la fattispecie dei dati previsionali legiferati dall'art. 68 del Regolamento Emittenti Consob (adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato).

In aggiunta, vi sono circostanze di informativa volontaria nella forma, ma obbligatoria nella sostanza. Tale informativa non è legata ad adempimenti normativi, ma richiesta in modo più o meno evidente da alcune classi di stakeholder che possono esercitare una forte forza contrattuale nel far incrementare le disclosures aziendali¹⁹. L'assenza o la non completezza della stessa produrrebbe un consenso negativo da parte degli stakeholder, impattando negativamente sulla fiducia degli stessi. È il caso dell'informazione reattiva che viene prodotta quando l'azienda vuole smentire una serie di informazioni sul mercato che non rappresentano la realtà aziendale: si pensi alle indiscrezioni sui risultati d'esercizio oggetto di imminente comunicazione, piuttosto che ad operazioni di acquisizione e cessione di pacchetti azionari.

Ne consegue che, indicando in ordine decrescente le varie tipologie di informazioni in relazione all'obbligatorietà delle stesse, è possibile collocare, in primo luogo, l'informativa obbligatoria, successivamente quella volontaria ma con contenuto e forma obbligatoria e, in ultima posizione, quella volontaria in senso stretto²⁰.

¹⁹ WEIL D., *The Benefits and Costs of Transparency: A Model of Disclosure Based Regulation*, working paper, Boston University School of Management, Harvard University, 2002, July.

²⁰ QUAGLI A., *L'informativa volontaria: finalità, tratti caratteristici e modelli di riferimento*, cit., p. 20 ss.

5.2. Ampiezza ed effetti dell'informativa volontaria

L'informativa volontaria potrebbe essere prodotta per rispondere a specifiche esigenze informative di determinati stakeholder che esercitano un potere di pressione²¹ sul management. Infatti, la discrezionalità di tale comunicazione decresce all'aumentare delle attese e del potere contrattuale degli interlocutori tanto che, in alcuni studi, essa è ulteriormente distinta in libera e condizionata²².

In genere, l'informativa volontaria viene fornita in concomitanza di situazioni critiche, con lo scopo di fornire ogni indicazione sulla situazione attuale e sull'evoluzione prospettica, di tranquillizzare gli stakeholder e di ottenere il loro consenso sulle politiche future aziendali (si pensi ad un processo di risanamento in corso). Inoltre, essa è mirata ad attirare l'attenzione del mercato nel caso di situazioni particolari, come l'emissione di prestiti obbligazionari oppure l'aumento di capitale sociale, allo scopo di soddisfare le aspettative informative del mercato ed ottenere la raccolta sperata di risorse finanziarie²³. Quando poi la società adotta delle politiche di bilancio considerate discutibili dagli interlocutori, l'informativa volontaria ha lo scopo di evitare atteggiamenti scettici e reazioni avverse da parte del mercato²⁴.

Spesso, l'impresa è più propensa nel fornire l'informativa volontaria avente per oggetto "good information", mentre è più reticente nel dare "bad information"²⁵, in quanto vi è la percezione di danneggiare la reputazione aziendale e ridurre l'ingresso di nuovi investitori²⁶.

²¹ CODA V., *La comunicazione economica nella strategia aziendale*, in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, Egea, Milano, 1989, p. 9.

²² FONTANA F., *Le risorse immateriali nella comunicazione aziendale: problemi di valutazione e di rappresentazione nella prospettiva del valore*, Giappichelli, Torino, 2001, p. 42.

²³ DIAMOND D., VERRECCHIA R., "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital", *The Journal of Finance*, 1991, 66, p. 1325 ss.; HEALY P., PALEPU K., "The Challenges of Investor Communications: The Case of CUC International Inc.", *Journal of Financial Economics*, 1995, 38, p. 111 ss.; BUSHMAN R., SMITH A., "Financial Accounting Information and Corporate Governance", *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 32, p. 237 ss.

²⁴ SKINNER D., "Why Firms Voluntarily Disclose Bad News", *Journal of Accounting Research*, 1994, 32, p. 38 ss.

²⁵ SCOTT T.W., "Incentives and Disincentives for financial disclosure: voluntary disclosure of defined benefits pension plan information by Canadian firms", *The Accounting Review*, 1994, 69(1), p. 26 ss.; ABOODY D., KAZNIK R., "CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures", *Journal of Accounting and Economics*, 2000, 29 (1), p. 73 ss.

²⁶ DONTON A., "Voluntary disclosure", *Journal of Accounting Auditing and Finance*, 1989, 4, p. 480 ss.; DARROUGH M.N., STOUGHTON N.M., "Financial disclosure policy in an entry game", *Journal of Accounting and Economics*, 1990, 12, p. 219 ss.

In relazione alle ragioni che conducono alla produzione dell'informativa volontaria, essa può essere distinta nelle seguenti tipologie²⁷:

a) informativa implicita (o *signalling*): è la comunicazione effettuata dall'impresa alla quale gli stakeholder associano, per convenzione, determinati significati. Ne consegue che gli interlocutori, con il loro comportamento, forniscono una serie di indizi predittivi sulle ripercussioni future delle scelte aziendali²⁸. Affinché l'informativa implicita sia efficace, essa necessita, da un lato, di informazione esplicita e, dall'altro, che l'azienda non disattenda le previsioni effettuate dagli investitori;

b) informativa reattiva: essa viene prodotta dall'azienda a seguito di richieste informative da parte degli stakeholder, manifestate in modo più o meno esplicito oppure di situazioni che ne richiedono la diffusione (si pensi alla necessità di smentire una serie di informazioni sul mercato che non rappresentano la realtà aziendale oppure di reagire ai comportamenti della concorrenza);

c) informativa esplicita: si tratta della comunicazione volontaria in senso stretto, ossia di quella comunicazione prodotta esclusivamente su base volontaria dall'azienda, senza alcuna forma di condizionamenti esterni.

L'ampiezza dell'informativa volontaria è legata ad una serie di fattori, tra i quali²⁹:

²⁷ CACIA C., *Comunicazione economico-finanziaria, investor relations e creazione di valore*, Giappichelli, Torino, 2010, p. 55 ss.

²⁸ LEHAND H.E., PYLE D.H., *Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation*, in *Journal of Finance*, 1977, 32(2), p. 371 ss.

²⁹ BELKAOUI A., KARPIK, P.G., "Determinants of the corporate decision to disclose social information", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 1989, 2(1), p. 36 ss.; PATTEN D.M., "Intra-industry disclosure in response to the Alaskan oil spill: a note on legitimacy theory", *Accounting, Organizations and Society*, 1992, 17(5), p. 471 ss.; PAVA M.L., KRAUSZ J., "The association between corporate social responsibility and financial performance: the paradox of social cost", *Journal of Business Ethics*, 1996, 15(3), p. 337 ss.; CORMIER D., GORDON I.M., "An examination of social and environmental reporting strategies", *Accounting, Auditing and Accountability*, 2001, 14(5), p. 587 ss.; ADAMS C.A., "Internal organisational factors influencing corporate social and ethical reporting: beyond current theorising", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2002, 15(2), p. 223 ss.; GRAY R., "The social accounting project and Accounting, Organizations and Society: privileging engagement, imagination, new accountings and pragmatism over critique?", *Accounting, Organizations and Society*, 2002, 27(7), p. 687 ss.; O'DWYER B., "Conceptions of corporate social responsibility: the nature of managerial capture", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2003, 16(4), p. 523 ss.; PARKER L.D., "Social and environmental accountability research: a view from the commentary box", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2005, 18, p. 842 ss.

- il settore economico dell'impresa, il quale più enfatizzare o meno la necessità di una più marcata attività di comunicazione volontaria e, in modo specifico, previsionale³⁰ (ad esempio, nel caso di un'azienda la cui attività è legata alla ricerca in campo medico, l'informativa previsionale è assolutamente rilevante);
- la fase del suo ciclo di vita, che influenza la necessità di informazioni a seconda che l'azienda si trovi nella fase iniziale, di maturità oppure di declino³¹;
- il raffronto con i competitor, a seconda che l'impresa sia leader di mercato oppure stia inseguendo un concorrente;
- l'azionariato, se si pensa che una public company si avvale di un processo comunicativo completamente differente rispetto a quello di una piccola azienda familiare³², ragione per cui un'azienda quotata tende a fornire una maggiore informativa volontaria rispetto ad una società non quotata³³;
- la dimensione aziendale, in quanto all'aumentare della stessa cresce la necessità di produrre ulteriori informazioni per il mercato³⁴;
- il grado di indebitamento, che arreca un maggiore monitoraggio esterno sull'attività aziendale e sulla sua situazione economico-finanziaria, al quale l'impresa risponde con una più intensa disclosures³⁵;

³⁰ DEEGAN C., GORDON B., "A study of the environmental disclosure practices of Australian corporations", *Accounting and Business Research*, 1996, 26(3), p. 187 ss.; DIPIAZZA Jr.S., ECCLES R.G., *Building Public Trust: The Future of Corporate Reporting*, Wiley & Sons, New York, 2002

³¹ ROBERTS C., "Determinants of corporate social responsibility disclosure: an application of stakeholder theory", *Accounting, Organizations and Society*, 1992, 17(6), p. 595 ss.

³² GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, Egea, Milano, 2011, p. 45.

³³ LANG M.H., LUNDHOLM R.J., "Cross-sectional determinants of analyst rating of corporate disclosures", *Journal of Accounting Research*, 1993, 31, p. 246 ss.; FRANKEL R., MCNICHOLS M., WILSON G.P., "Discretionary disclosure and external financing", *The Accounting Review*, 1995, 70, p. 135 ss.; HEALY P.M., HUTTON A.P., PALEPU K.G., "Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure", *Contemporary Accounting Research*, 1999, 16, p. 485 ss.

³⁴ BOESSO G. KUMAR K., "Drivers of corporate voluntary disclosure: A framework and empirical evidence from Italy and the United States", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 2005, 20(2), p. 269 ss.; MICHELON G., "Sustainability Disclosure and Reputation: A Comparative Study", cit., p. 4.

³⁵ JENSEN M.C., MECKLING W.H., "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, p. 305 ss.; ROBERTS P.W., DOWLING G.R., "Corporate reputation and sustained superior financial performance", *Strategic Management Journal*, 2002, 23, p. 1077 ss.

– l'entità della competizione nell'approvvigionamento dei fattori produttivi tra imprese, che porta le stesse ad una maggiore comunicazione di informativa volontaria. È il caso di un'azienda che voglia attirare a sé le migliori figure manageriali disponibili sul mercato, tanto da trasmettere all'esterno alcuni aspetti del suo andamento economico su base volontaria. Dal loro canto, infatti, i manager sono interessati a non comprometersi in aziende poco stimate, gestendo in modo accorto il proprio "capitale manageriale"³⁶. In realtà, anche la sola informativa obbligatoria può assicurare il suddetto indirizzo, a condizione che i documenti che vengono prodotti comprendano tutti i fattori informativi volti ad una efficace comunicazione verso l'esterno, oltre ad un orientamento del comportamento degli stakeholder nell'ottica voluta dal management. Ad esempio, il bilancio d'esercizio, che rientra nell'ambito degli strumenti di comunicazione obbligatoria, può anche contenere un'informativa volontaria, in quanto esso può essere opportunamente integrato al fine di informare i lettori circa l'identità aziendale e le performance raggiunte³⁷;

– la preoccupazione di non riuscire, nel futuro, a mantenere lo stesso livello di informativa al quale l'azienda ha abituato i propri interlocutori: ne consegue che, spesso, il gesto di elevare l'"asticella" della comunicazione su base volontaria viene considerato un rischio, manifestabile soprattutto nei periodi di minore floridità³⁸.

L'informativa volontaria ha un effetto benefico sia sull'azienda che la produce sia sugli interlocutori³⁹:

– essa riduce l'asimmetria informativa esistente tra l'azienda ed i suoi interlocutori⁴⁰, tanto che il rischio percepito da questi ultimi diminuisce, portando

³⁶ DI STEFANO G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Giuffrè, Milano, 1990, p. 48.

³⁷ MOLteni M., *Bilancio e strategia*, Egea, Milano, 2000, p. 135.

³⁸ GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, cit., p. XVI.

³⁹ GUATRI L., VICARI S., *Il marketing*, Giuffrè, Milano, 1986; CORE J.E., "A review of the empirical disclosure literature: discussion", *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31(1-3), p. 441 ss.; HEALY P., PALEPU K., "A review of the empirical disclosure literature", *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31(1-3), p. 405 ss.; WEIL D., *The Benefits and Costs of Transparency: A Model of Disclosure Based Regulation*, working paper, Boston University School of Management, Harvard University, July 2002, p. 13 ss.; YONG-CHUL S., *The Effect of Product Market Competition on Corporate Voluntary Disclosure Decisions*, working paper, Tulane University, 2002, p. 6 ss.; QUAGLI A., *L'informativa volontaria: finalità, tratti caratteristici e modelli di riferimento*, cit., p. 18 ss.

⁴⁰ AKERLOF G., "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 1970, 84, p. 488 ss.; STIGLITZ J., "The Contributions of

con sé una riduzione del costo del capitale di credito raccolto⁴¹ e del capitale a pieno rischio⁴², oltre ad un aumento della liquidità delle azioni⁴³;

– la maggiore disponibilità di informazioni societarie facilita la comprensione della situazione attuale e prospettica dell'impresa da parte degli stakeholder⁴⁴, portando con sé una riduzione della differenza tra prezzi richiesti dal venditore dei titoli e prezzi offerti dal compratore. Inoltre, essa arreca un miglioramento delle previsioni effettuate dagli analisti finanziari, riducendo altresì gli episodi di dispersioni previsionali⁴⁵;

the Economics of Information to Twentieth Century Economics.” *Quarterly Journal of Economics*, 2000, 115(4), p. 1441 ss.; WEIL D., *The Benefits and Costs of Transparency: A Model of Disclosure Based Regulation*, cit., p. 3.

⁴¹ BARRY C.B., BROWN S.J., “Differential information and security market equilibrium”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1985, 20, p. 407 ss.; MACDONALD WAKERMAN L., *The Real Function of Bond Rating Agencies*, in STERN J.M., CHEW D.H. Jr. (eds.), *The Revolution in Corporate Finance*, Basil Blackwell, Oxford, 1986, p. 19; STREBEL P., *Managing the Information Cost of Financing*, *Columbia Journal of World Business*, Summer 1986, p. 40; AMIHUD Y., MENDELSON H., “Asset pricing and the bid-ask spread”, *Journal of Financial Economics*, 1986, 17, p. 223 ss.; DIAMOND D.W., VERRECCHIA R.E., *Disclosure, liquidity, and the cost of equity capital*, cit., p. 1325 ss.; LANG M., LUNDHOLM R., “Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures”, cit., p. 246 ss.; SENGUPTA P., “Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt”, *The Accounting Review*, 1998, 63, p. 459 ss.; HEALY P., HUTTON A., PALEPU K., “Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure”, cit., p. 485 ss.; VERRECCHIA R.E., “Essays on disclosure”, *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31(1-3), p. 97 ss.; BOTOSAN C.A., “Disclosure and the cost of capital: what do we know?”, *Accounting and Business Research, International Accounting Policy Forum*, 2006, 36, p. 31 ss.

⁴² BOTOSAN C.A., “Disclosure level and the cost of equity capital”, *The Accounting Review*, 1997, 72(3), p. 323 ss.; RICHARDSON A.J., Welker M., “Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital”, *Accounting, Organizations and Society*, 2001, 26, p. 597 ss.; LUNDHOLM R., VAN WINKLE M., “Motives for disclosure and non-disclosure: A framework and review of the evidence”, *Accounting and Business Research, International Accounting Policy Forum*, 2006, 36, p. 43 ss.; ARMITAGE S., MARSTON C., *Corporate disclosure and the cost of capital: The views of finance directors*, ICAEW Centre for Business Performance Briefing: London, 2007; MANGENA M., PIKE R., LI J., *Intellectual Capital Disclosure Practices and Effects on the Cost of Equity Capital*, Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edinburgh, 2010.

⁴³ HEALY P.M., HUTTON A.P., PALEPU K.G., “Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure”, *Contemporary Accounting Research*, 1999, 16, p. 485 ss.

⁴⁴ FRANCIS J., HANNA J., PHILBRICK D., “Management communications with security analysts”, *Journal of Accounting and Economics*, 1998, 24(3), p. 363 ss.

⁴⁵ PIOTROSKI J.D., *Discretionary segment reporting decisions and the precision of investor beliefs*, Working paper, The University of Michigan, 1999.

– una più estesa diffusione di informazioni attraverso una vastità di canali, tra i quali anche quelli di larga estensione come Internet, incrementa la numerosità di probabili individui interessati all'azienda, i quali tendono ad interessarsi maggiormente delle aziende generose in termini di comunicativa volontaria⁴⁶. Viene a crearsi una sorta di “effetto screening” che si rivela positivo per l'azienda;

– l'informativa volontaria permette maggiormente, rispetto a quella obbligatoria, di dettagliare le peculiarità delle strategie aziendali, che costituiscono una informazione necessaria per gli investitori su un lasso temporale di lungo periodo⁴⁷;

– la comunicazione volontaria genera un effetto positivo sui singoli manager, in quanto concorre a mettere in evidenza la bontà dell'operato dello stesso; si crea un effetto benefico sulla propria immagine e sull'entità del proprio compenso⁴⁸, nel caso in cui essi siano titolari di piani di stock options⁴⁹;

– essa può irrobustire la produzione di informazione derivata, ossia quella prodotta e diffusa da soggetti intermediari dell'informazione (analisti finanziari, banche, società di intermediazione mobiliare, stampa specialistica). Quando un'impresa è generosa nel diffondere informazioni non obbligatorie sul proprio operato, il numero di analisti finanziari che si interessano della stessa si incrementa, arrecando un aumento dei potenziali investitori e della conseguente liquidità dei titoli azionari. Inoltre, una maggiore disponibilità di informazioni conduce ad una più elevata precisione delle valutazioni elaborate dagli analisti di mercato, che migliora l'efficienza informativa dei mercati. Secondo alcune ricerche, l'aumento dei flussi informativi, anche di natura volontaria, da parte della società fa incrementare la numerosità dei soggetti interessati alla stessa;

– essa può limitare i *litigation cost*, ossia quegli oneri legati a cause giudiziarie promosse da stakeholder aziendali che si erano affidati all'informativa obbligatoria, poi contraddetta da quella volontaria⁵⁰. Secondo un'altra imposta-

⁴⁶ CORE J.E., “A review of the empirical disclosure literature: discussion”, cit., p. 441 ss.

⁴⁷ ECCLES R.G., HERZ R.H., KEEGAN M.E., PHILLIPS D.M.H., *The value reporting revolution*, John Wiley & Sons, New York, 2001, p. 190 ss.

⁴⁸ HEALY P., PALEPU K. “A review of the empirical disclosure literature”, cit., p. 405 ss.

⁴⁹ GIACOSA E., *IFRS 2 Pagamento basato su azioni*, in DEZZANI F., BIANCONE P.P., BUSO D. (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano, II ed., 2012.

⁵⁰ SKINNER D., “Why firms voluntarily disclose bad news”, *Journal of Accounting Research*, 1994, 32, p. 38 ss.; SKINNER D., “Earnings disclosures and stockholder lawsuits”, *Journal of Accounting & Economics*, 1997, 23, p. 249 ss.

zione, invece, l'informativa volontaria non influenza la numerosità delle potenziali liti tra la società ed i suoi stakeholder⁵¹;

– la comunicativa volontaria può indurre a più significativi valori di reddito economico e ad una minore volatilità del rapporto *price/earning*, oltre ad un miglioramento del predeterminare i risultati futuri⁵²;

– l'effetto congiunto dei suddetti benefici arreca un miglioramento della credibilità e reputazione aziendale⁵³, creando valore per l'impresa⁵⁴. L'informativa volontaria, infatti, favorisce il raggiungimento del consenso da parte dell'esterno⁵⁵, grazie al fatto che essa fornisce agli interlocutori una spiegazione plausibile delle ragioni che portano ad una determinata condotta manageriale⁵⁶. Inoltre, vi è un effetto benefico sulla capacità dell'azienda di ottenere le risorse di cui necessita⁵⁷.

5.3. Le teorie aventi per oggetto l'informativa volontaria

I suddetti benefici dell'informativa volontaria vengono evidenziati in alcune teorie, sinteticamente illustrate di seguito⁵⁸:

⁵¹ FRANCIS J., HANNA J., PHILBRICK D., "Management communications with security analysts", cit., p. 363 ss.

⁵² GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, cit., p. 31.

⁵³ GRAHAM J.R., HARVEY C.R., RAJGOPAL S., "The economic implications of corporate financial reporting", *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 40, p. 3 ss.; ARGENTI P., BARNES C., *Digital Strategies for Powerful Corporate Communications*, New York, McGraw Hill, 2009, p. 142.

⁵⁴ BORSA ITALIANA S.p.A., *Comunicare con gli investitori istituzionali*, Milano, 4 settembre 2002.

⁵⁵ LINDBLOM C.K., "The Implications of Organizational Legitimacy for Corporate Social Performance and Disclosure", *Critical Perspectives on Accounting Conference*, New York, 1994.

⁵⁶ OWEN D., "Chronicles of Wasted Time? A Personal Reflection on the Current State of, and Future Prospects for Social and Environmental Accounting Research", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 2008, 21(2), p. 240 ss.

⁵⁷ DEEPHOUSE D.L., CARTER S.M., "An examination of differences between organizational legitimacy and organizational reputation", *Journal of Management Studies*, 2005, 42(2), p. 329 ss.

⁵⁸ DEEGAN C., *Financial Accounting Theory*, McGraw-Hill, Australia, 2000; HASSELDINE J., SALAMA A.I., TOMS J.S., "Quantity versus quality: the impact of environmental disclosures on the reputations of UK plcs", cit., p. 231 ss.

a) *Agency Theory* (Teoria dell'Agenzia)⁵⁹: l'informativa volontaria contribuisce a risolvere le problematiche legate alla separazione tra la proprietà dell'azienda (il principale) ed il suo management (l'agente), che può provocare la divergenza di comportamenti ed obiettivi tra le parti⁶⁰. Ad esempio, con riferimento alla redazione del bilancio, la discrezionalità in alcune valutazioni potrebbe arrecare un comportamento opportunistico da parte dei redattori dello stesso⁶¹, influenzando l'entità dei risultati, il valore di mercato delle azioni e il rendimento derivante dalle stesse a loro vantaggio⁶². Altro esempio è l'applicazione di politiche di bilancio che favoriscono il trasferimento di utili da un esercizio con andamento positivo ad uno caratterizzato da andamento negativo⁶³, sia per migliorare le performance di periodi sfavorevoli sia per dilazionare il

⁵⁹ JENSEN M.C., MECKLING W.H., "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", cit., p. 305 ss.; ALCHIAM A.A., DEMSETZ H., "Production, information costs and economic organization", *The American Economic Review*, 1972, 65(5), p. 777 ss. SHAVELL S., "Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship", *The Bell Journal of Economics*, 1979, 10(1), p. 55 ss.; FAMA E., "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The Journal of Political Economy*, 1980, 88(2), p. 288 ss.; FAMA E., JENSEN M., "Separation of Ownership and Control", *The Journal of Law and Economics*, 1983, 26(2), p. 301 ss.; RASMUSEN E., "Moral Hazard in Risk-Averse Teams", *The RAND Journal of Economics*, 1987, 18(3), p. 428 ss.; LEVINTHAL D., "A Survey of Agency Models of Organization", *Journal of Economic & Organization*, 1988, 9(2), p. 153 ss.; PRENDERGAST C., "What Trade-Off of Risk and Incentives?", *American Economic Review*, 2000, 90(2), p. 421 ss.; ROSS S.A., "Compensation, Incentives, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness", *The Journal of Finance*, 2004, 59(1), p. 207 ss.

⁶⁰ BEATTIE V., THOMSON S., *Intellectual capital reporting: academic utopia or corporate reality in a brave new world?*, Institute of Chartered Accountants OF Scotland (ICAS), Edinburgh, 2010, p. 11.

⁶¹ MATA CENA A., *Introduzione allo studio del bilancio d'esercizio*, Clueb, Bologna, 1979, p. 125; HEALY P., "The Impact of Bonus Schemes on the Selection of Accounting Principles", *Journal of Accounting and Economics*, 1985, 7, p. 85 ss.; DECHOW P., SLOAN R., "Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation", *Journal of Accounting and Economics*, 1991, 14, p. 51 ss.; DYE R., VERRECCHIA R., "Discretion vs. Uniformity: Choices Among GAAP", *The Accounting Review*, 1995, 70, p. 389 ss.; BURGSTALLER D., DICHEV I., "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses", *Journal of Accounting and Economics*, 1997, 24, p. 99 ss.

⁶² DEFOND M.L., PARK C.W., "Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 1997, 23, p. 115 ss.; FIELDS T., LYS T., VINCENT L. "Empirical Research on Accounting Choice", *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31 (1-3), p. 255 ss.

⁶³ GUIDRY F., LEONE A.J., ROCK S., "Earnings-based Bonus Plans and Earnings Management by Business-unit Managers", *Journal of Accounting and Economics*, 1999, 26, p. 113 ss.

carico fiscale⁶⁴. Ciò potrebbe portare ad un innalzamento della remunerazione dei manager, anche in virtù di eventuali piani di stock options da essi posseduti⁶⁵. Altri atteggiamenti opportunistici possono coinvolgere il rapporto tra il management e le parti esterne, in modo particolare le autorità governative, i finanziatori ed altri stakeholder, al fine di evitare attenzioni troppo marcate sull'operato aziendale e successive attività di verifica sullo stesso⁶⁶.

In tale contesto, può avvenire che vi sia una asimmetria informativa tra il principale e l'agente, tanto da condurre quest'ultimo a sfruttare le informazioni di cui dispone ai danni del principale. Ne consegue una possibile penalizzazione del valore economico dell'azienda, a causa della condotta opportunistica del management e dei costi sostenuti dall'azienda legata alla sua attività di controllo dell'operato dei manager⁶⁷. Una politica comunicativa contribuisce a ridurre la suddetta asimmetria informativa, portando ad un beneficio nella gestione del rapporto tra le parti; allo stesso tempo, l'informativa prodotta favorisce una maggiore chiarezza a beneficio degli interlocutori, i quali possono meglio interpretare l'operato degli organi di comando⁶⁸. Gli effetti negativi della separazione tra la proprietà dell'azienda (il principale) ed il suo management (l'agente) sono maggiormente visibili nelle aziende di grandi dimensioni, le quali sono maggiormente esposte agli interessi degli stakeholder⁶⁹;

⁶⁴ SCHOLES M.S., WILSON G.P., WOLFSON M.A., "Firms' Responses to Anticipated Reduction in Tax Rates: The Tax Reform Act of 1986", *Journal of Accounting Research*, 1992, 30, p. 161 ss.

⁶⁵ WATTS R., ZIMMERMAN J., "Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective", *The Accounting Review*, 1990, January, p. 131 ss.; CHRISTIE A.A., ZIMMERMAN J.L., "Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures: Corporate Control Contests", *The Accounting Review*, 1994, 69, p. 539 ss.; YOUNG S., "The Determinants of Managerial Accounting Policy Choice: Further Evidence for the UK", *Accounting and Business Research*, 1998, 28 (2), p. 133 ss.; BUSHEE B., "Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?", *Contemporary Accounting Research*, 2001, 18, p. 207 ss.; GIACOSA E., *IFRS 2 Pagamento basato su azioni*, cit.

⁶⁶ ELDENBURG L., SODERSTROM N., "Accounting System Management by Hospitals Operating in a Changing Regulatory Environment", *The Accounting Review*, 1996, 71, p. 23 ss.; DOUKAS J., MCNIGHT P., PANTZALIS C., "Security Analysis, Agency Costs and UK Firm Characteristics", *International Review of Financial Analysis*, 2005, 14, p. 493 ss.

⁶⁷ LAMONT O., "Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets", *Journal of Finance*, 1997, 52, p. 83 ss.; SHIN H., STULZ R., "Are Internal Capital Markets Efficient?", *Quarterly Journal of Economics*, 1998, 113, p. 531 ss.; RAJAN R., SERVAES H., ZINGALES L., "The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment", *Journal of Finance*, 2000, 55, p. 35 ss.

⁶⁸ GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, cit., p. 15 ss.

⁶⁹ JENSEN M., MURPHY K., "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, 1990, 98(2), p. 225 ss.; NDUBIZU G., TSETSEKOS G., "Functional Currency

b) *Signalling Theory*⁷⁰: l'informativa volontaria permette all'azienda di incrementare la propria visibilità all'esterno rispetto a quella dei concorrenti, anche grazie alla evidenziazione dei propri punti di forza. L'impresa punta a differenziarsi dai concorrenti, fornendo segnali positivi in merito alle proprie abilità manageriali ed alle conseguenti performance raggiunte⁷¹. Ciò migliora la sua capacità di approvvigionamento delle risorse finanziarie e di altra natura di cui necessita. L'effetto congiunto della *Signalling Theory* e della *Agency Theory* rende possibile osservare il comportamento dell'impresa adottato nel processo di comunicazione economico-finanziaria e, allo stesso tempo, permette una migliore comprensione dell'informativa di bilancio⁷²;

c) *Legitimacy Theory*⁷³: l'informativa volontaria ha l'obiettivo di legittimare l'impresa e la sua attività nel mercato⁷⁴, sia nei confronti degli stakeholder sia dei competitors⁷⁵, migliorando la percezione esterna della sua reputazione⁷⁶.

Smoothing and Managerial Incentives: An Empirical Test", *The International Journal of Accounting*, 1992, 27, p. 27 ss.

⁷⁰ ECCLES R., HERTZ R., KEEGAN M., PHILLIPS D., *The Value Reporting Revolution*, cit.

⁷¹ BHUSHAN R., "Collection of Information About Publicly Traded Firms: Theory and Evidence", *Journal of Accounting and Economics*, 1989, 11, p. 183 ss.; BHUSHAN R., "Firm Characteristics and Analyst Following", *Journal of Accounting and Economics*, 1989, 11, p. 255 ss.; LANG M., LUNDHOLM R., "Voluntary Disclosure During Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock?", *Contemporary Accounting Research*, 2000, Winter, p. 623 ss.; WATSON A., SHRIVES P., MARSTON C., "Voluntary Disclosure of Accounting Ratios in the UK", *British Accounting Review*, 2002, 34 (4), p. 289 ss.

⁷² MORRIS R., "Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice", *Accounting and Business Research*, 1987, 18(69), p. 47 ss.; IATRIDIS G., *Implementation of International Financial Reporting Standards and the Quality of Financial Statement Information; An Investigation of Earnings Management and Value Relevance*, ERIM Research Seminar, Maggio 2009, Erasmus University.

⁷³ DOWLING J., PFEFFER J., "Organizational legitimacy: social values and organizational behaviour", *Pacific Sociological Review*, 1975, 18(1), p. 122 ss.; PFEFFER J., SALANICK G.R. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Harper & Row, New York, 1987. LINDBLOM C.K., "The implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure", paper presented at the Critical Perspectives on Accounting Conference, New York, 1993; BROWN N., DEEGAN C., "The public disclosure of environmental performance information – a dual test of media agenda setting theory and legitimacy theory", *Accounting and Business Research*, 1998, 29(1), p. 21 ss.; MOBUS J.L., "Mandatory environmental disclosures in a legitimacy theory context", *Accounting, Auditing, and Accountability Journal*, 2005, 18(4), p. 492 ss.

⁷⁴ SUCHMAN M.C., "Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches", *Academy of Management Journal*, 1995, 20(3), p. 571 ss.

⁷⁵ HYBELS R.C., "On Legitimacy, Legitimation, and Organizations: A Critical Review and Integrative Theoretical Model", *Academy of Management Journal*, Special Issue: Best Papers

La reputazione, anche in un'ottica comparativa con altre imprese⁷⁷, impatta notevolmente sull'immagine, sulla stima e sul prestigio che gli interlocutori hanno dell'azienda⁷⁸. Per migliorare tale reputazione, quindi, l'azienda potrebbe puntare su una differenziazione rispetto ai concorrenti, sforzandosi di far emergere le proprie scelte strategiche in termini di crescita ed innovazione ed i risultati derivanti dalle stesse⁷⁹.

5.4. I costi dell'informativa volontaria

I costi dell'informativa volontaria vengono sostenuti sia in un lasso temporale di breve periodo sia in quello di lungo termine, andando a bilanciare i benefici precedentemente esaminati. Grazie al supporto della contabilità analitica⁸⁰, è

Proceedings, 1995, p. 241 ss.; CAUDILL E., *Darwinian Myths: The Legends and Misuses of a Theory*, Knoxville, University of Tennessee Press, 1997; O'DONOVAN G., "Environmental Disclosures in the Annual Report: Extending the Applicability and Predictive Power of Legitimacy Theory", *Accounting, Auditing and Accountability*, 2002, 15(3), p. 344 ss. DEEGAN C., "Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures – a theoretical foundation", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 2002, 15(3), p. 282 ss.

⁷⁶ TOMS J.S., "Firm resources, quality signals and the determinants of corporate environmental reputation: some UK evidence", *British Accounting Review*, 2002, 34(3), p. 257 ss.

⁷⁷ DEEPHOUSE D.L., CARTER S.M., "An examination of differences between organizational legitimacy and organizational reputation", cit., p. 329 ss.

⁷⁸ SHENKAR O., YUCHTMAN-YAAR E., "Reputation, image, prestige, and goodwill: an interdisciplinary approach to organizational standing", *Human Relations*, 1997, 50, p. 1361 ss.

⁷⁹ MAZZOLA P., RAVASI D., GABBIONETA C., "How to build reputation in financial markets", *Long Range Planning*, 2006, 39(4), p. 385 ss.

⁸⁰ La letteratura si è lungamente interessata della contabilità analitica. Senza l'obiettivo di essere esaustivi, si fa rimando alle seguenti opere. SAITA M., *Il sistema amministrativo evoluto. Sistema civilistico, sistema gestionale. Teoria e caso con il personal computer*, McGraw-Hill, Milano, 1988; ZANGRANDI A., *Responsabilità nella gestione dei servizi sanitari. Il ruolo della contabilità analitica*, in BORGONOV E. (a cura di), *Il controllo economico nelle aziende sanitarie*, Egea, Milano, 1990; BERGAMIN BARBATO M., *Programmazione e controllo in un'ottica strategica*, Utet, Torino, 1991; SOSTERO U., *Analisi dei costi: le logiche di attribuzione*, Cedam, Padova, 1991; LIBERATORE G., PERSIANI N., *Contabilità analitica per le decisioni economiche*, Cedam, Padova, 1995; CINQUINI L., *Elementi di analisi e determinazione dei costi*, Il Borghetto, Pisa, 1995; SALVIONI D.M., *Il sistema di controllo della gestione*, Giappichelli, Torino, 1997; ANTONELLI V., CERBIONI F., *Le origini dell'analisi dei costi in economia aziendale: prime osservazioni*, Dipartimento di economia aziendale E. Giannessi, Università di Pisa, 1997; MARI L.M., TIEGHI M., CAVAZZONI G., *Analisi e contabilità dei costi nelle imprese turistiche*, Pitagora, Bologna, 2001; SALVIONI D.M. (a cura di), *Introduzione all'analisi dei costi*, Giappichelli, Torino, 2002; BOCCHINO U., SERINI F., TUROLLA A., *Contabilità e controllo dei costi: casi e*

possibile distinguere tali costi tra quelli diretti e quelli indiretti dell'attività comunicativa⁸¹:

a) costi diretti: essi rappresentano un effetto immediato del processo di comunicazione, ossia derivano dall'attività di predisposizione, controllo e pubblicazione dei dati prodotti;

b) costi indiretti: essi sono conseguenza indotta e condizionata dell'evento principale, ossia la produzione e diffusione di informazioni. Rientrano nei costi indiretti i seguenti oneri⁸²:

– costi competitivi: essi derivano dall'aver comunicato ai competitor una serie di elementi riguardanti l'attività aziendale e le sue scelte strategiche, in modo particolare in quei settori dove la competizione si basa sul fattore prezzo⁸³. A generare costi competitivi sono le informazioni "comuni"⁸⁴, ossia quelle che, quando comunicate ai concorrenti, vengono assimilate dagli stessi e poi utilizzate. Al contrario, le informazioni "specifiche" non comportano oneri competitivi, in quanto non possono essere sfruttate dai concorrenti (si pensi alla comunicazione circa un risultato dell'attività della ricerca e sviluppo protetto da brevetto). Nell'ambito di quelle comuni, rientrano quelle informazioni volte a comunicare una elevata redditività del settore o del mercato di appartenenza dell'azienda: l'effetto è quello di attirare la concorrenza, che potrebbe interessarsi

problemi, Giuffrè, Milano, 2003; CINQUINI L., *Fondamenti di cost accounting*, Giappichelli, Torino, 2003. POZZOLI, S., TOMASSINI N., *Analisi dei costi e distribuzione commerciale*, Cedam, Padova, 2003; CERBIONI, F., *Cost and management accounting in prospettiva storica: approcci, sviluppi e applicazioni*, Milano, McGraw-Hill, [2005]; BRUSA L., *Analisi e contabilità dei costi*, Giuffrè, Milano, 2009. TOMMASETTI, A., BISOGNO M., *I costi preventivi e consuntivi nelle decisioni d'impresa*, FrancoAngeli, Milano, 2011.

⁸¹ MAUTZ R.K., MAY W.G., "Financial Disclosures in a Competitive Economy", Financial Executives Research Foundation, New York, 1978, p. 47.

⁸² ELLIOTT R.K., JACOBSON P.D., "Costs and benefits of business information disclosure", *Accounting Horizons*, 1994, 8(4), p. 80 ss.; YONG-CHUL S., "The Effect of Product Market Competition on Corporate Voluntary Disclosure Decisions", cit., p. 6 ss.; QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, cit., p. 70 ss.; QUAGLI A., *L'informativa volontaria: finalità, tratti caratteristici e modelli di riferimento*, cit., p. 25; GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, cit., p. 36 ss.

⁸³ DYE R.A., "Disclosure of non-proprietary information", *Journal of Accounting Research*, 1985, 23, p. 123 ss.; WAGENHOFER A., "Voluntary disclosure with a strategic opponent", *Journal of Accounting and Economics*, 1990, 12(4), p. 341 ss.

⁸⁴ FRIED D., "Incentives for Information Production and Disclosures in a Duopolistic Environment", *The Quarterly Journal of Economics*, May 1984.

ad un futuro ingresso nello stesso⁸⁵. Se l'atteggiamento preminente è quello di mantenere una certa riservatezza, soprattutto con riferimento alle informazioni sensibili aziendali, allo stesso tempo un certo confronto con la concorrenza genera consapevolezza delle condizioni di operatività dei competitors, rendendo utile un approccio di benchmarking⁸⁶;

– *bargaining cost*: sono quegli oneri dovuti alla disponibilità, da parte dei clienti, fornitori e dipendenti, di informazioni sull'azienda che possono aumentare il loro vantaggio competitivo nei confronti della stessa. Si pensi alla situazione nella quale i dipendenti, venendo a conoscenza di circostanze particolarmente favorevoli relative allo stato di salute prospettico dell'azienda, chiedano un innalzamento del livello retributivo⁸⁷ oppure ai big buyer, i quali possono essere fortemente sensibilizzati da un cattivo andamento aziendale;

– *litigation cost*⁸⁸: sono quegli oneri dovuti a cause giudiziarie promosse da interlocutori aziendali, i quali avevano effettuato delle scelte decisionali basandosi sulle informazioni obbligatorie, poi contraddette da quelle volontarie⁸⁹;

– costi di continuità dell'informativa volontaria: essi sono legati alla costituzione di un canale che permetta la comunicazione con l'esterno e, successivamente, al suo funzionamento continuo. Sarebbe, infatti, controproducente non mantenere il livello di informativa che il mercato si attende⁹⁰;

– costi legati alla perdita di interesse da parte dei *market makers*⁹¹ nei confronti dell'azienda: i *market makers* sono gli intermediari che, facendo ricorso

⁸⁵ CAPALDO P., *L'autofinanziamento nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1968, p. 72.

⁸⁶ RIPARBELLI A., *Le comparazioni aziendali ed interaziendali*, in *Rivista Italiana di Ragioneria*, luglio 1969, p. 217.

⁸⁷ BARZEL Y., "Measurement cost in the organization of markets", *Journal of Law and Economics*, 1982, 25(1), p. 27 ss.; KENNEY R., KLEIN B., "The economics of block booking", *Journal of Law and Economics*, 1983, 26, p. 497 ss.; WERNERFELT B., "On the nature and scope of the firm: An adjustment-cost theory", *Journal of Business*, 1997, 70, p. 489 ss.; ALT J., SHEPSON K. (eds.), "Bargaining costs, influence costs, and the organization of economic activity", *Perspectives on Positive Political Economy*, Cambridge University Press, Cambridge, 1990; WERNERFELT B., *Indirect adjustment-costs in firms and markets*, Mimeographed, Cambridge, Mass.: Massachusetts Institute of Technology, 2000.

⁸⁸ DYE R.A., "Disclosure of non-proprietary information" cit., p. 123 ss.

⁸⁹ FRANCIS J., PHILBRICK D., SCHIPPER K., "Shareholder litigation and corporate disclosures", *Journal of Accounting Research*, 1994, 32(2), p. 137 ss.

⁹⁰ MILLER G., "Earnings performance and Discretionary Disclosure", *Journal of Accounting Research*, 2002, 40(1), p. 173 ss.

⁹¹ DIAMOND D.W., VERRECCHIA R.E., "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital", cit., p. 1325 ss.

alla loro conoscenza sull'azienda, sono protagonisti in una serie di frequenti contrattazioni del titolo⁹². Nel momento in cui l'entità dell'informativa di dominio pubblico si incrementa, essi perdono quella parte di forza contrattuale legata alla conoscenza informativa rispetto agli altri soggetti investitori, con un probabile disinteresse per l'azienda.

I fautori di una limitata informativa volontaria supportano la propria impostazione mettendo in luce i costi della politica comunicativa, la disponibilità di informazioni rese ai concorrenti, attuali e potenziali, oltre ad una eventuale diminuzione del valore dell'azione in concomitanza di una quotazione⁹³. Inoltre, non in rari casi, vengono riscontrati dei timori legati al rischio di danneggiare la fiducia dei finanziatori o di generare aspettative, poi disattese, sull'entità dei dividendi⁹⁴. Allo stesso tempo, è stato sostenuto che un'informativa volontaria non crea, nel lungo periodo, alcun vantaggio all'impresa⁹⁵: l'azienda genera un forte interesse soprattutto da parte dei soggetti interessati all'attività di trading, portando ad una marcata volatilità del prezzo delle azioni. Inoltre, non essendo legata ad un dettato informativo, la comunicazione volontaria presenta, tra le varie problematiche, quella dell'affidabilità.

Al fine di incrementare l'attendibilità della propria comunicativa volontaria e dei giudizi sulla stessa formulati⁹⁶, l'azienda deve puntare ad un atteggiamento di correttezza mantenuto negli anni, facilitando la verifica esterna dei dati rispetto ai comportamenti gestionali assunti. Inoltre, è indispensabile che l'informativa volontaria accresca il bagaglio informativo degli interlocutori, creando un'utilità per gli stessi. Altra possibilità è quella di sottoporre l'informativa volontaria ad un controllo esterno, ossia di certificazione, ma tale procedura è assai costosa per le imprese⁹⁷. Si aggiunge, inoltre, che, a differenza di altri beni economici, la maggior parte dei costi di produzione dell'informativa è a carico dell'azienda che la produce, mentre a beneficiarne, oltre all'azienda, vi sono anche gli utilizzatori, i quali costituiscono i destinatari del processo informati-

⁹² COLLER M., LOMBARDI YOHN T., "Management Forecasts and Information Asymmetry: An Examination of Bid-Ask Spreads", *Journal of Accounting Research*, 1997, 35(2), p. 181 ss.

⁹³ GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, cit., p. 31.

⁹⁴ CODA V., *Trasparenza dei bilanci di esercizio e principi contabili*, cit., p. 186.

⁹⁵ PINCHES G., *Essential of Financial Management*, Harp&Row, New York, 1990.

⁹⁶ FERRERO G., *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, 1966, p. 67.

⁹⁷ BINDA L., *La comunicazione economico-finanziaria e le nuove tecnologie*, FrancoAngeli, Milano, 2008, p. 102.

vo⁹⁸. Ne consegue che l'informazione deve essere utile in relazione ai costi generati dalla sua raccolta o produzione⁹⁹.

Le società italiane hanno dimostrato, nel tempo, una sorta di reticenza nel fornire una *full disclosures*. Ciò è intensificato dal fatto che l'apertura del capitale al mercato è limitato. Il tessuto italiano è costituito, infatti, da un 95% di imprese con meno di dieci dipendenti, con una forte diffusione del fenomeno delle imprese familiari. Nelle imprese familiari, il controllo del nucleo familiare sull'operato dell'impresa tende a bloccare lo sviluppo di una completa informativa finanziaria; al contrario, nelle *public companies*, la governance è gestita dal management, che deve produrre agli azionisti una informativa tendenzialmente più completa. Inoltre, in esso la capitalizzazione delle aziende quotate in borsa sul prodotto interno lordo è alquanto basso, se confrontata con quella di altri Paesi europei: in Italia, tale rapporto è pari al 25%, in Germania esso è pari al 32%, in Spagna è del 71% e in Gran Bretagna del 93%. A ciò si somma il fatto che molte delle principali aziende italiane non sono quotate: si pensi a Ferrero, Barilla, Armani, Esselunga ed altre¹⁰⁰.

5.5. Le direttrici dell'informativa volontaria

Seppur sia impossibile catalogare le tipologie di informativa volontaria, data la discrezionalità della stessa e, quindi, la sua mutevolezza da azienda ad azienda, si può affermare che l'entità di tale informativa dipenda dall'ampiezza delle disclosures che l'azienda decide di produrre. Data la discrezionalità dell'informativa volontaria, non è verosimile articolare una classificazione degli oggetti informativi della stessa. Ciononostante, è possibile fornire delle "direzioni" o "direttrici" informative che conducono alla produzione della stessa, le quali sono tra loro collegate in quanto coinvolgono unitariamente il sistema impresa¹⁰¹:

- 1) la prima direttrice ha per oggetto le performance economico-finanziarie;
- 2) la seconda direttrice è legata al cosiddetto *performance measurement*;

⁹⁸ FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, SFAC Statement of Financial Accounting Concepts, n. 2, Qualitative Characteristics of Accounting Information, May 1980.

⁹⁹ GUATRI L., VICARI S., *Il Marketing*, cit., p. 724 ss.

¹⁰⁰ GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, cit., p. 14 su dati Mediobanca, ottobre 2009.

¹⁰¹ QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, cit., p. 75 ss.; QUAGLI A., *L'informativa volontaria: finalità, tratti caratteristici e modelli di riferimento*, cit., p. 30 ss.; BINDA L., *La comunicazione economico-finanziaria e le nuove tecnologie*, cit., p. 104 ss.; GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, cit., p. 17 ss.

3) la terza direttrice è dedicata all'analisi prospettica dell'operato aziendale.

Le suddette direttrici vengono approfondite di seguito, nell'ambito della successiva schematizzazione (Tabella 5.1).

Tabella 5.1. – Le direttrici dell'informativa volontaria

Oggetto informativo	Tipologia di informativa
Direttrice economico-finanziaria	Risultati di bilancio
	Risultati di natura monetaria non presenti nel bilancio
	Altri risultati di natura non monetaria
	Piano industriale
Direttrice del <i>performance measurement</i>	Informativa di natura tecnico-fisica
	<i>Intangibles</i>
	Informativa socio-ambientale
Direttrice prospettica	Informativa previsionale

Fonte: Elaborazione personale.

5.5.1. La direttrice economico-finanziaria

Tale informativa è inerente a specifici aggregati, quali le linee produttive, le divisioni o le aree geografiche, al fine di fornire una descrizione più puntuale circa i risultati conseguiti dalle varie unità rispetto a quanto presente a livello globale nel bilancio d'esercizio. Se l'informativa obbligatoria è volta alla sfera economico-finanziaria, quella volontaria ha l'obiettivo di approfondire tale informativa in un'ottica di maggiore dettaglio, nel rispetto dei principi di chiarezza e di trasparenza.

Esempi di informativa volontaria in chiave economico-finanziaria sono i seguenti:

- risultati monetari e risultati non monetari;
- piano industriale.

5.5.1.1. Risultati monetari e risultati non monetari

L'informativa volontaria può orientarsi sui risultati di natura monetaria presenti nel bilancio, permettendo un maggior grado di dettaglio rispetto a quanto indicato dall'informativa obbligatoria. Possono essere impiegati dei risultati intermedi, una riclassificazione dei prospetti di bilancio, nonché una presentazione commentata degli indicatori derivanti dall'analisi del bilancio. Vi rientrano anche altri documenti, quali i budget, i piani di impresa ed altre relazioni ad essi collegati. Inoltre, l'informativa volontaria può avere per oggetto altri risultati di natura monetaria, non presenti nel bilancio: si pensi all'EVA nell'ambito degli indicatori di creazione del valore.

In aggiunta, l'informativa volontaria può avere per oggetto i risultati di natura non monetaria, che influiscono su quelli di natura economico-finanziaria: alcuni di questi rientrano nell'ambito dei cosiddetti risultati competitivi, i quali sono volti ad evidenziare il posizionamento dell'impresa nei confronti dei concorrenti (si pensi alla quota di mercato posseduta). Ad esempio, la riduzione del fatturato derivante dall'estero può essere un sintomo della ridotta competitività sui mercati internazionali¹⁰².

Altri risultati sono legati ai risultati di processo, i quali riflettono i rendimenti ottenuti sotto il profilo della qualità e del tempo (come lo sfruttamento della capacità produttiva, l'entità dei resi di produzione e gli sprechi derivanti dalla linea produttiva).

5.5.1.2. Piano industriale

Il piano industriale chiarisce le intenzioni strategiche del management in merito alle strategie competitive aziendali, i comportamenti che saranno seguiti con l'obiettivo di conseguire gli obiettivi strategici, lo sviluppo dei *key value driver* e dei risultati che l'azienda si attende¹⁰³. Di conseguenza, il documento assume una rilevanza estrema, in quanto esso possiede un "ruolo vitale" nell'ambito della gestione aziendale. Esso ha un ruolo informativo sia per il management, in quanto è la raffigurazione della propria vision, sia per i membri del Consiglio di Amministrazione o del Consiglio di Gestione, in quanto permette loro di porre in essere la funzione di indirizzo e di controllo sull'operato aziendale, sia per l'impresa nel suo complesso, in quanto esso è volto all'approv-

¹⁰² DEPPERU D., *Competitività internazionale delle imprese: determinanti, misure, percorsi di successo*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2006.

¹⁰³ MAZZOLA P., *Il piano industriale*, Università Bocconi editore, Milano, 2003.

vigionamento delle risorse umane e finanziarie¹⁰⁴. Tale documento viene, quindi, impiegato nell'ambito della pianificazione strategica nell'ottica di migliorare la bontà delle finalità strategiche del management e guidare le condotte realizzative successive, ottimizzando le performance aziendali.

Sotto il profilo terminologico, e in coerenza con i Regolamenti di Borsa Italiana, è possibile considerare il termine "*business plan*" come sinonimo di "piano industriale". Nonostante con il termine "*business plan*" si intenda spesso quel documento che viene redatto all'avvio di una nuova iniziativa imprenditoriale, ossia nella fase di start-up, la prassi spesso impiega lo stesso come sinonimo di piano industriale.

Quando una società intende quotarsi sul mercato regolamentato italiano, essa è tenuta a presentare a Borsa Italiana il Piano industriale. In tale ambito, il piano industriale non deve essere visto in un'ottica differente: esso deve essere elaborato nel rispetto delle medesime logiche seguite in fase di pianificazione. Data la rilevanza dell'informativa derivante dal piano industriale, Borsa Italiana S.p.A. ha elaborato nel 2003 la "Guida al Piano Industriale", destinata alle società che si candidano per la quotazione nei mercati regolamentati organizzati e gestiti da Borsa Italiana (nel rispetto del "Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A." e del "Regolamento del Nuovo Mercato Organizzato e Gestito da Borsa Italiana S.p.A.").

La "Guida al Piano industriale" di Borsa Italiana prende atto della Guida al business plan, predisposta nel 2002 da Aiaf (Associazione Italiana Analisti Finanziari), in collaborazione con IBAN (Italian Business Angels Network) e PricewaterhouseCoopers.

La Guida non vuole introdurre un modello standard "rigido e onnicomprensivo" valevole per tutte le aziende, in quanto le specificità aziendali e le circostanze esterne sono differenti; al contrario, essa ha l'obiettivo di illustrare i principi generali che debbono essere seguiti nella redazione dello stesso. Tale guida vuole coadiuvare le aziende nella predisposizione del piano industriale che deve essere presentato a Borsa Italiana ai fini della sua quotazione; esso viene, quindi, utilizzato da Borsa Italiana per valutare tale richiesta di quotazione. Al fine di facilitare il processo di quotazione e di migliorare il processo comunicativo tra Borsa Italiana, lo Sponsor (ossia il soggetto che coadiuva la società emittente nella fase di ammissione alla quotazione e che rilascia una dichiarazione relativa ai dati previsionali contenuti nel piano industriale) e la società quotanda¹⁰⁵, la Guida formula uno "standard di riferimento" omogeneo di

¹⁰⁴ BORSA ITALIANA S.p.A., *Guida al piano industriale*, Borsa Italiana, Milano, 2003, p. 7 ss.

¹⁰⁵ BORSA ITALIANA S.p.A., *Guida al piano industriale*, cit., p. 8.

piano industriale con riferimento ai contenuti e alle modalità di conduzione delle *due diligence* sulla società quotanda da parte dello Sponsor.

Il piano industriale rappresenta un altro esempio di informativa volontaria sotto il profilo formale, ma obbligatoria sotto quello sostanziale. Infatti, la Guida afferma che il piano deve essere redatto nel rispetto delle disposizioni da essa indicate, allorquando la società debba presentarlo a Borsa Italiana ai fini della sua quotazione.

La valenza del piano industriale diventa non soltanto formale, ma anche sostanziale: esso assolve ad un obbligo informativo, quando la società è quotanda, in quanto esso fa parte dell'informativa finanziaria che la società deve produrre per accedere all'IPO, per strutturare *l'analyst presentation* e il *road show*. Allo stesso tempo, esso diventa un utile strumento di gestione anche in una fase successiva alla quotazione, in quanto esso può essere utilizzato per soddisfare successive esigenze, rappresentando una sorta di guida nelle principali scelte operative (si pensi all'ingresso in nuovi mercati, all'inserimento di nuovi prodotti, all'impiego di nuovi canali distributivi, all'attività di approvvigionamento delle risorse necessarie di differente natura). In aggiunta, la Guida precisa che l'obiettivo primario del piano industriale è quello di individuare la modalità secondo la quale ha luogo la creazione di valore per gli azionisti, nell'ambito di un orizzonte di lungo periodo¹⁰⁶.

Con riferimento al contenuto, la Guida dispone che il piano industriale si fondi su elementi qualitativi e quantitativi, non separabili senza compromettere la validità dello stesso. A titolo esemplificativo, viene ribadito che la mancanza di una attenta illustrazione della strategia sottrae ai risultati economico-finanziari il loro pieno significato, facendoli diventare essenzialmente delle proiezioni di tendenze storiche, peraltro verificabili soltanto a posteriori. Allo stesso tempo, un piano industriale carente sotto il profilo quantitativo perderebbe la sua utilità in fase preventiva, con modesta possibilità di essere successivamente ampliato ed integrato.

La Guida dispone che il piano industriale si articoli come segue¹⁰⁷ (Figura 5.2):

a) la strategia realizzata: il piano industriale deve contenere una rappresentazione dell'attuale impostazione strategica, della fase del ciclo di vita che caratterizza la società quotanda, nonché di una eventuale necessità (o opportunità) di cambiare la strategia corrente in relazione a minacce/opportunità derivanti dal contesto esterno e/o ai risultati dell'attività di benchmarking condotta sui

¹⁰⁶ BORSA ITALIANA S.p.A., *Guida al piano industriale*, cit., p. 11.

¹⁰⁷ Per maggiori dettagli, si rimando al testo integrale della Guida. BORSA ITALIANA, *Guida al piano industriale*, cit., p. 16 ss.

concorrenti. Ne consegue che la strategia realizzata identifica il posizionamento dell'impresa per effetto delle valutazioni e della condotta passata. Con riferimento alla stessa, il piano industriale dovrebbe chiarire il nesso tra le principali scelte strategiche attuate ed i risultati raggiunti in passato, anche riferendosi a quelle decisioni gestionali che hanno ottenuto le migliori performance e fornendo una quantificazione della bontà qualitativa della strategia realizzata. Quanto avvenuto in passato può, infatti, influenzare le prossime intenzioni della società in ottica strategica. Tale strategia realizzata dovrebbe essere esplicitata con riferimento alle scelte corporate e su singole ASA, con evidenziazione delle performance conseguite in ogni ASA;

b) le intenzioni strategiche: il piano industriale deve contenere una esplicitazione dettagliata delle intenzioni strategiche¹⁰⁸, ossia delle scelte dichiarate dal management in merito al campo nel quale si svolgerà l'attività dell'impresa, alla crescita da perseguire, al ruolo che l'azienda intende occupare nell'ambito del quadro competitivo. L'informativa sulle intenzioni strategiche, che debbono essere fornite a livello corporate e di ASA (se la società opera con differenti ASA), hanno lo scopo di comprendere le modificazioni richieste alla strategia prefissata, nonché il grado di accettabilità delle stesse con i risultati che l'azienda si è prefissata. In tal modo, diventa possibile chiarire il ruolo che la società si attende di rivestire nell'ambito del proprio settore di riferimento, la sua *value proposition* (ossia le ragioni per le quali la clientela dovrebbe preferire la gamma produttiva dell'azienda) e le modalità con le quali essa punta a raggiungere un vantaggio competitivo rispetto alla concorrenza;

c) l'*Action plan*: è la parte del piano industriale che, seppur in modo sintetico, illustra le principali direttive con le quali l'azienda attua il suo progetto strategico. L'*Action plan* ha il compito di rendere maggiormente concrete e attendibili le intenzioni strategiche precedentemente illustrate; con esso, il management ha la possibilità di dimostrare agli interlocutori di aver preventivamente fissato le mosse principali con le quali realizzare il piano strategico. A tal fine, l'*Action plan* deve contenere almeno i seguenti aspetti:

- le azioni che permettono di realizzare le intenzioni strategiche, esplicitandone le tempistiche e l'impatto in chiave economico-finanziaria per la loro implementazione;
- l'illustrazione degli investimenti che verranno effettuati, con particolare riferimento all'ammontare, alla tipologia, alle tempistiche e all'influenza degli stessi sulle poste patrimoniali;

¹⁰⁸ CANZIANI A., *La strategia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1984, p. 114 ss.

- l’influenza organizzativa di ogni azione con riferimento al *business model*, alla struttura manageriale ed a quella delle risorse umane, all’orizzonte geografico di riferimento, ai canali distributivi;
- le azioni eventualmente da porre in essere sul portafoglio prodotti/servizi/brand;
- gli interventi con i quali l’azienda ricerca una eventuale mutazione del proprio target di clientela;
- l’individuazione dei manager ai quali viene affidata la responsabilità delle azioni programmate;
- ogni eventuale situazione o vincolo che possa condizionare la realizzabilità delle suddette azioni;

d) le ipotesi: la società deve indicare i criteri con i quali, sulla base delle intenzioni strategiche e dell’*Action Plan*, sono stati definiti gli obiettivi quantitativi in termini di *financial performance* per gli anni successivi. Questo passaggio assume una estrema importanza, in quanto permette di chiarire i presupposti alla base della definizione dei dati economico-finanziari previsionali, oltre ad accertarne la fondatezza delle assunzioni effettuate. A tal fine, la formulazione delle ipotesi ha luogo mediante l’analisi storica degli ultimi tre esercizi;

e) i dati finanziari prospettici: tale parte ha il compito di evidenziare i dati finanziari sull’orizzonte temporale futuro di riferimento, in coerenza con il progetto strategico. Al fine di comprendere il contributo al raggiungimento degli obiettivi prefissati, la quantificazione dei dati finanziari deve dettagliare il ruolo di ogni ASA, area funzionale, area geografica, canale distributivo, tipologia di cliente, prodotto e brand.

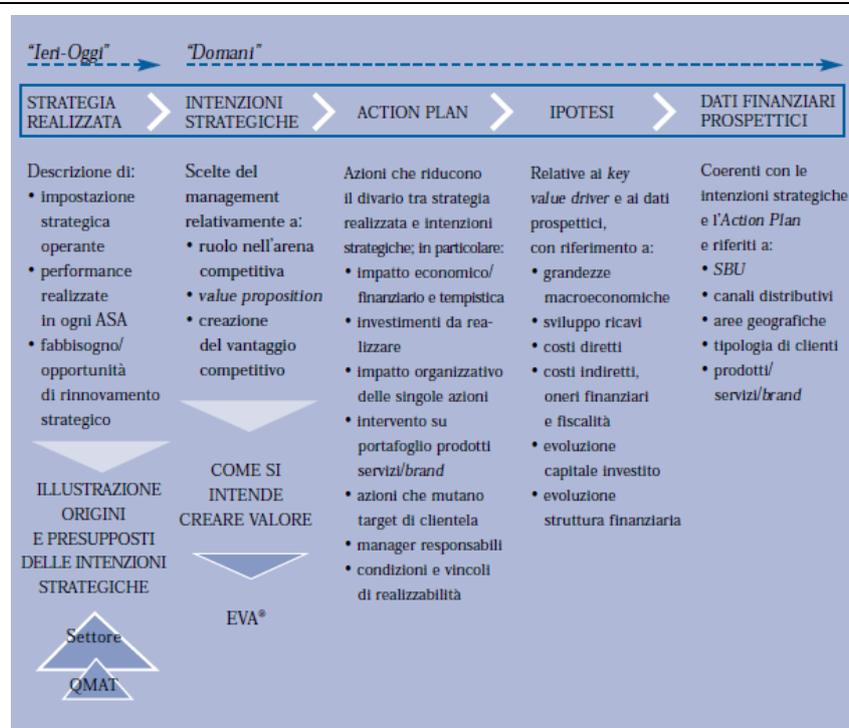
Alcuni autori hanno fornito degli approfondimenti sul piano industriale dell’impresa, con riferimento alla fase fisiologica del suo sviluppo¹⁰⁹, esaminando il tema delle “*prospective financial information*”¹¹⁰. In particolare, il piano industriale si basa essenzialmente su informazioni di natura strategica,

¹⁰⁹ AIFI, *Guida al business plan*, AIFI, Milano 2002. Borsa italiana, *Guida al piano industriale*, cit.; MAZZOLA P., *Il piano industriale*, cit.

¹¹⁰ A tal proposito, si fa rimando ad un documento del 2009 dell’AICPA (American Institute of Certified Public Accountant, www.aicpa.org) dal titolo “Prospective Financial Information”, le cui finalità sono di seguito brevemente sintetizzate: “This audit and accounting guide establishes guidelines for the preparation and presentation of financial forecasts and projections (referred to as prospective financial statements)”. American Institute of Certified Public Accountants, *Prospective Financial Information*, American Institute of Certified Public Accountants, New York, 2009, p. 3.

dalle quali deriva l'analisi finanziaria prospettica¹¹¹. L'approfondimento richiesto dalla Guida in chiave strategica ha il ruolo di delineare, da un lato, l'impatto della stessa sui risultati economico-finanziari passati (con riferimento alla strategia realizzata), delineando le cause che hanno condotto a tali risultati, e, dall'altro, le intenzioni strategiche future, le quali avranno una ripercussione sul quadro dei dati finanziari prospettici.

Figura 5.2. – L'articolazione del Piano industriale



Fonte: BORSA ITALIANA, *Guida al piano industriale*, cit., p. 17.

Come indicato precedentemente, il Piano industriale è un documento obbligatorio per una società che intende quotarsi nel mercato regolamentato italiano.

Indipendentemente dalla questione della quotazione, seppur esso rientri nell'ambito dell'informativa volontaria tale documento diventa obbligatorio in

¹¹¹ MAZZOLA P., *Il piano industriale*, cit., p. 13 ss.

senso sostanziale¹¹², poiché esso costituisce uno strumento di gestione di fondamentale importanza, utilizzabile per soddisfare differenti obiettivi. Esso rappresenta una sorta di guida strategica, che permette altresì di determinare i punti di forza e debolezza della strategia aziendale anche nell'ottica di determinare eventuali strategie alternative alla stessa. Inoltre, esso coadiuva la valutazione del processo decisionale e dei risultati che saranno ottenuti in futuro e, grazie alla sua valenza informativa, favorisce le relazioni con possibili partner e con importanti clienti, fornitori e distributori. Allo stesso tempo, è di ausilio nel reperire i finanziamenti a titolo di credito o di capitale di rischio.

5.5.2. La direttrice del *performance measurement*

Tale direttrice, che rappresenta un apprendimento della direttrice economico-finanziaria, è legata al cosiddetto *performance measurement*¹¹³. La letteratura si è concentrata su tale oggetto di osservazione¹¹⁴, volto ad integrare il potere informativo delle performance economico-finanziarie, in quanto fornisce un dettaglio interpretativo circa le cause che hanno portato al loro raggiungimento. In tale ambito, rientra la seguente informativa¹¹⁵:

- le performance di natura tecnico-fisica;
- gli *intangibles*;
- le performance in ambito sociale e ambientale.

¹¹² VENEZIANI M., *I modelli "istituzionali" nazionali rivolti alla comunità finanziaria*, in QUAGLI A., TEODORI C. (a cura di), *L'informativa volontaria per settori di attività*, FrancoAngeli, Milano, 2005, p. 62.

¹¹³ ITTNER C.D., LARCKER D.F., "Innovations in Performance Measurement: Trends and Research Implications", *Journal of Management Accounting Research*, 1998; HARBOUR J.L., *The basics of Performance Measurement*, 2nd ed., CRC Press, New York, 2009; NEELY A., "The performance measurement revolution: why now and what next?", *International Journal of Operations & Production Management*, 1999, 19(2), p. 205 ss.

¹¹⁴ La letteratura si è proficuamente concentrata sull'oggetto della performance measurement. Si fa rimando, tra le altre, alle seguenti opere: RICCABONI A., *La misurazione della performance dei centri di profitto: critica agli strumenti tradizionali e nuovi orientamenti d'indagine*, Cedam, Padova, 1989. BARALDI S., *Le performance manageriali: sistemi di misurazione e valutazione*, McGraw-Hill, Milano, 2000; GALEOTTI M., *Governo dell'azienda e indicatori di performance*, Giappichelli, Torino, 2006. RICCABONI A., BUSCO C., *Governo e gestione delle performance d'impresa*, Pearson Prentice Hall, Milano, 2010.

¹¹⁵ QUAGLI A., *L'informativa volontaria: finalità, tratti caratteristici e modelli di riferimento*, cit., p. 30 ss.

5.5.2.1. Performance di natura tecnico-fisica

Esse permettono di interpretare l'andamento dei risultati di natura economico-finanziaria. Ad esempio, una diminuzione del fatturato può essere meglio compresa anche grazie ad alcuni parametri di natura fisico-tecnica, tra i quali il tasso di difettosità dei prodotti. Un aumento dei costi produttivi, invece, può essere legato sia al tasso di difettosità dei prodotti sia al grado di obsolescenza della gamma produttiva.

Le performance di natura tecnico-fisica hanno una rilevanza anche interna, in quanto esse sono quelle utilizzate nell'ambito del controllo di gestione.

Alcune volte, tale informativa può risultare di difficile comprensione, in quanto questi indicatori non sono espressi in chiave monetaria oppure è di difficile intendimento la connessione tra gli indicatori in chiave sistemica.

5.5.2.2. Intangibles

L'investimento in *intangibles* costituisce un tassello fondamentale nell'ambito della strategia competitiva, in quanto essi rappresentano un patrimonio di credibilità¹¹⁶ nei confronti di alcune categorie di stakeholder, come i dipendenti, la clientela e gli investitori: si pensi alla conoscenza, alle potenzialità in termini di crescita, alle idee, al grado di imprenditorialità¹¹⁷ del management. Inoltre, tali *invisible asset*¹¹⁸ racchiudono una serie di capacità dell'impresa che, pur non manifestandosi in elementi tangibili, permette di esercitare un potere sul sistema distributivo, sui fornitori, sui clienti e sui competitor¹¹⁹. Se è innegabile che un'attività di ricerca e sviluppo avente per oggetto gli *intangibles* arrechi dei benefici¹²⁰, tale scelta aziendale presenta altresì una serie di rischi, in quanto, data la sua natura intrinseca, è di difficile individuazione il ritorno dell'investimento in fase di avvio dell'attività¹²¹.

La letteratura ha fornito una serie articolata di scritti che si sono focalizzati sul significato, sulla valenza e sulle tipologie di capitale intangibile. Tali studi non rientrano nell'oggetto del presente lavoro; al contrario, si farà riferimento all'analisi del processo comunicativo avente per oggetto gli *intangibles assets*.

La necessità di saper comunicare all'esterno la presenza del suddetto patri-

¹¹⁶ GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, cit., p. 75.

¹¹⁷ COLOMBO, G., *Gli studi di imprenditorialità*, Clueb, Bologna, 1988.

¹¹⁸ ITAMI H., *Mobilizing Invisible Assets*, Harvard University Press, Boston, 1987.

¹¹⁹ CORVI E., *La comunicazione aziendale*, Egea, Milano, 2007, p. 28.

¹²⁰ DEVECCHI C., *I costi di ricerca e sviluppo*, Giuffrè, Milano, 1979.

¹²¹ CAMPRA M., *L'economia delle aziende di software*, Giuffrè, Milano, 1994, p. 102.

monio ha indotto negli Stati Uniti la SEC (*Security Exchange Commission*), nei primi anni duemila, ad un atteggiamento di esortazione delle aziende nel produrre una informativa volontaria avente per oggetto le risorse immateriali, non soltanto sotto il profilo contabile. È stato elaborato un modello comunicativo denominato “*Intangibles Global Report*”¹²², il quale contempla, in modo integrato, variabili informative di natura economica, sociale, ambientale, umana e relazionale, avente come target di riferimento sia il management interno sia gli interlocutori esterni.

Per quanto concerne le aziende italiane, la tendenza a fornire una informativa in tale direzione è alquanto limitata; inoltre, i soggetti coinvolti nella comunicazione degli intangibles hanno affermato di comunicare in modo spesso incompleto e poco trasparente gli aspetti concernenti tali investimenti¹²³.

5.5.2.3. Performance in ambito socio-ambientale

Questa informativa è volta ad esaminare l’attitudine dell’azienda nel tutelare gli interessi di natura non economica, tra i quali si collocano quelli sociali e ambientali del contesto nel quale l’impresa opera. Ciò concorre a favorire l’ottenimento del consenso da parte degli interlocutori, grazie ad una immagine aziendale volta al raggiungimento, oltre degli obiettivi economico-finanziari, anche di altri di natura sociale e ambientale.

L’informativa socio-ambientale è indirizzata a quei soggetti che creano il consenso nei confronti del business aziendale, apportano risorse e sono portatori di interessi differenti da quelli di natura finanziaria (si pensi alla forza lavoro, alle organizzazioni sindacali, alla clientela, ai fornitori, alla pubblica amministrazione e, più in generale, alla collettività). Allo stesso tempo, però, essa è rivolta anche agli individui portatori di risorse e interessi monetari, i quali sono interessati ai riflessi della politica socio-ambientale sui risultati economico-finanziari dell’attività d’impresa¹²⁴.

La suddetta informativa, abbinata a quella di natura economico-finanziaria, contribuisce alla formazione del valore, poiché solo grazie al soddisfacimento degli interessi delle differenti categorie di interlocutori aziendali (ivi compresi gli interlocutori sociali diversi dai portatori di capitale) è possibile conseguire

¹²² VELTRI S., NARDO M.T., *Una proposta di reportistica integrata degli intangibili d’azienda: l’intangibles global report*, in *Rivista italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, novembre-dicembre 2007, p. 667.

¹²³ GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, cit., p. 76 sulla base di una ricerca del 2006 condotta dalla PriceWaterhouse Cooper su un campione di società.

¹²⁴ ALLEGRINI M., *L’informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 237.

gli obiettivi di economicità e sostenibilità. Nello specifico, un atteggiamento socialmente responsabile ha una ripercussione positiva sul patrimonio intangibile, il quale concorre al processo di creazione del valore¹²⁵. Ne consegue che un comportamento etico è strettamente collegato ad una strategia di successo¹²⁶.

Il ricorso ad una informativa socio-ambientale costituisce un tassello della strategia competitiva di un'impresa, che vede nello strumento del *social accountability* l'opportunità di arricchire la comunicazione con gli stakeholder. Per *social accountability*¹²⁷, intesa in senso ampio, si vuole considerare sia la comunicazione economico-finanziaria sia quella etico-sociale¹²⁸, che in modo congiunto permettono di comunicare le performance raggiunte nell'ambito di un sistema congiunto di valori. In senso ancora più esteso, la cosiddetta *corporate accountability*¹²⁹ costituisce uno strumento di gestione dell'immagine aziendale e delle sue relazioni sistemiche con il sub-ambiente sociale, al fine di valorizzare la reputazione dell'azienda, intesa come l'effetto di ogni azione posta in essere nell'ambito delle relazioni con gli interlocutori ed il mercato.

Le prime forme di comunicazione in ambito sociale-ambientale erano orientate a rappresentare le performance ambientali raggiunte da un'azienda a seguito di catastrofi ecologiche, con lo scopo di salvaguardare la propria immagine.

¹²⁵ BINDA L., *La comunicazione economico-finanziaria e le nuove tecnologie*, cit., p. 121.

¹²⁶ RUSCONI G., *Etica, responsabilità sociale d'impresa e coinvolgimento degli stakeholder*, Impresa Progetto, 2007, n. 1, p. 11.

¹²⁷ SHOTTER J., "Social accountability and the social construction of 'you'", in J. SHOTTER & K.J. GERGEN (Eds.), *Texts of identity*, Sage, London, 1989, p. 133 ss; BUTTNY R., *Social Accountability in Communication*, Sage Publications Ltd, London, 1993. LAUFER W.S., "Social Accountability and Corporate Greenwashing." *Journal of Business Ethics*, 2003, 43(3), p. 253 ss.; ORLITZKY MARC, "Social Responsibility and Financial Performance: Trade-off or virtuous Circle?", *University of Auckland Business Review*, 2005, 7(1), p. 37 ss.

¹²⁸ D'ALESSIO L., "La comunicazione etico-sociale nella piccola e media impresa", in MIGLIACCIO L.G. (a cura di), *Le "rivoluzioni" contabili di inizio millennio*, FrancoAngeli, Milano, 2005.

¹²⁹ SWIFT T., "Trust, reputation and corporate accountability to stakeholder. Business Ethics", *A European Review*, 2001, 10, p. 16 ss.; BENDELL, "Corporate Accountability and International Regulation of TNCs". Presentation summarise in Conference News – Corporate Social Responsibility and Development: Towards a New Agenda? Report of the United Nations Research Institute for Social Development (UNRISD) Conference 17-18 November 2003, Geneva; GRIBBEN C., "Will corporate responsibility survive the credit crunch?", East London Business Alliance, Tower Hamlets Forum Meeting, June, 2008; GRIBBEN C., WILSON A., *Executive Development for Corporate Responsibility Practitioners*, Ashridge/Corporate Responsibility Group, 2005.

Negli ultimi anni, si sono diffusi nuovi esempi di rendicontazione, indicatori di performance in ambito socio-ambientale e metodi di rilevazione dell'influenza dell'operato aziendale sul sub-ambiente sociale e naturale. Tale informativa ha permesso di migliorare la propria immagine aziendale e, allo stesso tempo, di evitare una serie di costi e rischi: si pensi alle potenziali minori conflittualità sul lavoro, nonché al miglioramento delle relazioni con le comunità locali¹³⁰.

In tale contesto, rientrano gli strumenti del Bilancio ambientale e del Bilancio sociale. Il bilancio ambientale è un documento di comunicazione volontaria che permette di comunicare alcuni aspetti legati alla relazione tra impresa ed il suo sub-ambiente naturale. Si pensi, con riferimento al modello input-output, all'impiego di risorse naturali e alla creazione di effetti inquinanti per l'ambiente, così come agli investimenti effettuati per limitare l'impatto sull'ambiente. Esso si occupa di una determinata parte dell'attività d'impresa, che viene analizzata mediante l'impiego di parametri specifici e seguendo le linee guida elaborate da alcune organizzazioni internazionali, tra le quali CEFIC (Council of European Chemical Industry), PERI (Public Environmental Reporting Initiative) e FEEM (Fondazione ENI Enrico Mattei). Esso permette di valutare le prestazioni ambientali dell'attività d'impresa, anche coadiuvando il processo decisionale nell'ottica di una riduzione dei costi ambientali (si pensi al processo di depurazione delle acque, al consumo energetico e alla gestione dei rifiuti di produzione).

Il bilancio sociale è un documento che permette all'impresa di comunicare le attività di natura sociale poste in essere che, dal solo bilancio d'esercizio, non potrebbero emergere in ogni aspetto rilevante di osservazione. Se il bilancio sociale costituisce un esempio di informativa di natura volontaria¹³¹, la normativa ha introdotto l'obbligatorietà della redazione dello stesso per le imprese sociali, in aggiunta al bilancio d'esercizio (Legge 13 giugno 2005, n. 118). Inoltre, una serie di decreti ministeriali del 24 gennaio 2008 (in attuazione del D.Lgs. 24 marzo 2006, n. 155) hanno introdotto delle linee guida per la redazione del bilancio sociale da parte delle imprese sociali.

In un primo momento, l'informativa di carattere socio-ambientale era inserita nel fascicolo di Bilancio d'esercizio e nella Relazione sulla gestione. Successivamente, il maggiore grado di attenzione degli stakeholder al riguardo ha attribuito a tale informativa una sua identità, favorendo la produzione di una rendicontazione ad hoc, anche differenziata rispetto al bilancio d'esercizio. In ul-

¹³⁰ GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, cit., p. 69.

¹³¹ PULEJO L., *Esperienze in tema di bilancio sociale: il modello francese*, Giappichelli, Torino, 1996.

tima analisi, lo strumento del Bilancio di sostenibilità¹³² ha permesso di racchiudere, in un unico documento, sia l'informativa socio-ambientale sia quella di natura economica. Nell'ottica di una responsabilità sociale dell'impresa¹³³ (*Corporate Social Responsibility*), la rendicontazione finanziaria classica (formata dal Bilancio d'esercizio e dalla Relazione sulla gestione) viene congiunta con quella di natura non economico-finanziaria.

In Italia, l'informativa socio-ambientale costituisce un esempio di informativa volontaria prodotta dalle imprese. Nell'ambito della stessa, vi è un'imposizione normativa nell'art. 2428 del Codice civile, secondo il quale l'azienda deve obbligatoriamente fornire delle informazioni sull'ambiente nell'ambito della Relazione sulla gestione soltanto quando sussistono degli impatti ambientali significativi che possono generare delle conseguenze sulla situazione patrimoniale e reddituale della società. La modalità di comunicazione e redazione dell'informativa socio-ambientale non viene fissata dal legislatore, rimanendo a discrezione della società.

Molti studiosi si sono focalizzati sull'impatto della comunicazione socio-ambientale sulla reputazione aziendale¹³⁴, anche avvalendosi di metodi di *content analyses* peraltro impiegati in altri studi aventi per oggetto l'entità della disclosures¹³⁵. Allo stesso tempo, altre ricerche hanno preso ad esame la relazione contraria, ossia se la reputazione aziendale possa essere intesa come un driver per la comunicazione socio-ambientale. È stato verificato che le aziende con una elevata reputazione sono quelle più predisposte nel fornire anche l'informativa socio-ambientale; al contrario, quelle caratterizzate da una scarsa reputazione sono quelle maggiormente reticenti nel diffondere l'informativa vo-

¹³² BIANCHI D., MAURI D., SAMMARCO G., *Dal bilancio sociale al bilancio di sostenibilità: metodologie ed esperienze a confronto*, Fondazione ENI Enrico Mattei, 2001. CAMPEDELLI B., *Reporting aziendale e sostenibilità: i nuovi orizzonti del bilancio sociale*, FrancoAngeli, Milano, 2005; CASTELLANI G., *Responsabilità Sociale d'Impresa e Bilancio di Sostenibilità*, Maggioli, Rimini, 2011.

¹³³ SORCI C., *Responsabilità sociale e sviluppo integrale delle aziende*, *Contabilità e cultura aziendale*, 2005, 5, p. 109 ss.; FERRANDO P.M., *Teoria della creazione del valore e responsabilità sociale dell'impresa*, *Impresa Progetto*, 2010, 1, p. 1 ss.

¹³⁴ HASSELDINE J., SALAMA A.I., TOMS J.S., "Quantity versus quality: the impact of environmental disclosures on the reputations of UK plcs", cit., p. 231 ss.; TOMS J.S., "Firm resources, quality signals and the determinants of corporate environmental reputation: some UK evidence", *British Accounting Review*, 2002, 34(3), p. 257 ss.

¹³⁵ BOZZOLAN S., FAVOTTO F., RICCI F., "Italian annual intellectual capital disclosure: an empirical analysis", *Journal of Intellectual Capital*, 2003, 4(4), p. 548 ss.; BOZZOLAN S., O' REGAN P., RICCI F., "Intellectual capital disclosure (ICD): a comparison of Italy and the UK", *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 2006, 10(2), p. 92 ss.

lontaria¹³⁶. Secondo alcuni studi¹³⁷, le società che svolgono un'attività economica volta ad influenzare il contesto ambientale sono quelle maggiormente propense nella diffusione dell'informativa ambientale: su di essa, pesa un marcato monitoraggio delle prestazioni ambientali ottenute, al quale le aziende rispondono con una informativa volontaria dedicata. Si pensi alle società che gestiscono l'estrazione e l'utilizzo di risorse naturali, quali quelle minerarie, di idrocarburi e forestali.

5.5.3. La direttrice previsionale

La direttrice previsionale ha l'obiettivo di definire sia le possibili linee di azione in ottica futura, sia i probabili risultati della gestione futura, affinché gli interlocutori aziendali possano comprendere il quadro generale dell'azienda, nonché i rischi nell'interagire con la stessa. Di seguito, la suddetta direttrice viene esaminata con riferimento ai seguenti aspetti di osservazione:

- definizione, peculiarità e potenzialità dell'informativa previsionale;
- diffusione dell'informativa previsionale;
- normativa di riferimento.

5.5.3.1. Definizione, peculiarità e potenzialità dell'informativa previsionale

Le informazioni previsionali o prospettiche, anche denominate “*Forward Looking Information*”, rientrano nell'ambito dell'informativa volontaria prodotta dall'impresa: esse hanno per oggetto la condotta strategica futura dell'impresa, i collegati rischi ed opportunità, così come i risultati attesi¹³⁸.

È possibile distinguere due categorie di informazioni previsionali¹³⁹:

- a) *forecast* (o dati previsionali): esse hanno per oggetto la probabile evolu-

¹³⁶ ULLMANN A., “Data in search of a theory: a critical examination of the relationship among social performance, social disclosure, and economic performance”, *Academy of Management Review*, 1985, 10(3), p. 540 ss.; NEU D., WARSAME H., PEDWELL K., “Managing public impressions: environmental disclosures in annual reports”, *Accounting, Organizations and Society*, 1998, 23(3), p. 265 ss.

¹³⁷ DIERKES M., PRESTON L., “Corporate social accounting and reporting for the physical environment: a critical review and implementation proposal”, *Accounting, Organizations and Society*, 1977, 2(1), p. 3 ss.; DEEGAN C., GORDON B., “A study of the environmental disclosure practices of Australian corporations”, cit., p. 187 ss.

¹³⁸ CACIA C., *Comunicazione economico-finanziaria, investor relations e creazione di valore*, cit., p. 80.

¹³⁹ GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, cit., p. 46 ss.

zione della gestione e delle performance aziendali in un determinato arco temporale, con particolare riferimento alle quantità economico-finanziarie (come il fatturato, il risultato d'esercizio, il cash flow e l'indebitamento), facendo anche ricorso a dei modelli predittivi¹⁴⁰. Data la difficoltà di tale previsione, spesso i dati previsionali vengono comunicati all'interno di un *range* di valori, al fine di ridurre il rischio di sbagli di previsione. Tali previsioni vengono elaborate sulla base di determinate ipotesi (*assumptions*), che debbono essere chiaramente esplicitate. Si pensi alle previsioni elaborate dagli analisti finanziari relative alle relazioni trimestrali o semestrali delle società quotate. Generalmente, i dati previsionali vengono elaborati con riferimento ad un lasso temporale di breve durata, grazie al supporto di sistemi informativi di elevata qualità e a piani elaborati in modo dettagliato;

b) proiezioni (o obiettivi): sono le informazioni prospettiche elaborate dalla società il cui contenuto informativo è reso incerto dalla dinamicità di alcune variabili. Tali proiezioni possono essere diffuse sia attraverso canali selettivi, per permettere una interazione tra l'impresa ed un pubblico selezionato e specializzato (come gli investitori e gli analisti finanziari), sia mediante la stampa, a condizione che siano preventivamente definite le condizioni e le ipotesi sottostanti, anche distinguendo quelle maggiormente influenzabili dal management da quelle senza possibilità di controllo. Alcune informazioni prospettiche sono strutturate a seconda del settore di riferimento, al fine di renderle maggiormente utili agli stakeholder: ad esempio, per il settore farmaceutico, potrebbe essere utile fornire una proiezione riguardante i risvolti dell'attività di ricerca scientifica posta in essere. A differenza dei dati previsionali, i quali vengono elaborati su un orizzonte temporale breve, le proiezioni vengono impiegate quando il grado di incertezza è più elevato. La produzione di proiezioni rientra nell'ambito di una politica comunicativa alquanto delicata; in primo luogo, tali proiezioni debbono essere autorizzate da una figura predeterminata, a seconda dei casi (si pensi all'amministratore delegato piuttosto che al responsabile di una singola area funzionale o delle Investor Relations); in secondo luogo, occorre definire l'occasione nella quale tali proiezioni debbono essere elaborate, così come il grado di dettaglio delle stesse.

¹⁴⁰ SCIARELLI S., *La crisi d'impresa*, Cedam, Padova, 1995, p. 40; BASTIA P., *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali*, Giappichelli, Torino, 1996, p. 160. RICCIARDI A., *La previsione delle insolvenze nel credito al consumo mediante l'applicazione del credit scoring*, Giappichelli, Torino, 1996; ANGIOLA N., *Crisi d'impresa: modelli di analisi e di previsione*, Dipartimento di scienze economiche, matematico-statistiche, economico-aziendali, ambientali, Lecce, 1998; MADONNA S., Poddighe F. (a cura di), *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*, Giuffrè, Milano, 2006.

Tale informativa è di estrema importanza sia per l'azienda che la produce, sia per il mercato: da un lato, l'azienda può influenzare il processo decisionale degli analisti finanziari nella loro attività di indicazione alla clientela; dall'altro, essa incrementa l'entità delle informazioni possedute dal mercato, riducendo le asimmetrie informative. Essa favorisce, quindi, la trasparenza informativa, al fine di stimolare l'attenzione degli interlocutori nei confronti dell'azienda e incrementare la credibilità della sua formula imprenditoriale. Ne consegue che l'oggetto informativo del processo di comunicazione economica non si limita all'andamento economico passato della società, ma prende in considerazione anche il fronte prospettico della linea di condotta aziendale e le prospettive future dei fenomeni ambientali che possono influenzare il suo operato¹⁴¹. Se l'entità dell'informativa previsionale deve, da un lato, ridurre l'asimmetria informativa nei confronti degli stakeholder, dall'altro essa non deve favorire atteggiamenti di contromisura da parte dei concorrenti di impedimento al raggiungimento degli obiettivi aziendali¹⁴².

Gli elementi che meglio permettono di definire le peculiarità dell'informativa previsionale sono i seguenti¹⁴³:

1) tipologia di informazione: l'oggetto informativo può fare riferimento ai seguenti elementi, che possono presentarsi sia in forma congiunta sia in modo singolo nell'ambito di una comunicazione:

a) gli scenari futuri del mercato nel quale l'impresa si troverà ad operare, con connotazione sia quantitativa sia qualitativa. A scopo esemplificativo, si pensi alla quota di mercato, al tasso di crescita della clientela e alle minacce che la stessa potrebbe dover affrontare nei propri business. Tali elementi, aventi natura sia quantitativa sia qualitativa, non sono di esclusivo possesso dell'azienda, in quanto gli utenti potrebbero venirne a conoscenza anche attraverso altre fonti informative (si pensi alle ricerche condotte da agenzie di mercato esterne);

b) la condotta generale che l'azienda ipotizza di seguire, in termini di scelte strategiche, di profilo competitivo (si pensi alle aree di business, alla segmentazione della clientela, alla gamma produttiva) e di accordi formali e informali con altre realtà imprenditoriali. Tali variabili informative, sia quantitative sia qualitative, sono nella maggior parte in possesso esclusivo dell'azienda, dive-

¹⁴¹ CODA V., *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, Giappichelli, Torino, 1991.

¹⁴² QUAGLI A., *La domanda di informazioni economico-finanziarie nei mercati mobiliari: analisi degli studi empirici e spunti per un modello interpretativo*, in *Rivista Italiana dei Dottori Commercialisti*, 2002, 4, p. 655 ss.

¹⁴³ QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, cit., p. 123 ss.

nendo così estremamente utili ed utilizzati nel processo decisionale da parte degli utilizzatori esterni. Questi ultimi potrebbero farne uso per stimare, in modo indiretto, le performance economico-finanziarie che verranno ottenute in futuro: ad esempio, la notizia circa l'ingresso nella fascia bassa di mercato può indurre a ipotizzare l'adozione di una politica dei volumi, che condurrebbe ad una bassa redditività per ogni unità venduta. Alcune informazioni sul comportamento generale dell'azienda possono rafforzare, altresì, la credibilità delle previsioni da questa diffuse. Si pensi al caso in cui venga resa nota la sostituzione di un responsabile di area che si è dimostrato in passato poco attendibile: tale turnover potrebbe migliorare la credibilità delle previsioni di quell'area;

c) dati quantitativi, non soltanto di natura economico-finanziaria, che non hanno una connotazione di sintesi della gestione, quanto piuttosto di dettaglio analitico su singoli aspetti di gestione. Si pensi al caso di un'azienda di abbigliamento, la quale rende noti i risultati dell'attività di ricerca e sviluppo di un nuovo tessuto high-tech; tale notizia, avente valenza su un aspetto specifico (ossia quello dell'attività di ricerca e sviluppo) ha certamente una ripercussione anche sui dati di sintesi sotto il profilo dei ricavi, dei costi e degli investimenti;

d) variabili quantitative di sintesi: esse, tipicamente di natura quantitativa, sono volte a delineare delle grandezze di estrema importanza concernenti le performance aziendali. Alcune di queste sono di natura economica (si pensi al risultato d'esercizio, al risultato operativo, all'utile per azione) oppure finanziaria (come il flusso di cassa e la posizione finanziaria netta). Essendo dati di estrema sintesi, facilmente riconoscibili e interpretabili, essi costituiscono degli elementi fortemente richiesti ed impiegati dagli utenti esterni, sia quelli di elevata capacità professionale sia quelli con più modesta preparazione tecnica;

2) lasso temporale di riferimento e grado di probabilità che la previsione si realizzi: l'orizzonte temporale intorno al quale la previsione viene effettuata può essere più o meno ampio, anche in relazione alla possibilità di predire il futuro andamento di una variabile informativa nel medio/lungo termine. In linea teorica, all'incrementare di tale orizzonte temporale, si riduce la probabilità che la previsione effettuata sia corretta in ogni sua variabile. Spesso, la previsione quantitativa viene integrata con una qualitativa, riportante l'indicazione circa una probabilità ragionevole oppure altamente probabile circa la sua realizzazione. Nel rispetto della normativa Consob, l'impresa deve espressamente indicare se la sua previsione è riferita ad un obiettivo che la stessa tende raggiungere, oppure ad un risultato che si attende: ne deriva un maggior grado di probabilità di realizzazione per i risultati attesi, se comparata con quelli degli obiettivi. Con riferimento all'orizzonte temporale, in Italia il lasso temporale minimo di riferimento è quello trimestrale, entro il quale la società è tenuta a dare una comunicazione obbligatoria dei risultati conseguiti. Ad esso, si aggiungono orizzonti

temporali più ampi, se riferiti ad eventi straordinari: si pensi alla diffusione di un piano di ristrutturazione aziendale, piuttosto che ad una operazione straordinaria sul capitale;

3) risolto quantitativo: quando la previsione ha natura quantitativa, essa ha generalmente un significato proprio oppure viene integrata da un'informazione qualitativa. La comunicazione quantitativa può essere precisa, può riferirsi ad un orizzonte di riferimento pre-definito nel suo inizio e fine (si pensi all'espressione "superiore di ... ma minore di ...") oppure può legarsi ad un intervallo flessibile, ossia con uno dei due estremi non prestabilito (si pensi all'espressione "non inferiore a ...").

Le potenzialità dell'informativa prospettica sono molteplici¹⁴⁴:

a) dato che il processo comunicativo permette il coinvolgimento degli stakeholder, al suo interno l'informativa previsionale concorre al raggiungimento di tale obiettivo. Essa punta all'ottenimento del consenso degli interlocutori aziendali in merito alla strategia ed alle scelte future, mediante la diffusione di elementi conoscitivi che illustrano, più o meno dettagliatamente, gli aspetti strategici, gestionali e quantitativi futuri;

b) l'informativa previsionale è volta a ridurre l'asimmetria informativa tra le informazioni dominate dall'azienda e quelle conosciute dagli operatori del mercato o, più in generale, dal mercato. Specialmente quando il valore che il mercato attribuisce all'azienda è inferiore rispetto a quanto considerato congruo dalla stessa, l'informativa previsionale ha il compito di colmare tale gap informativo. A tal fine, è fondamentale la precisione con la quale vengono effettuate le previsioni, affinché siano evitati il più possibile gli scostamenti negativi rispetto ai dati consuntivi, i quali potrebbero portare al sostenimento dei *litigation costs* (analizzati nel par. 5.2);

c) la comunicazione di dati prospettici poco favorevoli o non favorevoli è forse strategicamente meno grave rispetto alla non comunicazione di dati previsionali, soprattutto se negli anni precedenti l'azienda aveva optato per una ricca comunicazione prospettica. Infatti, quando il mercato è abituato ad una determinata prassi aziendale in termini di politica comunicativa, la continuazione della stessa potrebbe presupporre la diffusione di "bad news"¹⁴⁵. Il fatto di non

¹⁴⁴ QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, cit., p. 120 ss.

¹⁴⁵ SKINNER D.J., "Why firms voluntarily disclose bad news", *Journal of Accounting Research*, 1994, 32(1), p. 38 ss.; BAGINSKI S., HASSELL J., WAYMIRE G., "Some evidence on the news content of preliminary earnings estimates", *The Accounting Review*, 1994, 69(1), p. 265 ss.

comunicare notizie previsionali, perché negative, potrebbe essere recepito¹⁴⁶ sfavorevolmente dagli interlocutori che prendono atto della reticenza e, spesso, la interpretano spesso individualmente, anche a totale svantaggio dell'azienda. Alcuni studi¹⁴⁷ hanno evidenziato come gli investitori sono indotti ad assegnare una maggiore credibilità alle *good news* piuttosto che alle *bad news*;

d) l'ampiezza delle disclosures in termini di informativa volontaria favorisce una maggiore comprensione degli elementi della strategia da parte degli analisti finanziari. Questo evita che gli stessi, non supportati da un quadro informativo aziendale, possano effettuare una propria interpretazione delle scelte aziendali, così come degli scenari futuri, anche a danno della reputazione e dell'immagine dell'impresa¹⁴⁸.

I destinatari dell'informativa prospettica sono rappresentati, in primo luogo, dagli intermediari informativi; in particolare, gli analisti finanziari, al fine di produrre un giudizio sulle prospettive societarie e poi suggerire delle raccomandazioni in termini di investimento alla propria clientela, debbono far ricorso anche all'informativa prospettica. Senza entrare nel merito dei metodi e dei modelli impiegati per determinare il valore della società, si consideri che le informazioni previsionali vengono impiegate nell'ambito di tale determinazione.

Alcuni studiosi¹⁴⁹ hanno elaborato un modello teorico grazie al quale gli utenti (come gli investitori e gli analisti finanziari) possono entrare in possesso

¹⁴⁶ Se la produzione e diffusione di notizie all'esterno da parte dell'impresa è essenziale, è altresì indispensabile che la stessa sia correttamente recepita dai suoi destinatari. AVI M.S., *Il bilancio come strumento di informazione verso l'esterno*, Cedam, Padova, 1990, p. 101. Si pensi al caso di un'azienda di piccole dimensioni, nella quale gli interlocutori potrebbero non disporre delle conoscenze e della preparazione professionale adeguate per comprendere un'informativa complessa; ne consegue la necessità per l'impresa di elaborare e diffondere un flusso comunicativo chiaro e alquanto semplice. THOMPSON J.A., HURDMAN M., "Statement in quotes: Accounting standards overload: some recommendations", *Journal of Accountancy*, July, 1983, p. 109.

¹⁴⁷ GUATRI L., ECCLES R.G., *Informazione e valore*, Egea, Milano, 2000, p. 28.

¹⁴⁸ Per un maggior approfondimento sull'operato degli analisti finanziari, si fa rimando ad una copiosa letteratura. GIVOLY D., LAKONISHOK J., "The information content of financial analysts' forecasts of earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 1979, 1, p. 165 ss.; FRIED D., GIVOLY D., "Financial Analysts' forecasts of earnings. A better surrogate for market expectations", *Journal of Accounting and Economics*, 1982, 4, p. 85 ss.; BROWN L.D., RICHARDSON G.D., SCHWAGER S.J., "An information interpretation of financial analyst superiority in forecasting earnings", *Journal of Accounting Research*, 1987, 25(1), p. 49 ss.; FRANKEL R., KOTHARI S.P., WEBER J., "Determinants of the informativeness of analyst research", *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 41, p. 29 ss.

¹⁴⁹ ALLEGRINI M., *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, cit., 2003.

delle performance future dell'impresa, da impiegare successivamente nell'ambito del processo decisionale di un investimento. Le alternative possibili sono le seguenti:

a) la prima alternativa è rappresentata da una stima indiretta effettuata dagli utenti sulle performance future di un'azienda, basandosi sui dati storici concernenti la stessa ed impiegando un modello di previsione delle suddette performance;

b) la seconda alternativa è costituita dall'utilizzo, da parte degli utenti, dell'informativa prodotta dall'azienda, in qualità di informativa prospettica primaria su base volontaria. L'utente che impiega l'informativa elaborata dall'azienda potrebbe decidere di utilizzarla totalmente, oppure impiegarla come parametro di raffronto con quanto da esso elaborato (secondo la prima alternativa). L'informativa prodotta dall'azienda su base volontaria, che viene impiegata dall'utente, potrebbe orientarsi intorno ai seguenti contenuti¹⁵⁰:

– le performance future: l'azienda elabora una serie di stime relative alle performance di natura economico-finanziaria che si prevede verranno raggiunte. Si pensi all'elaborazione degli *earning forecast* oppure ai flussi di cassa;

– le performance prospettiche di grandezze più analitiche, rispetto all'oggetto precedente. Si pensi al fatturato di una singola linea produttiva e all'aumento della quota di mercato in un particolare mercato. Generalmente, tali variabili vengono impiegate nell'ambito di un modello previsionale che fa utilizzo anche di elementi informativi più ampi (si pensi agli indicatori macro-economici);

– le informazioni più generali di natura qualitativa, con lo scopo di enunciare i comportamenti futuri dell'azienda. Si pensi alla linea strategica, alla politica dei rischi adottati, alle scelte in termini di ingresso o uscita in nuovi mercati.

5.5.3.2. Diffusione dell'informativa previsionale

Con riferimento all'informativa prodotta dall'azienda in qualità di informativa prospettica primaria su base volontaria, è emerso, nell'ambito di una ricerca condotta negli Stati Uniti¹⁵¹, una forte relazione, spesso collaborativa, tra la società e la categoria di analisti finanziari, con riferimento all'elaborazione del-

¹⁵⁰ QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, cit., p. 145 ss.

¹⁵¹ ECCLES R.G., HERZ R.H., KEEGAN E.M., PHILIPS D.M., *The value reporting devolution, Moving beyond the earnings games*, John Wiley & Sons, New York, 2001.

le performance aziendali. In particolare, l'86% degli investor relations è solito commentare le bozze dei report predisposti dagli analisti finanziari e il 77% degli investor relations è solito informare gli analisti finanziari in merito ad eventi che possono influenzare i risultati futuri aziendali. È inoltre risultato che, nell'80% dei casi, gli analisti finanziari sono soliti chiedere un giudizio della società circa il loro report previsionale.

Altre ricerche, sempre sul contesto statunitense, hanno fornito una valutazione empirica sulla domanda di informazioni previsionali¹⁵². Una di queste¹⁵³ ha messo in evidenza come la domanda informativa previsionale proveniente dagli analisti finanziari sia quella soddisfatta con minor grado dalle imprese. Considerando poi le indagini condotte dalle associazioni di categoria degli investor relator, una di queste¹⁵⁴ ha fatto emergere la riduzione della prassi seguita dagli analisti finanziari nel richiedere alla società un giudizio sull'*earning model* e sulla bozza dei report, prima di renderli pubblici.

Nel contesto italiano, alcune ricerche hanno permesso di sondare l'importanza dell'informativa previsionale. Una indagine empirica¹⁵⁵ ha evidenziato che, nel complesso dell'informativa previsionale, sono le informazioni di natura finanziaria quelle maggiormente utilizzate. In misura minore, e come misurazioni singole, si collocano quelle non finanziarie, aventi per oggetto alcuni elementi caratterizzanti l'attività economica dell'impresa (si pensi ai piani ed ai programmi e alla quota di mercato). Un'altra indagine¹⁵⁶ ha permesso di evidenziare che l'informativa previsionale è quella maggiormente richiesta da parte degli analisti finanziari, in particolare i budget ed i piani strategici di business; al contrario, non sono considerati importanti gli andamenti previsionali riguardanti i fattori di rischio operativo e specifico.

Secondo una indagine compiuta nel 2010 su un campione di associati all'Associazione Nazionale dei Direttori Amministrativi e Finanziari¹⁵⁷, è emerso

¹⁵² QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, cit., p. 88 ss.

¹⁵³ ECCLES R.G., MAVRINAC S.C., "Improving the Corporate Disclosure Process", *Sloan Management Review*, 1995, 36(4), p. 11 ss.

¹⁵⁴ NIRI (National Investor Relations Institute), *Corporate disclosure practices survey*, Alexandria, VA, 2001.

¹⁵⁵ RIVA P., *Informazioni non finanziarie nel sistema di bilancio*, Egea, Milano, 2001.

¹⁵⁶ AVALLONE F., *La domanda di informazioni economico-finanziarie nei mercati dei capitali: alcune evidenze empiriche*, presentato al Convegno "Trasparenza ed efficacia della comunicazione economico-finanziaria", Università degli Studi di Brescia, 23 settembre 2002.

¹⁵⁷ ANDAF, *Informativa di bilancio e semplificazione: survey e prime proposte operative*, Andaf Papers, quaderno n. 10, ottobre 2010.

che nell'89% dei casi l'informativa previsionale obbligatoria sia sovrabbondante e da semplificare, obbligando l'impresa ad un dettaglio impressionante di dati contabili poco significativi che non permettono una focalizzazione sui principali passaggi informativi della comunicazione¹⁵⁸. Dal suo canto, però, il legislatore è rafforzato dall'impostazione dell'Associazione Italiana degli Analisti Finanziari, la quale richiede che l'informativa obbligatoria sia volta all'esplicazione dei rischi finanziari (si pensi a quello di cambio e di tasso di interesse) mediante una disclosures leggibile e qualitativamente elevata¹⁵⁹.

Un'indagine scientifica¹⁶⁰ ha permesso di accertare la diffusione dell'uso di informazioni previsionali da parte delle società italiane quotate nel MIB30, seppur in modo differenziato a seconda delle società. In particolare, le tematiche di maggiore oggetto sono risultate essere la strategia, la struttura finanziaria dell'impresa ed i processi di business. Inoltre, la ricerca ha focalizzato un maggiore ricorso ad una informativa rivolta a fatti già avvenuti, se messa a confronto con quella previsionale, probabilmente a causa del timore di esporsi eccessivamente a vantaggio dei concorrenti. Un fattore che incide fortemente sul limitato impiego dell'informativa prospettica è la fisiologia del capitalismo italiano, caratterizzato da assetti proprietari alquanto solidi ed un maggiore ricorso al canale bancario, che limita il ricorso ai mercati borsistici come luogo di finanziamento. Ne consegue una minore necessità nel produrre, nell'ambito dell'informativa volontaria, anche quella prospettica.

Secondo un'altra ricerca, condotta su un campione di 185 società quotate italiane, è emerso che il 12% delle stesse (che costituisce una numerosità ridotta) non comunica informazioni previsionali. Il rimanente 88% del campione produce tale informativa, seppur in modo non strutturato, a dimostrazione dell'importanza della comunicazione prospettica per le società quotate. Alcune comunicano su richiesta verbale, la maggioranza delle stesse non focalizza l'attenzione sui rischi operativi (ad esempio legati all'andamento degli scenari competitivi) privilegiando le informazioni di natura economica (quali l'Ebitda, il Mol, il Roe)¹⁶¹. Il comportamento spesso reticente su alcuni aspetti è legato al timore di fornire preziose indicazioni ai competitors, gestendo la politica informativa più nell'ottica di una impresa padronale piuttosto che di corporate,

¹⁵⁸ GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, cit., p. 55.

¹⁵⁹ AIAF (Associazione Italiana degli Analisti Finanziari), *Best practice per la disclosure dei rischi finanziari*, AIAF, Quaderno n. 143, settembre 2009.

¹⁶⁰ BERETTA S., *No News Bad News*, cit., p. 55 ss.

¹⁶¹ QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, cit., p. 145 ss.

considerando le informazioni prospettiche al pari di un segreto aziendale¹⁶². In conclusione, l'informativa volontaria è influenzata da un marcato atteggiamento volto alla riservatezza; in particolare, le informazioni previsionali hanno spesso contenuto dal taglio giornalistico e meno economico in un'ottica ancora lontana dal *value reporting*, hanno per oggetto le risorse materiali e meno quelle immateriali¹⁶³.

Altro studio condotto sull'informativa prospettica¹⁶⁴ ha fatto emergere che la stessa sia orientata, in prevalenza, sugli investimenti (31,61%) con particolare riferimento a quelli in ricerca e sviluppo (18,13%), sulle vendite future (23,83%), sull'utile netto futuro (16,06%), sulle quote di mercato (11,92%), sul confronto tra il fatturato effettivamente conseguito e quello previsto (3,63%) e, infine, sul confronto tra l'utile effettivo e quello previsto (3,21%).

5.5.3.3. Normativa di riferimento

L'informativa previsionale è volontaria nella scelta principale, ma obbligatoria nella forma. Ciò deriva dalle disposizioni Consob, che ha legiferato in materia di informativa previsionale. Il Regolamento Emittenti n 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche, all'art. 68, dispone che le società emittenti strumenti finanziari “possono comunicare a soggetti terzi dati previsionali ed obiettivi quantitativi concernenti l'andamento della gestione, nonché dati contabili di periodo, purché sia soddisfatta almeno una delle seguenti condizioni:

- tali dati siano contestualmente messi a disposizione del pubblico con le modalità indicate nel Capo I;
- i predetti soggetti siano tenuti ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale e la comunicazione avvenga nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio.

Gli emittenti strumenti finanziari verificano la coerenza dell'andamento effettivo della gestione con i dati previsionali e gli obiettivi quantitativi messi a disposizione del pubblico e rendono pubbliche senza indugio con le modalità indicate nel Capo I, le informazioni che riguardano ogni rilevante scostamento”.

Tale Regolamento Emittenti lascia libertà all'azienda in merito alla produ-

¹⁶² QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, cit., p. 208.

¹⁶³ GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, cit., p. 52.

¹⁶⁴ ALLEGRINI M. (a cura di), *Lo stato di salute delle società italiane*, Osservatorio Annual Report, Università di Pisa, II ed., 2007.

zione di informativa prospettica. Essa, però, diventa obbligatoria se, da una continua osservazione del consenso maturato dal mercato, derivano dei giudizi fortemente differenti se raffrontati a quanto prospettato dalla società¹⁶⁵.

Anche la Comunicazione Consob n. DME/1039328 del 18 maggio 2001 ha fornito delle indicazioni sulla modalità di diffusione dei dati previsionali delle società quotate, invitando le società a specificare se i dati oggetto di comunicazione rappresentano delle previsioni (*profit warning*) oppure degli obiettivi strategici. Consob raccomanda l'osservazione del consenso di mercato mediante l'analisi delle valutazioni diffuse dagli analisti finanziari e l'individuazione di eventuali notevoli scostamenti rispetto alle previsioni, suggerendone un aggiornamento.

Il Regolamento Emittenti Consob, che legifera in merito ai cosiddetti "fatti rilevanti" (analizzati nel capitolo quarto), inserisce tra le varie casistiche di fatti rilevanti quegli eventi per i quali la normativa imponga di comunicare informazioni di natura prospettica. È il caso di operazioni di acquisizione e di vendita di rami d'azienda e di sostituzioni di top manager. Ne consegue che, per quanto riguarda tale informativa prospettica, il Regolamento impone lo stesso trattamento richiesto per i fatti rilevanti: la società non è obbligata a dare comunicazione sui dati previsionali; se, però, successivamente, vengono a crearsi dei rilevanti scostamenti tra i dati previsionali precedentemente comunicati e quelli effettivi, la società deve obbligatoriamente comunicare gli opportuni aggiornamenti. La Consob ha, inoltre, specificato (con la Comunicazione Consob n. Dme/3019271 del 26/3/2003) che tale aggiornamento al mercato deve essere fornito sia con riferimento all'informativa prodotta dalla società, sia con riferimento a quella diffusa da altri soggetti (come gli analisti finanziari), sulla quale la società deve porre in essere un monitoraggio¹⁶⁶.

Il dettato del legislatore focalizza l'importanza dell'informativa previsionale. Infatti, il codice civile afferma, nell'art. 2428, comma 1, riferito alla Relazione sulla gestione, quanto segue: "Il bilancio deve essere corredato da una relazione degli amministratori sulla situazione della società e sull'andamento della gestione, nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato, anche attraverso imprese controllate, con particolare riguardo ai costi, ai ricavi e agli investimenti". Inoltre, lo stesso articolo, comma 2, afferma che dalla relazione devono in ogni caso risultare, tra le altre cose, anche l'evoluzione prevedibile della gestione.

¹⁶⁵ QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, cit., pp. 86, 94 ss.

¹⁶⁶ QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, cit., pp. 86, 94 ss.

Gli orientamenti all'informativa previsionale sono stati molteplici. Tra questi, si colloca la "Guida per l'informazione al mercato" del giugno 2002, elaborata da Borsa Italiana in collaborazione con altre istituzioni (Assonime, Asso-gestioni, AIAF, Ref.). Nell'ambito del Principio n. 6, essa dispone che l'informazione previsionale (ossia quella contenente i dati previsionali legati alla situazione patrimoniale, finanziaria ed economica della società emittente e gli obiettivi della sua gestione in termini quantitativi) debba altresì comprendere il riferimento delle principali ipotesi sottostanti, impiegate dalla società per operare le suddette previsioni. Tali ipotesi devono essere comunicate ai destinatari dell'informativa, affinché essi possano comprendere al meglio la validità delle stesse e l'effettiva raggiungibilità dei risultati previsti.

Inoltre, nel caso in cui l'informazione previsionale venga diffusa sottoforma di schemi contabili, indicatori specifici o altri documenti sintetici, la società emittente deve garantire sia la continuità delle informazioni sia la costanza dei contenuti informativi. Ciò permette al destinatario una comparazione dell'informativa riferita ad anni differenti, ivi compresa quella prospettica precedentemente prodotta. Viene, altresì, disposto che, se l'informazione previsionale è contenuta in documenti rivolti al pubblico in ottemperanza a disposizioni normative (si pensi al Bilancio d'esercizio e alle Relazioni semestrali e trimestrali), le società emittenti debbono diffondere al mercato tale informativa previsionale in modo autonomo non oltre la pubblicazione dei suddetti documenti. Tale disposizione vuole evitare che l'informativa previsionale non venga notata, nell'ambito di un documento alquanto ricco ed articolato.

In aggiunta, il Principio n. 6 dispone che le società emittenti debbano verificare la coerenza tra l'informativa di natura previsionale precedentemente comunicata al mercato e quella consuntiva (oppure sempre previsionale, ma più aggiornata e non ancora comunicata). Qualora sussistano degli scostamenti significativi, la società deve illustrare al pubblico le motivazioni degli stessi. Questo passaggio consolida ulteriormente il dettato dell'art. 68 del Regolamento Emittenti Consob, il quale non considera gli scostamenti eventuali tra l'informativa di natura previsionale precedentemente comunicata e quella sempre previsionale, ma più aggiornata e non ancora diffusa. La società emittente deve fornire opportuna motivazione circa gli scostamenti avvenuti, non limitandosi ad una semplice notifica degli stessi.

Emerge che la "Guida per l'informazione al Mercato" non obbliga la società a produrre un'informativa previsionale; se, però, tale comunicazione ha luogo, la società deve sottostare ad una serie di vincoli, volti ad un aggiornamento della stessa e ad una comprensione da parte del lettore nel rispetto dei principi di chiarezza, continuità e comparabilità.

Anche l'Aiaf (Associazione Italiana Analisti Finanziari) ha considerato l'importanza dell'informativa prospettica nella guida del 2002 "Gli incontri con

la comunità finanziaria Aiaf filo diretto: una guida ragionata”. Tale Guida, che accoglie dei consigli destinati ad analisti finanziari ed investitori, fa riferimento anche alle informazioni prospettiche. Essa dispone che la comunicazione di dati nell’ambito del bilancio d’esercizio oppure nelle relazioni semestrali e trimestrali necessita di una indicazione delle circostanze dalle quali derivano tali risultati. Tale comunicazione deve aver luogo sia se questi siano concordanti con il contenuto del budget, sia se vi sia discordanza rispetto alle previsioni precedentemente diffuse. In aggiunta, la Guida dispone che la parte conclusiva della presentazione sia dedicata alle previsioni sull’evoluzione della società, con riferimento al periodo temporale rimanente dell’anno e, se possibile, a quello successivo.

I suddetti dati previsionali sono stati successivamente ripresi nell’ambito della Direttiva Europea 2003/6/CE relativa all’abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato) e la sua legge di recepimento. Tali dati previsionali non sono considerati delle “informazioni privilegiate”, ossia gli emittenti hanno piena libertà nella decisione di pubblicarli o meno. Se, però, l’emittente decide per la loro diffusione, essa deve rispettare la forma disposta dalla Consob inerente ogni comunicazione al pubblico. Pertanto, la società ha la facoltà di decidere se pubblicare o meno i dati previsionali e gli obiettivi quantitativi, ai sensi dell’art. 68. Se, però, ha luogo tale pubblicazione, la forma deve essere quella disposta dalla Consob. Nella fattispecie, quindi, questo rappresenta un caso intermedio tra l’informativa obbligatoria e quella facoltativa.

La società deve emettere una nuova previsione, quando quella precedente non è rappresentata dalle nuove informazioni in possesso dell’azienda e dai nuovi obiettivi perseguiti. Nel momento in cui ha luogo la nuova comunicazione, essa dovrà rispettare le formalità seguite precedentemente all’atto della diffusione delle previsioni originarie. A tal proposito, Assonime, con la Circolare n. 48 del 2006, afferma che: “Dalla pubblicazione discende in capo agli emittenti l’obbligo di verificare nel continuo tale coerenza. Ciò significa in concreto che, qualora si verificano scostamenti rispetto alle informazioni pubblicate, sorge l’obbligo di darne notizia con le stesse forme delle comunicazioni al pubblico”.

6

Un modello teorico “ideale” di comunicazione economico-finanziaria

6.1. Il ruolo dell’informativa aziendale

In qualità di sistema aperto, l’azienda deve dialogare con l’esterno, creando un rapporto relazionale con tutti i soggetti economici e sociali che fanno parte del suo ambiente. La sua sopravvivenza ed il suo sviluppo discendono anche dalla continua istituzione di relazioni interattive con il suo contesto di riferimento¹. Ne consegue che il fabbisogno di comunicazione è collegato non soltanto alle caratteristiche distintive dell’impresa, ma anche alle esigenze del suo contesto².

La comunicazione funge da fattore di propulsione e di indirizzo dei comportamenti dei soggetti interni ed esterni all’impresa nei confronti del disegno imprenditoriale e del suo divenire. Essa favorisce l’ottenimento del consenso da parte degli stakeholder, la creazione dell’immagine aziendale³ e la costituzione e mantenimento di relazioni durature tra l’azienda ed i suoi componenti e tra l’azienda ed il suo ambiente.

¹ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d’impresa*, Giappichelli, Torino, 1992, p. 11 ss.

² GUATRI L.-VICARI S., *Sistemi di impresa e capitalismi a confronto*, Egea, Milano, 1994, p. 36 ss.

³ Per “immagine aziendale” si intende l’insieme delle esperienze, delle conoscenze, delle impressioni e convincimenti che i soggetti o altre entità hanno di un’azienda, stimolato direttamente o indirettamente, in modo consapevole o meno dalla stessa. GATTI E., *Introduzione al marketing dell’immagine aziendale*, in *L’impresa*, n. 4/5, 1978, p. 421.

Dal momento che il sistema impresa è posto al centro di un insieme di manifestazioni dalle varie classi di interlocutori, il governo economico dell'impresa è finalizzato ad assicurare un equo appagamento dei suddetti interessi, pur nel rispetto di un obiettivo sovraordinato rispetto a quelli delle singole classi di stakeholder, che è quello dell'azienda⁴. Ciò favorisce l'ottenimento delle risorse necessarie allo sviluppo dell'attività d'impresa, in termini quantitativi e qualitativi⁵. Il messaggio comunicativo che l'impresa produce deve esplicitare il legame tra i contributi richiesti agli interlocutori aziendali e l'attitudine dell'azienda nel soddisfare le loro attese⁶.

Affinché sia possibile, da un lato, evidenziare le attese che convergono verso l'impresa e, dall'altro, trasmettere le condizioni con le quali ha avuto luogo il soddisfacimento degli interessi degli stakeholder, è necessario un meccanismo comunicativo di interazione tra l'azienda ed il suo contesto esterno. Tale meccanismo è volto alla produzione di informazioni, che risultano un ingrediente fondamentale del consapevole e appropriato processo decisionale, posto in essere sia dall'azienda sia dalle parti coinvolte, quando queste debbono valutare l'istituzione o il mantenimento delle relazioni con l'impresa (Figura 6.1).

Figura 6.1. – Il ruolo del meccanismo comunicativo



Fonte: Elaborazione personale.

⁴ GASKELL G., SEALY P., *I gruppi sociali*, Mondadori, Milano, 1980, p. 122 ss.

⁵ SALVIONI D.M., *Comunicazione economico finanziaria e analisi della concorrenza*, in SALVIONI D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino, 2002, p. 2.

⁶ CODA V., *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, 1988, p. 47.

L'informazione prodotta dall'attività comunicativa diventa, al pari di altri beni economici, un prodotto economico liberamente commerciabile sul mercato, dotato di caratteristiche di intangibilità⁷. Tale informazione, avente come destinatari sia i soggetti interni all'azienda sia i soggetti esterni interessati alla sua attività economica, produce il fattore "conoscenza aziendale"⁸. Essendo anch'essa intangibile, la conoscenza aziendale riveste un ruolo centrale nell'ambito del sistema delle risorse immateriali:

– essa viene impiegata dalla direzione strategica: la configurazione di una corretta strategia aziendale⁹ necessita la conoscenza delle tendenze di mercato, dei punti di forza e debolezza dell'azienda, così come dei suoi competitor. La quantità e la qualità della conoscenza posseduta permette all'azienda di combinare efficacemente i fattori produttivi impiegati, affinché la propria offerta sia particolarmente attraente nei confronti della clientela;

– essa influisce sulla politica innovativa: l'azienda che conosce gli orientamenti dei bisogni umani da soddisfare e le nuove possibilità tecnologiche ha la possibilità, anche grazie ad un forte coinvolgimento della managerialità¹⁰ e ad un clima favorevole ai processi di rinnovamento¹¹, di porre in essere una politica innovativa nei processi e nei prodotti¹², volta all'ottenimento di un grado di

⁷ VICARI S., *Nuove dimensioni della concorrenza: strategie nei mercati senza confini*, Egea, Milano, 1989, p. 220.

⁸ QUAGLI A., *Introduzione allo studio della conoscenza in economia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1995, p. 15 ss. In merito al ruolo del fattore conoscenza, si fa rimando, tra gli altri, anche ad una serie di altri contributi internazionali. GRANT R.M., *Toward a Knowledge-based theory of the firm*, in *Strategic Management Journal*, 1996, 17(7), p. 109 ss.; DAVENPORT T.H., PRUSAK L., *Working Knowledge. How organizations manage what they know*, Harvard University Press, Cambridge, 1998.

⁹ CIAMBOTTI M., *Governo strategico d'impresa. Teoria, modelli e sistemi di pianificazione*, vol. 1, Giappichelli, Torino, 2005.

¹⁰ RANALLI F., *Un breve profilo della funzione di produzione*, in CAVALIERI E.-RANALLI F., *Economia aziendale. Vol. II. Aree funzionali e governo aziendale*, Giappichelli, Torino, 1999, p. 109; MENEGUZZO M., *Managerialità, innovazione e governance: la pubblica amministrazione verso il 2000*, Aracne, Roma, 2001; VISCONTI F.-VALENTINI G. (a cura di), *L'innovazione nella dinamica strategica*, in INVERNIZZI G. (a cura di), *Strategia aziendale e vantaggio competitivo*, McGraw-Hill, Milano, 2008, p. 278 ss.

¹¹ DONATO F., *Correlazioni tra qualità e controllo nelle aziende sanitarie*, in ANSELMI L. (a cura di), *L'equilibrio economico nelle aziende sanitarie. Elementi di management e dinamica aziendale*, Giappichelli, Torino, 2002, p. 191.

¹² Il fattore "innovazione" è un elemento di carattere tecnologico che porta ad un nuovo prodotto o ad un nuovo processo, mediante un processo radicale oppure incrementale. INVERNIZZI G., *I contributi forniti dalla letteratura*, in INVERNIZZI G.-MOLTENI M.-SINATRA A., *Imprenditorialità interna: lo sviluppo di nuove attività nelle imprese*, Etas, Milano, 1988, p. 51.

competitività nei confronti dei concorrenti. Percependo in modo proattivo le indicazioni ed avvisaglie del suo ambiente, un'azienda innovativa è maggiormente propensa a sfruttare al meglio i vincoli e le opportunità. Il fattore conoscenza, derivante dall'attività di ricerca e sviluppo¹³, è una condizione necessaria sia per garantire innovatività nella conduzione dell'attività d'impresa, sia per facilitare lo sviluppo aziendale futuro¹⁴. La conoscenza, quindi, è una risorsa indispensabile per favorire la sopravvivenza dell'azienda¹⁵,

– essa viene interiorizzata dall'attività operativa: data l'intangibilità della conoscenza, è compito della gestione operativa quello di trasformare un fattore immateriale (ossia la conoscenza) in elementi concreti e di affinarsi, attraverso l'attività gestionale dell'impresa, in prodotti tangibili. Il fattore conoscenza può rappresentare un output a se stante, ossia avente un suo mercato, oppure essere interiorizzata in un altro bene o servizio.

La rilevanza dell'informazione prodotta nell'ambito del processo comunicativo rende necessaria l'adozione di un sistema di interazione con gli stakeholder alquanto efficace. L'obiettivo del presente capitolo è quello di delineare le caratteristiche e le funzionalità di un modello teorico "ideale" di comunicazione economico-finanziaria, affinché esso possa rispondere in modo efficace alle esigenze degli stakeholder.

6.2. Le peculiarità di un modello teorico "ideale" di comunicazione

Al fine di delineare le peculiarità di un modello teorico "ideale" di comunicazione economico-finanziaria, si è scelto di ripercorrere i principali elementi costitutivi mediante i quali è stata illustrata la comunicazione economico-finanziaria nel capitolo secondo, ossia:

- la distinzione tra informativa obbligatoria e quella volontaria;
- la distinzione tra destinatari interni e quelli esterni;

¹³ PUDDU L., *La ricerca e sviluppo*, in AA.VV., *Lezioni di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino, 1996, p. 161 ss.

¹⁴ VERGARA C., *Su taluni aspetti di correlazione fra "creatività" e sviluppo dell'impresa*, in AA.VV., *Creatività e sviluppo dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1991, p. 29 ss.; D'AMORE M., *Le attività di ricerca e sviluppo: un'analisi economico-aziendale*, Grafica Nappa, Aversa, 1997; CAVAZZONI G. (a cura di), *L'attività di ricerca e sviluppo nell'economia delle imprese: il caso dell'Umbria*, Giappichelli, Torino, 2010.

¹⁵ RULLANI E., *Il valore della conoscenza*, in *Economia e politica industriale*, n. 82, 1994, p. 47.

- i contenuti della comunicazione;
- la modalità di comunicazione;
- gli strumenti della comunicazione;
- gli attori della comunicazione;
- la frequenza della comunicazione;
- l’impatto della quotazione sulla *full disclosure* .

A) La distinzione tra informativa obbligatoria e quella volontaria

La filosofia di fondo di un modello teorico "ideale" di comunicazione economico-finanziaria è basata sulla necessità di fornire all'esterno una informativa completa (*full disclosure*)¹⁶, anche di natura volontaria, che va oltre le disposizioni normative dalle quali deriva l'informativa obbligatoria. In caso contrario, la sua reticenza potrebbe essere interpretata negativamente¹⁷, soprattutto se è nota una non rosea situazione aziendale¹⁸. Ne potrebbe conseguire una minore percezione del valore dei beni della stessa, fino a quando non diventa disponibile un quadro completo dell'informativa.

Una maggiore entità della *full disclosure* incrementa la trasparenza informativa, stimola il grado di attenzione degli stakeholder nei confronti dell'azienda e, come conseguenza, aumenta la credibilità della sua formula imprenditoriale. Se l'entità dell'informativa riduce, da un lato, l'asimmetria informativa nei confronti dell'esterno, dall'altro essa non deve favorire atteggiamenti di contromisura da parte dei concorrenti, che possano impedire il raggiungimento degli obiettivi aziendali¹⁹. Questo effetto è marcato quando il grado di *full disclosure* supera una certa soglia: quando l'informativa disponibile sull'azienda diventa corposa, essa attira l'attenzione dei concorrenti e, di conseguenza, aumenta il rischio di imitazione e di contromisure offensive. Ad un certo livello di infor-

¹⁶ GROSSMAN S., KRATCHMAN S., WELKER R., *The Effect of Replacement Cost Disclosure on Security Prices*, in *The Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 1981, 4(2), p. 136 ss.; MILGROM P., *Good news and Bad news: Representation Theorems and Applications*, *The Bell Journal of Economics*, 1981, 12(2), p. 380 ss.

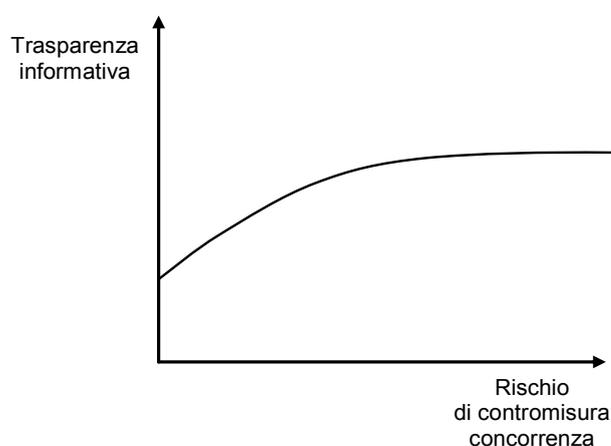
¹⁷ WALLACE, OLUSEGUN, R.S., KAMAL NASER and MORA, A., "The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain", *Accounting and Business Research*, 1994, 25(97), p. 41.

¹⁸ GINER INCHAUSTI B., "The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms", *The European Accounting Review*, 1997, 6(1), p. 45 ss.

¹⁹ QUAGLI A., *La domanda di informazioni economico-finanziarie nei mercati mobiliari: analisi degli studi empirici e spunti per un modello interpretativo*, in *Rivista Italiana dei Dottori Commercialisti*, 2002, 4, p. 655 ss.

mativa, l'azienda tende a limitare la sua comunicativa volontaria (il rischio sarebbe quello di comunicare i suoi segreti interni): anche il rischio di contromisura ferma la sua crescita. È necessario, quindi, trovare un equilibrio tra una maggiore trasparenza informativa ed il rischio che i concorrenti facciano impiego dell'informativa aziendale, avvantaggiandosene (Figura 6.2).

Figura 6.2. – La relazione trasparenza informativa/rischio di contromisura della concorrenza



Fonte: Elaborazione personale.

L'azienda che si limita a produrre all'esterno la sola informativa obbligatoria potrebbe essere considerata come riluttante e incompleta, influenzando negativamente sulla sua immagine aziendale e sul grado di reputazione. Una informativa carente può essere considerata al pari di un qualcosa non detto²⁰. Allo stesso tempo, la comunicazione finanziaria non può essere considerata come una leva da utilizzare soltanto quando si ha necessità; al contrario, esso è uno strumento da coltivare ed alimentare, per non deludere le aspettative informative degli interlocutori.

È auspicabile, quindi, la produzione di una corposa informativa volontaria, basata su una comunicazione “di indirizzo” verso gli stakeholder, con la quale l'azienda può differenziarsi dalle altre imprese e farsi conoscere in modo più

²⁰ GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria*, Egea, Milano, 2011, p. 4.

articolato all'esterno²¹. Tale informativa volontaria può contribuire ad alimentare il fattore "reputazione" dell'azienda.

Il fattore "reputazione" viene considerato da alcuni studiosi al pari di un attributo organizzativo²², da altri viene percepito come un elemento di valutazione della serietà ed affidabilità dell'azienda²³, oppure come un *asset* intangibile²⁴ che può generare valore per l'impresa. Il grado di reputazione di un'azienda sul mercato viene inteso come il risultato dell'effetto congiunto tra una serie di elementi, tra i quali si collocano i seguenti²⁵: le performance economico-finanziarie raggiunte; il livello qualitativo dell'attività del management percepito all'esterno; le performance di natura sociale ed ambientale; il livello qualitativo della forza lavoro a disposizione dell'azienda; la qualità della gamma produttiva (Figura 6.3).

Si è detto precedentemente che l'impresa si mostra più propensa nel fornire l'informativa volontaria avente per oggetto notizie positive; al contrario, essa mostra maggiore reticenza nel comunicare quelle negative. Anche nell'ambito dell'informativa volontaria, un modello "ideale" teorico di comunicazione dovrebbe fornire anche le notizie negative: ciò deriva dalla consapevolezza che l'assenza o la non completezza dell'informativa genererebbe allo stesso modo un consenso negativo da parte degli stakeholder. Ciò porterebbe ad un danneggiamento della reputazione aziendale, con un danno sulla sua immagine.

Ne consegue che il processo di comunicazione economico-finanziaria non rappresenta un mero adempimento alla normativa; al contrario, esso è uno strumento volto alla creazione e alla diffusione del valore, in quanto favorisce l'ottenimento, la conservazione e lo sviluppo di circostanze di equilibrio economico²⁶, oltre a migliorare e rafforzare la propria immagine nei confronti del contesto di

²¹ QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, FrancoAngeli, Milano, 2004, p. 30.

²² ROBERTS P.W.-DOWLING G.R., "Corporate reputation and sustained superior financial performance", *Strategic Management Journal*, 2002, 23(12), p. 1077 ss.

²³ FOMBRUN C.-VAN RIEL C., "The reputational landscape", *Corporate Reputation Review*, 1997, 1(1-2), p. 5 ss.

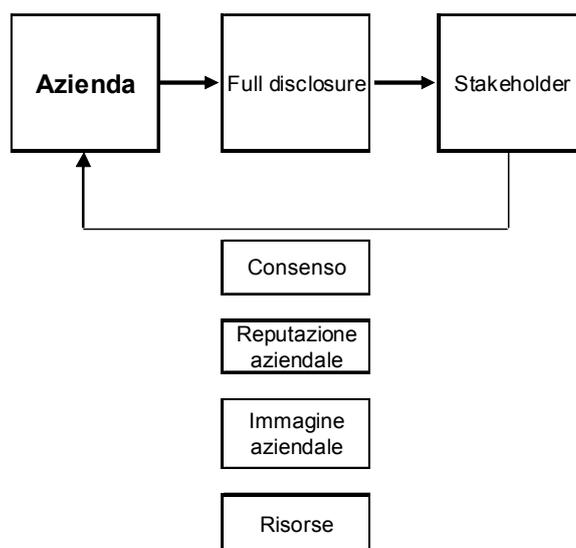
²⁴ LITTLE P.L.-LITTLE B.L., "Do perceptions of corporate social responsibility contribute to explaining differences in corporate price-earnings ratios? A research note", *Corporate Reputation Review*, 2000, 3(2), p. 137 ss.

²⁵ BEBBINGTON J.-LARRINAGA C.-MONEVA J.M., "Corporate social reporting and reputation risk management", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 2008, 21(3), p. 337 ss.

²⁶ CAPALDO P., *Reddito, capitale e bilancio di esercizio*, Giuffrè, Milano, 1998, p. 220; ALLEGRINI M., *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 6.

riferimento²⁷. Le discipline economico-aziendali, infatti, valorizzano il processo comunicativo nei confronti dell'esterno, considerando gli stakeholder come un sistema rilevante per la gestione dell'impresa²⁸.

Figura 6.3. – L'influenza di una *full disclosure*



Fonte: Elaborazione personale.

B) La distinzione tra destinatari interni e quelli esterni

Con riferimento alle tipologie di destinatari, le informazioni prodotte nell'ambito del processo di comunicazione economico-finanziaria comprendono una parte di comunicazione che si rivolge soltanto all'interno, con possibilità di essere trasferita in modo indiretto e informale anche all'esterno. In aggiunta, altre informazioni vengono orientate ai destinatari esterni, nel rispetto di un obbligo normativo, della discrezionalità dell'azienda o della forza contrattuale di

²⁷ FONTANA F., *Le risorse immateriali nella comunicazione aziendale: problemi di valutazione e di rappresentazione nella prospettiva del valore*, Giappichelli, Torino, 2001, p. 43.

²⁸ QUAGLI A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, cit., p. 2.

alcune classi di interlocutori²⁹. Spesso, l'azienda si trova a dover comunicare con una serie di soggetti che non detengono alcun ruolo nella vita aziendale³⁰; ciononostante, essi potrebbero diventare dei potenziali interlocutori.

In un modello "ideale" di comunicazione, la distinzione tra informativa ad uso interno e quella orientata all'esterno dovrebbe in parte affievolirsi. L'azienda dovrebbe selezionare una parte di informativa interna (quella tipicamente indirizzata al management e al vertice aziendale) da destinare anche agli stakeholder esterni, affinché il loro processo valutativo nei confronti dell'operato aziendale possa basarsi su un'informativa di partenza più ricca e completa.

Gli interlocutori dovrebbero essere segmentati in relazione alle loro richieste informative³¹: infatti, la possibilità di mantenimento del successo aziendale è anche relazionata alla capacità dell'azienda di percepire correttamente le attese informative degli stakeholder e di saperle soddisfare al meglio. A monte, deve esserci una selezione delle categorie di destinatari e, per ciascuna di esse, una individuazione delle tipologie di informativa da produrre, non soltanto in virtù degli obblighi di legge, ma anche delle capacità interpretative delle stesse. Previa una attenta segmentazione degli interlocutori, al fine di individuare le loro attese informative, l'azienda deve produrre dei messaggi comunicativi ad hoc. Si pensi agli attori del mercato finanziario, i quali possiedono una più elevata attitudine nel comprendere le logiche del divenire economico; al contrario, altre categorie di stakeholder (si pensi ai fornitori e ai clienti) debbono essere aiutate nell'interpretazione dei messaggi comunicazionali, attraverso una informativa integrativa³². Ciò crea delle proficue relazioni con gli stessi, veicolando in modo efficace i messaggi e stabilendo rapporti di fiducia (Figura 6.4)³³.

²⁹ CERIANI G., *Osservazioni critiche sul contenuto obbligatorio di taluni bilanci di esercizio*, LUE, Verona, 1984, p. 13; SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 54.

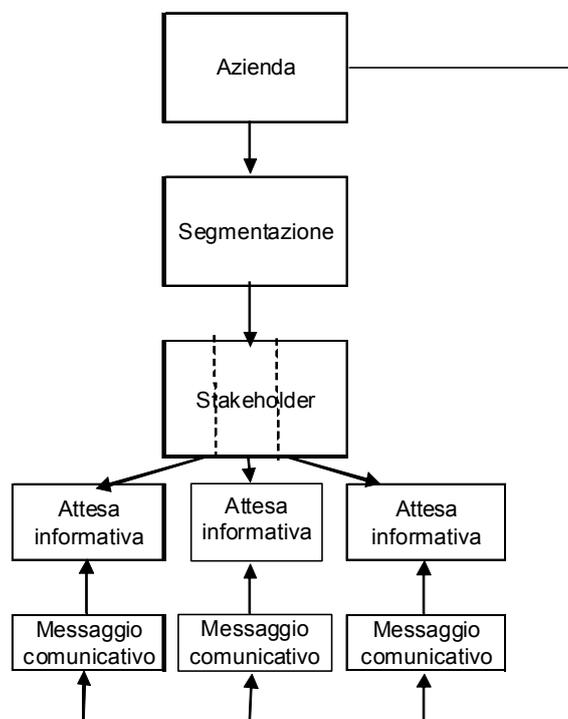
³⁰ DEEGAN C., *Financial Accounting Theory*, McGraw-Hill, Sidney, 2000.

³¹ BINDA L., *La comunicazione economico-finanziaria e le nuove tecnologie*, FrancoAngeli, Milano, 2008, p. 99.

³² SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 86.

³³ SALVIONI D.M., *Cultura della trasparenza e comunicazione economico-finanziaria*, Symphonia, 2, 2002.

Figura 6.4. – La segmentazione dell'informativa



Fonte: Elaborazione personale.

C) I contenuti della comunicazione

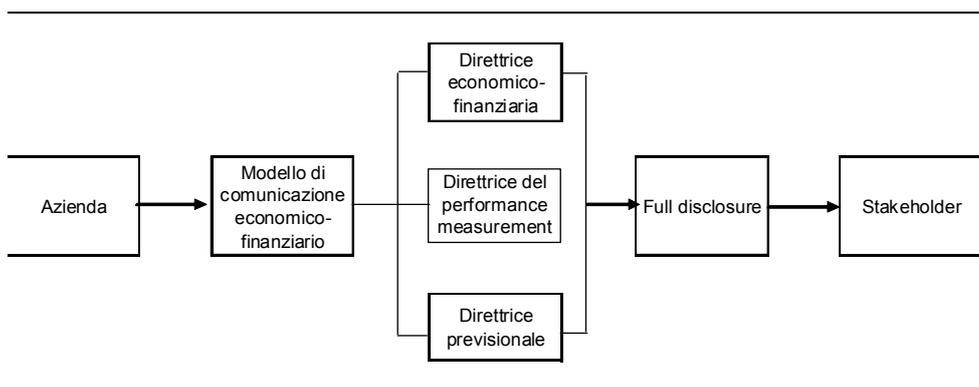
In particolare, sotto il profilo dei contenuti, una full disclosure dovrebbe riferirsi alle diverse direttrici informative (Figura 6.5):

- quella economico-finanziaria;
- quella del *performance measurement*;
- quella dell'analisi prospettica.

Con riferimento alla direttrice economico-finanziaria, l'azienda dovrebbe potenziare la descrizione dei risultati raggiunti a livello globale, di divisioni o di unità, arricchendone la portata informativa rispetto a quanto indicato nel bilancio d'esercizio. Tale maggiore trasparenza e chiarezza dovrebbe riguardare sia i risultati di natura monetaria, sia quelli non monetari. Riferendosi a quelli

monetari, sarebbe auspicabile l'impiego di risultati intermedi, la produzione degli schemi riclassificati dei documenti di bilancio, l'esposizione ed il commento degli indicatori concernenti la situazione patrimoniale, finanziaria ed economica dell'azienda. In aggiunta, anche la fornitura di altri documenti gestionali potrebbe favorire la comprensione del moto aziendale: si pensi ai budget ed ai piani industriali. Riferendosi a quelli non monetari, la full disclosure dovrebbe focalizzarsi anche su quei dati e informazioni volti ad illustrare il raggiungimento dei risultati di natura monetaria: si pensi all'illustrazione dei punti di forza dell'azienda e del suo conseguente vantaggio competitivo, quantificabili in alcuni dati quali la quota di mercato ed al grado di soddisfazione della clientela.

Figura 6.5. – La composizione di una full disclosure



Fonte: Elaborazione personale.

Inoltre, la rilevanza degli aspetti di governo societario dell'azienda rende necessaria la produzione di un'informativa sufficientemente ampia. Essa deve accogliere l'illustrazione delle regole di governo adottate dalle aziende ai fini di una corretta gestione aziendale, della verifica delle operazioni poste in essere, dell'operato e della trasparenza del vertice aziendale e del management. Tale *disclosure* deve orientarsi verso una maggiore chiarezza nei confronti degli stakeholder, affinché la sfera di interessi da essi manifestati possa essere chiaramente rispettata e ad essa vengano fornite dalle risposte.

In aggiunta, la *full disclosure* deve abbracciare anche una informativa di natura strategica e gestionale. A tal fine, l'azienda deve illustrare e motivare agli stakeholder, per quanto possibile, le intenzioni strategiche del management con riferimento alle strategie competitive aziendali, alle modalità con le quali si

tende al conseguimento degli obiettivi strategici, alla delineazione dei fattori chiave di successo e, come ultimo, ai risultati programmati. La strategia è, infatti, un oggetto basilare nell'ambito della comunicazione³⁴: ciò genera una forza unificante, nonché uno stimolo di aggregazione verso il progetto aziendale. Ciò permetterebbe agli interlocutori aziendali di stabilire il grado di coerenza delle scelte aziendali, sia in termini strategici sia gestionali, con il settore economico di riferimento. Da ciò, può derivare un giudizio di convenienza nell'investimento di nuove risorse oppure nel mantenimento di quelle già investite in azienda.

Con riferimento alla direttrice del *performance measurement*, essa deve produrre un'informazione di dettaglio finalizzata alla comprensione delle performance economico-finanziarie conseguite. L'obiettivo è quello di permettere agli interlocutori di comprendere le cause che hanno influenzato il raggiungimento dei suddetti risultati, al fine di delineare le potenzialità aziendali, i suoi fattori di forza ed anche quelli di debolezza. Una full disclosure dovrebbe focalizzarsi su una serie di oggetti informativi, di estrema utilità agli stakeholder esterni: si pensi alle performance di natura tecnico-fisica, all'entità della politica di investimento in capitale intangibile effettuata dall'azienda, così come alla politica posta in essere in campo sociale-ambientale ed ai risultati conseguiti.

Un quadro maggiormente dettagliato circa i risultati conseguiti in termini tecnico-fisici può permettere una migliore delineazione delle ragioni che hanno condotto a certe performance economico-finanziarie. Tale informativa favorisce la comprensione della struttura produttiva aziendale e del suo grado di obsolescenza e produttività, la quale può impattare positivamente o negativamente sul grado di elasticità produttiva e sul livello di bontà o difettosità della gamma offerta. La misurazione di tali performance³⁵ può avvenire in termini quantitativo-monetari (si pensi al riflesso di un lotto difettoso sui costi produttivi) oppure quantitativi non monetari (ossia espresse in termini di quantità fisiche o di unità di tempo).

Una chiara visione sulla politica espansiva avente per oggetto il capitale intangibile assume un significato rilevante: comunicare all'esterno l'orientamento aziendale verso gli *intangibles* significa dimostrare un impegno aziendale nel dotarsi di un patrimonio di credibilità. Tali investimenti, infatti, irrobustiscono

³⁴ CODA V., *La comunicazione nella strategia dell'impresa: dal mercato nazionale al mercato unico*, Egea, Milano, 1990, p. 23.

³⁵ MIOLO VITALI P., *La varietà di significati dell'integrazione fra misure di prestazioni multiple*, in AMIGONI F., MIOLO VITALI P. (a cura di), *Misure multiple di performance*, Egea, Milano, 2003, p. 61.

l'attitudine dell'azienda nell'incrementare il proprio vantaggio competitivo nei vari momenti di manifestazione del business aziendale.

La capacità dell'azienda nel tutelare gli interessi di natura sociale e ambientale del suo contesto esterno avvantaggia il miglioramento dell'immagine aziendale e, di conseguenza, il raggiungimento del consenso da parte degli stakeholder. Di converso, tali risultati in ambito sociale e ambientale possono avere una ripercussione sui risultati economico-finanziari, creando un effetto benefico di ritorno sulla credibilità aziendale, migliorando il grado di economicità e sostenibilità ottenuto.

Con riferimento alla direttrice previsionale, una full disclosure ha il compito di far comprendere agli stakeholder il quadro generale dell'azienda ed i suoi riflessi futuri, anche con riferimento al sistema di rischi che impatta sul business aziendale. Un'informativa avente per oggetto la probabile evoluzione della gestione e l'influenza sulle performance aziendali, seppur caratterizzata da un livello di incertezza informativa, ha un riflesso benefico sia sull'azienda sia sul mercato. L'azienda può influenzare il processo decisionale degli analisti finanziari, nell'ambito della loro attività di giudizio sull'attività aziendale; allo stesso tempo, essa riduce le asimmetrie informative, in quanto amplia il quadro informativo disponibile sull'azienda. Al fine di rendere maggiormente rappresentativa l'informativa previsionale, è auspicabile un orientamento della stessa su un lasso temporale di riferimento non eccessivamente ampio, in quanto all'aumentare dell'orizzonte temporale si incrementa anche il rischio che le previsioni perdano di efficacia, oltre ad essere fuorvianti nel processo decisionale dei destinatari.

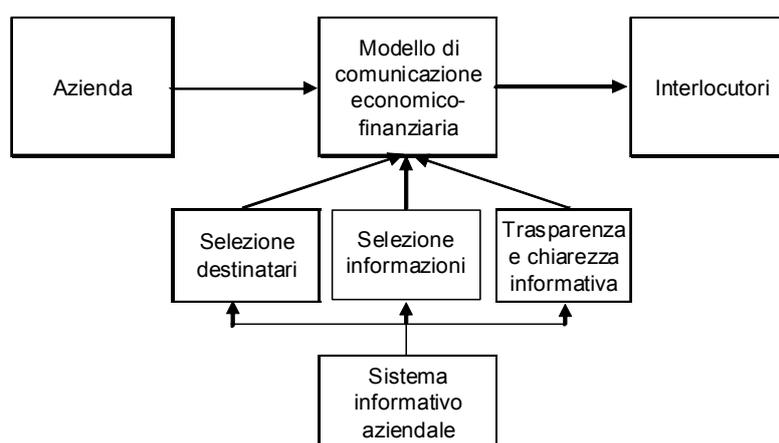
D) La modalità di comunicazione

La modalità di comunicazione ha un ruolo essenziale per rendere il messaggio maggiormente efficace. Affinché il suddetto modello possa raggiungere i destinatari in modo persuasivo, dopo una attenta selezione dei destinatari e, a seguire, delle informazioni ad essi mirate, è necessario che la comunicazione economico-finanziaria venga trasferita in modo chiaro, conciso e compiuto. L'interazione con gli stakeholder deve avvalersi di un modello teorico "ideale" di comunicazione volto alla costruzione di un proficuo rapporto di reciprocità endogena ed esogena, che necessita l'impiego di principi di trasparenza ed intelligibilità nel rappresentare l'operato dell'azienda³⁶.

³⁶ SALVIONI D.M., *Economic information in global corporate communication process*, in *Economia Aziendale*, vol. IX, n. 2, 1990, p. 233.

Soltanto una politica comunicativa volta alla chiarezza e alla trasparenza permette ai destinatari di comprendere se, nell'ambito delle informazioni quantitativo-monetarie, le variabili reddituali, patrimoniali e finanziarie costituiscono delle misure di successo³⁷ o insuccesso gestionale. Dal momento che esse configurano aspetti qualitativi e quantitativi di natura non monetaria e monetaria legati alle circostanze interne all'azienda ed alle sue relazioni con il contesto esterno, la loro comprensione permette di determinare e comprendere sia le condizioni intra-aziendale sia il raggiungimento dei consensi da parte degli interlocutori esterni³⁸ (Figura 6.6).

Figura 6.6. – Il processo di creazione della comunicazione economico-finanziaria nell'ambito di un modello "ideale" di comunicazione



Fonte: Elaborazione personale.

Tale sviluppo del processo comunicativo è reso possibile soltanto se l'azienda possiede un adeguato sistema informativo aziendale, in grado di sup-

³⁷ Il successo nell'ambito economico aziendale va interpretato come una crescita economica duratura nel tempo, capace di rafforzare nel tempo i fondamenti economici dell'impresa. A tal fine, è necessario che il suddetto fenomeno di crescita coinvolga tutta la struttura aziendale, e non soltanto parti distinte della stessa, le quali potrebbero non riuscire, singolarmente, ad innescare una crescita globale dell'impresa. Il successo deve essere inteso come un fenomeno interfunzionale ad effetto progressivo. BERTINI U., *In merito alle "condizioni" che determinano il successo dell'impresa*, in *Saggi di Economia Aziendale per Lino Azzini*, Giuffrè, Milano, 1987, p. 96.

³⁸ SALVIONI D.M., *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 55.

portare la produzione e la distribuzione dei flussi informativi, in ambito interno e tra l'azienda ed il suo contesto. Esso dà vita ad un insieme di relazioni azienda-stakeholder, volte a supportare degli scambi reciproci a livello informativo.

E) Gli strumenti della comunicazione

In un modello "ideale" di comunicazione, ogni scelta in termini di strumenti della comunicazione economico-finanziaria deve rientrare nell'ambito dell'indirizzo strategico dell'azienda, il quale può puntare in misura maggiore o minore sulla ricerca del consenso.

Il consenso degli stakeholder e la politica comunicativa aziendale sono relazionati da un rapporto biunivoco. Da un lato, tale consenso viene condizionato dalla comunicazione aziendale: in primo luogo, essa influenza le convinzioni ed i comportamenti che creano l'immagine dell'azienda sul mercato, in secondo luogo essa condiziona le aspettative che vengono poste all'azienda dagli interlocutori³⁹. Dall'altro, la ricerca del consenso da parte degli stakeholder impatta sul comportamento comunicativo dell'azienda, il quale è più o meno aggressivo e segmentato in relazione alle diverse classi di stakeholder.

Gli strumenti di comunicazione economico-finanziaria hanno efficacia soltanto se il disegno strategico è valevole e condivisibile. Esso è valido se progettato in relazione alla condizione di partenza dell'azienda, alle prospettive del settore di appartenenza e alle ragionevoli aspettative degli stakeholder e, in aggiunta, se è stato giudicato fattibile sotto il profilo tecnico, commerciale e finanziario. Esso è condivisibile, se punta ad una soddisfazione unitaria sia delle attese degli stakeholder sia di quelle dell'azienda, senza privilegiarne alcune a scapito di altre, nell'ottica di amalgamare in modo sinergico gli obiettivi di redditività, competitività e appagamento delle aspettative degli interlocutori. In assenza di un progetto strategico valido e condivisibile, gli strumenti di comunicazione economico-finanziaria perdono efficacia, in quanto non possono, nel lungo termine, puntare ad un consenso degli interlocutori.

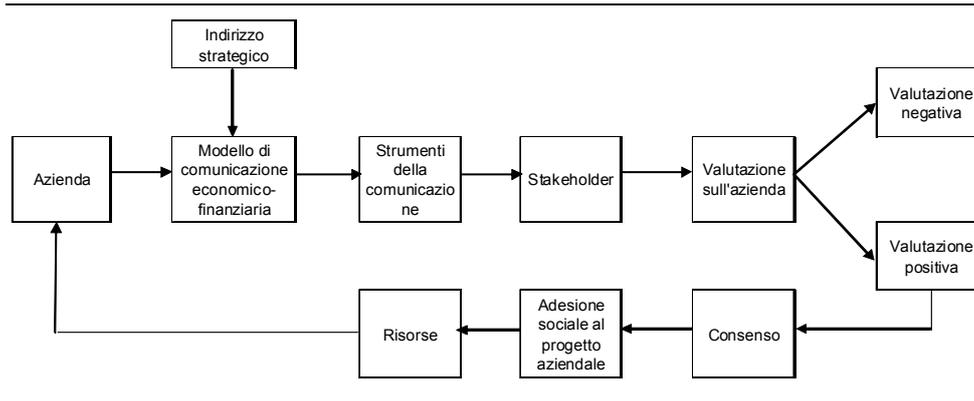
Al contempo, anche un progetto avente le suddette caratteristiche necessita l'impiego di strumenti comunicativi chiari ed efficaci, affinché essi possano ottenere una marcata e duratura adesione al progetto aziendale. È possibile affer-

³⁹ CODA V., *La comunicazione economica nella strategia aziendale*, in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, Egea, Milano, 1989, p. 11 ss.

mare, quindi, che la validità del progetto strategico, da un lato, e la chiarezza degli strumenti comunicativi, dall'altro, creano dei "circuiti virtuosi"⁴⁰ che rafforzano l'interdipendenza dei due fattori.

La bontà degli strumenti comunicativi impiegati favorisce il processo valutativo da parte degli stakeholder in merito alla bontà del progetto aziendale ed alle sue performance. Inoltre, più gli strumenti sono adatti al target di stakeholder nei confronti dei quali ci si orienta, più incrementa la possibilità che questi possono giudicare a pieno l'azienda. In caso di un giudizio positivo, il consenso maturato dagli interlocutori comporta l'adesione al progetto aziendale e, come conseguenza, favorisce la raccolta delle risorse da parte dell'azienda necessarie alla realizzazione del suo business (Figura 6.7).

Figura 6.7. – Un modello "ideale" di comunicazione economico-finanziaria come elemento di "collegamento e di cerniera" tra l'impresa e gli stakeholder



Fonte: Elaborazione personale.

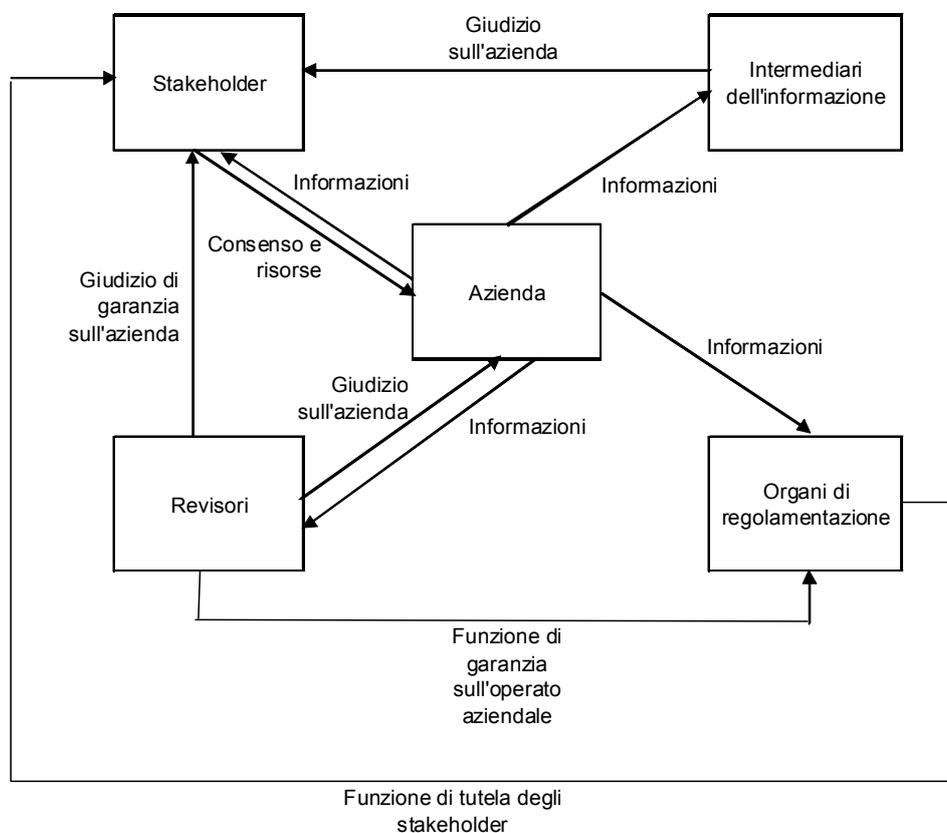
Gli strumenti adottabili possono essere sia formali sia informali, in relazione al target al quale l'azienda si orienta. Entrambi, se impiegati e gestiti con accuratezza, possono trasferire e raccogliere un insieme di notizie e valori immateriali rilevanti. Essi favoriscono, quindi, il governo dell'identità aziendale verso l'esterno e, come conseguenza, della sua immagine.

⁴⁰ CODA V., *La comunicazione economica nella strategia aziendale*, cit., p. 15.

F) Gli attori della comunicazione

Un modello teorico "ideale" della comunicazione dovrebbe abbracciare la presenza simultanea di una moltitudine di attori della comunicazione, i quali si relazionano con l'azienda a vario titolo (Figura 6.8).

Figura 6.8. – L'impatto degli attori sul modello teorico "ideale" di comunicazione



Fonte: Elaborazione personale.

L'azienda rappresenta l'attore principale del processo, in quanto diffonde il flusso informativo. Data la rilevanza dell'informativa, è auspicabile un'attenta ed accurata produzione della stessa. Quando la struttura organizzativa (ed il

budget) lo permettono, sarebbe auspicabile una gestione interna dell'attività comunicativa, in quanto un coinvolgimento diretto dell'azienda e del suo management favorisce autorevolezza all'informativa e, allo stesso tempo, una coesione tra l'immagine aziendale ed il suo progetto strategico. L'adozione di un team dedicato all'attività di Investor Relations (IR), quando sostenibile sotto il profilo economico, favorisce il supporto del processo decisionale degli stakeholder, grazie alla produzione di informazioni aggiornate e complete sugli avvenimenti aziendali e sui riflessi in termini economico-finanziari.

Grande attenzione deve essere riposta nelle attese informative degli stakeholder della comunicazione. Tali aspettative sono la manifestazione di un interesse che, se soddisfatto, può trasformarsi in un maggior consenso al business aziendale. Tale soddisfazione influenza direttamente il grado di coinvolgimento degli stessi e, quindi, anche l'entità delle risorse che questi mettono a disposizione dell'azienda. I destinatari debbono essere opportunamente classificati e segmentati, in quanto ad ogni classe di interesse deve essere destinato un flusso informativo.

In aggiunta, anche i soggetti intermediari dell'informazione hanno un peso nell'ambito del suddetto processo; essi, infatti, producono l'informazione derivata, la quale viene impiegata dalle varie categorie di stakeholder nell'ambito del processo di valutazione sull'azienda. Una *full disclosure* incrementa, da un lato, il grado di interesse degli intermediari dell'informazione nei confronti dell'operato aziendale; dall'altro, essa favorisce una visione completa ed esaustiva dello stato di salute e del progetto strategico aziendale, dalla quale gli analisti possono produrre una valutazione più precisa.

Il processo di produzione dell'informazione comprende anche altri soggetti, tra i quali i revisori. L'azienda deve permettere lo svolgimento della loro attività di garanzia nei confronti dei destinatari; pertanto, essa deve manifestare una certa flessibilità e disponibilità nel fornire un determinato quadro informativo. Un giudizio positivo da parte dei revisori è una sorta di "bollino di qualità" sull'operato aziendale che influenza l'immagine dell'azienda.

Anche l'operato degli organismi di regolamentazione ha una sua rilevanza, in quanto supervisiona lo svolgimento dell'attività aziendale e favorisce una produzione informativa maggiormente confrontabile tra aziende differenti, a vantaggio del processo valutativo degli stakeholder.

G) La frequenza della comunicazione

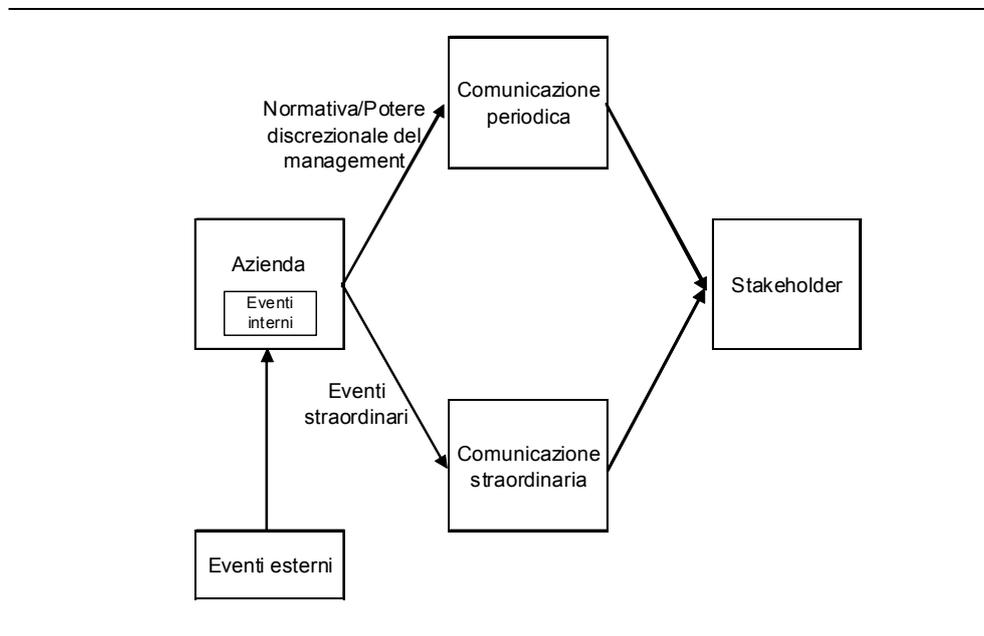
Una *full disclosure* si deve avvalere di un'attività comunicativa sia con valenza periodica sia di natura straordinaria.

La periodicità favorisce l'aggiornamento del quadro aziendale, permettendo agli stakeholder di valutare con sistematicità la situazione aziendale, le sue scelte e le performance conseguite. Inoltre, oltre alla comparazione temporale, la periodicità favorisce un costante raffronto spaziale.

La sola comunicazione periodica non sarebbe, però, esaustiva. Al contrario, essa necessita di un processo informativo volto a rappresentare anche gli effetti di particolari eventi di natura straordinaria sul quadro aziendale, di natura interna oppure derivanti dall'esterno. Tali eventi possono essere fonte di opportunità per l'azienda (come il caso di una quotazione nei mercati borsistici oppure una fusione aziendale), oppure arrecare delle minacce (si pensi alla situazione di una conclamata crisi aziendale) (Figura 6.9).

Sia nei confronti della periodicità informativa sia quando essa è straordinaria nel suo manifestarsi, l'azienda deve offrire una trasparenza ed esaustività informativa, nell'obiettivo comune di mantenere alto il consenso sociale. Ciò è maggiormente rafforzato nel caso di eventi che impattano negativamente sul business aziendale.

Figura 6.9. – La frequenza informativa nel modello teorico "ideale" di comunicazione economico-finanziario



Fonte: Elaborazione personale.

H) L'impatto della quotazione nei mercati regolamentati

Un modello "ideale" teorico della comunicazione è influenzato sia nel caso di un'azienda non quotata nei mercati regolamentati sia di una società quotata (Tabella 6.1).

Tabella 6.1. – L'impatto della quotazione sul modello teorico "ideale" di comunicazione economico-finanziario

	Numero stakeholder	Necessità di risorse	Necessità del consenso	Ampiezza informativa
Azienda quotata	Alto	Alto	Alto	Elevata
Azienda non quotata	Basso	Alto	Alto	Media

Nel caso di una azienda non quotata, la numerosità dei soggetti interessati è inferiore rispetto ad una società quotata. Ciononostante, l'azienda deve porre in essere un attento processo comunicativo. Essa deve investire nell'attività comunicativa al fine di mantenere o migliorare la propria immagine sul mercato. Pur non essendo quotata, le esigenze in termini di risorse finanziarie possono essere elevate; pertanto, un maggior consenso nel progetto aziendale favorisce la raccolta delle risorse necessarie, che vengono messe a disposizione dagli stakeholder.

Inoltre, il processo comunicativo è volto ad attirare l'attenzione di soggetti non ancora legati alle sorti aziendali: ne consegue la necessità di produrre un'informativa volta ad attrarre nuove risorse. L'ampiezza della full disclosure deve permettere il soddisfacimento di ogni esigenza informativa; data la limitatezza delle categorie di stakeholder interessate, tale informativa è comunque meno ampia rispetto a quella di una società quotata.

Quando l'azienda si avvicina alla quotazione, il suo atteggiamento comunicativo si deve intensificare notevolmente: spesso, l'approccio adottato è quasi assimilabile a quello di una azienda quotata.

Nel caso di una società quotata, il grado di attenzione dei mercati e degli stakeholder è elevato, oltre alle disposizioni normative che l'azienda deve rispettare. Ad esso, si somma la difficoltà nel reperire nuove forme di finanziamento e all'innalzamento dei costi del suddetto finanziamento. Ciò richiede una produzione informativa ampia, articolata e ciclica nella sua manifestazione.

Il processo comunicativo deve rientrare nell'ambito della strategia aziendale, affinché possa esservi una coerenza tra la strategia delineata ed i risultati programmati, da una parte, e il messaggio che l'azienda effettua nei confronti dell'esterno. Una adeguata attività comunicativa deve, in primo luogo, sostenere l'evento della quotazione; in secondo tempo, essa deve focalizzare gli sforzi nel supportare l'andamento del titolo. A tal fine, il modello comunicativo deve coinvolgere le differenti tipologie di soggetti che, a vario titolo, dialogano con l'azienda: non solo gli azionisti, ma anche gli investitori istituzionali, gli intermediari finanziari, i risparmiatori potenziali, agli analisti finanziari ed i media.

Il forte livello di attenzione da parte dei soggetti esterni, abbinato all'obbligatorietà di una certa informativa, rende necessaria la produzione di un contenuto informativo preciso ed esaustivo, oltre che ampio. L'intento è quello di raggiungere un quadro informativo che tocchi gli aspetti di natura economica, finanziaria e patrimoniale dell'impresa, oltre alle potenzialità in termini di crescita e sviluppo della stessa.

Riflessioni conclusive

L'interrelazione dell'azienda con l'esterno ha prodotto un marcato interesse degli stakeholder nei confronti della stessa. L'azienda, quindi, si trasforma da strumento volto alla soddisfazione di interessi privatistici ad istituto economico marcatamente interrelato al suo ambiente. L'importanza di soddisfare le attese degli interlocutori ha favorito una modificazione dell'orientamento aziendale che, da una visione incentrata sulla *shareholder view*, si è indirizzato verso un'ottica di *stakeholder view*.

Il "sistema di informazioni", considerabile un output del sistema aziendale, comprende un processo di comunicazione tra l'azienda ed il suo ambiente, avente per oggetto delle informazioni di differente natura. Se il contesto è fonte di un flusso informativo a cui l'azienda attinge, essa produce una serie di informazioni, dettata dalla necessità di favorire atteggiamenti armonizzati dei suoi elementi costitutivi, che vengono indirizzati verso comuni obiettivi.

La comunicazione costituisce, quindi, un fattore di propulsione e di indirizzo degli atteggiamenti dei soggetti interni ed esterni al sistema azienda nei confronti del disegno imprenditoriale. Inoltre, essa deve dimostrare il grado di appagamento delle attese manifestate dagli stakeholder.

La comunicazione aziendale viene considerata al pari di uno "strumento di gestione del consenso": tale consenso deriva da un sentimento di fiducia degli stakeholder nei confronti della capacità aziendale nel soddisfare le loro attese. Il consenso favorisce la creazione dell'immagine aziendale e la costituzione e mantenimento di relazioni durature tra l'azienda ed i suoi componenti e tra l'azienda ed il suo ambiente.

La ricerca del consenso degli interlocutori, dal quale dipende l'entità delle risorse messe a disposizione dell'azienda, viene sollecitata mediante l'illustrazione dei vantaggi derivanti dall'adesione al progetto strategico dell'impresa e, allo stesso tempo, degli svantaggi di un mancato sostegno.

La politica di comunicazione economico-finanziaria è da intendersi sia come un valore aziendale, sia come un valore sociale. Nella sua valenza aziendale, essa permette un confronto tra l'azienda ed il suo ambiente, affinché venga-

no rispettate le mutevoli esigenze delle parti coinvolte. Nella sua accezione sociale, la comunicazione è la manifestazione di una molteplicità di attese mostrate da vari interlocutori aziendali, nei confronti delle quali l'azienda deve dimostrare la capacità di soddisfazione.

Un processo comunicativo efficace deve favorire il processo valutativo del business aziendale da parte degli stakeholder, grazie ad una visione chiara e completa del progetto che lo caratterizza. La trasparenza informativa nei confronti dell'esterno può essere raggiunta soltanto con un accostamento tra informativa obbligatoria e quella volontaria. Da un lato, l'informativa obbligatoria è rilevante, in quanto essa è relativa ad oggetti di estrema significatività; inoltre, spesso è l'unica fonte informativa per alcune categorie di interlocutori nella valutazione dello stato di salute dell'azienda. A tal fine, è necessario che tale informativa venga elaborata in modo chiaro, completo e trasparente. Dall'altro, l'informativa volontaria è volta a tutelare maggiormente quei soggetti che manifestano una sfera di interesse nei confronti dell'operato aziendale.

La comunicazione volontaria permette all'azienda di distinguersi e farsi conoscere in modo più articolato dagli interlocutori, grazie al suo messaggio "di indirizzo" verso gli stakeholder. Infatti, una politica aziendale volta alla produzione della comunicazione volontaria è contraria alla riservatezza, in quanto è caratterizzata da un approccio attivo, finalizzato ad una informativa chiara, esaustiva e tempestiva.

La distinzione tra informativa obbligatoria e volontaria non è, di fatto, di semplice identificazione. L'obbligo informativo può essere oggetto di differenti interpretazioni da parte delle aziende, soprattutto quando esso ha per oggetto un contenuto minimale. Inoltre, l'azienda potrebbe produrre una informazione volontaria nella scelta principale (ossia se fornire o meno l'informativa), ma obbligatoria nel contenuto e nella modalità espositiva (se la normativa ne impone i contenuti e la forma). In aggiunta, vi sono delle circostanze nelle quali l'informativa è volontaria soltanto nella forma, ma obbligatoria nella sostanza, ossia sollecitata da alcune classi di stakeholder con un forte potere contrattuale.

L'informazione prodotta dall'azienda rappresenta, insieme ad altri beni economici, un prodotto di natura immateriale di estrema rilevanza: il suo valore accresce il patrimonio intangibile della stessa. Ogni politica di investimento in *intangibles*, nella quale rientra anche quella comunicativa, alimenta il patrimonio di credibilità dell'azienda nei confronti degli stakeholder. Il valore che viene a crearsi può esercitare un impatto positivo sulla forza contrattuale dell'azienda nei confronti dei suoi interlocutori.

Il processo di comunicazione aziendale stimola, quindi, la creazione del valore. Una politica comunicativa volta a trasmettere efficacemente il grado di soddisfazione delle attese degli stakeholder permette una visione condivisa del

valore creato. Ciò favorisce l'ottenimento del consenso e la raccolta di risorse da parte dell'azienda. Ne consegue che gli sforzi comunicativi contribuiscono a creare nuovo valore.

La rilevanza del fattore "informazione" nell'ambito del processo comunicativo rende necessaria l'adozione di un modello efficace di interazione con gli stakeholder. Nel testo, è stata elaborata una proposta di modello comportamentale delle aziende nell'ambito della comunicazione economico-finanziaria, al fine di favorire una efficace e completa *disclosure*.

La filosofia di fondo di un modello teorico "ideale" di comunicazione economico-finanziaria volto all'efficacia informativa è quella di una informativa completa (*full disclosure*), che va oltre l'informativa obbligatoria e che contempla anche un notevole grado di informativa volontaria. La *full disclosure* migliora la trasparenza informativa, stimola il grado di attenzione degli stakeholder nei confronti dell'azienda e incrementa la credibilità della sua formula imprenditoriale. La ricerca di un equilibrio tra una maggiore trasparenza informativa a favore degli stakeholder ed il rischio di contromosse da parte dei concorrenti "informati" deve essere una prerogativa di tale modello.

La distinzione marcata tra informativa interna e quella esterna dovrebbe in parte ridursi. Per permettere un migliore processo valutativo del business aziendale da parte degli stakeholder, l'azienda dovrebbe destinare agli interlocutori esterni una parte di informativa ad uso interno. A monte, dovrebbe esserci una segmentazione degli interlocutori aziendali, affinché a ciascuna categoria vengano indirizzate delle opportune ed utili tipologie di informazioni.

Sotto il profilo sostanziale, una *full disclosure* dovrebbe contemplare ogni direttrice informativa, ossia quello economico-finanziaria, quella del *performance measurement* e quella prospettica, perché l'effetto congiunto delle stesse favorisce un quadro completo dello stato di salute dell'azienda, dei suoi punti di forza e di debolezza. Sotto il profilo formale, il processo comunicativo, affinché possa essere attrattivo e persuasivo, deve avvalersi di una interazione con gli stakeholder improntata su principi di trasparenza ed intelligibilità nel rappresentare l'operato dell'azienda. Ciò favorisce il processo valutativo da parte degli stakeholder sulla bontà del progetto aziendale e sui risultati conseguiti. Inoltre, gli strumenti adottati debbono indirizzarsi a tutti gli attori del processo comunicativo, in quanto ogni esigenza informativa è degna di rispetto e non va disattesa per non danneggiare il grado di reputazione aziendale.

La produzione dell'informativa rappresenta un'attività di assoluta rilevanza. Ne consegue la necessità di un coinvolgimento diretto da parte del management, il quale conferisce autorevolezza alla stessa, oltre a permettere coesione tra l'immagine aziendale ed il business posto in essere. Compatibilmente con le possibilità aziendali e le sue dimensioni, la creazione di un team dedicato al-

l'attività di *investor relation* supporta il processo decisionale degli stakeholder, in quanto favorisce una produzione di informazioni più completa e tempestiva.

Il modello teorico "ideale" di comunicazione viene influenzato dalla quotazione dell'azienda nei mercati regolamentati. Infatti, se la società è quotata, il grado di attenzione dei mercati e degli interlocutori è notevole, oltre all'entità di informativa obbligatoria che l'azienda deve rispettare. Considerando anche la difficoltà nel reperimento di fonti di finanziamento, l'entità della *disclosure* deve essere estesa, sistematica e ciclica nella sua manifestazione. Ciononostante, anche nel caso di un'azienda non soggetta a quotazione, il processo comunicativo deve essere attento, nell'ottica di mantenere o migliorare la propria immagine sul mercato, di sviluppare il consenso e di favorire la raccolta delle risorse.

Le suddette riflessioni conclusive si propongono di delineare nuove prospettive di ricerca nell'ambito della comunicazione economico-finanziaria. L'obiettivo è quello di applicare il modello teorico "ideale" di comunicazione proposto ad un campione di riferimento, al fine di verificare il grado di rispondenza allo stesso da parte delle aziende attraverso il loro comportamento comunicativo. Operando una distinzione tra aziende quotate e non quotate, l'utilità di un'indagine empirica si ricollega alla necessità di evidenziare quanto la politica comunicativa in materia economico-finanziaria sia valorizzata nell'ambito della strategia aziendale.

Bibliografia

- AA.VV., *Le livre de la communication d'entreprise et des medias*, Dunod, Paris, 1990.
- Aboody D., Kaznik R., "CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures", *Journal of Accounting and Economics*, 2000, 29 (1), pp. 73-100.
- Adamo S., *Finalità ed obiettivi delle aziende nell'attuale contesto socio-economico*, in AA.VV., *Scritti in memoria di Paolo Maizza*, Cacucci, Bari, 1999.
- Adamo N., Di Cagno S., *Amministrazione e controllo delle imprese di assicurazione*, Giapichelli, Torino, 2000.
- Adams C.A., "Internal organisational factors influencing corporate social and ethical reporting: beyond current theorising", *Journal Accounting, Auditing & Accountability*, 2002, 15(2), pp. 223-250.
- Ahmed K., Curtis J.K., "Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis", *British Accounting Review*, 1999, 31, pp. 35-61.
- AIAF (Associazione Italiana degli Analisti Finanziari), *Best practice per la disclosure dei rischi finanziari*, Quaderno n. 143, settembre 2009.
- AICPA (American Institute of Certified Public Accountants), *Improving Business Reporting. A customer focus*, AICPA, New York, 1994.
- AIFI, *Guida al business plan*, AIFI, Milano 2002.
- Airoldi G., *Le comunicazioni aziendali per il cambiamento strategico e organizzativo nelle banche*, in AA.VV., *La comunicazione nelle banche*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1987.
- Airoldi G., Brunetti G., Coda V., *Corso di Economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1989.
- Airoldi G., Brunetti G., Coda V., *Economia Aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1994.
- Airoldi G., Brunetti G., Coda V., *Corso di Economia Aziendale*, Il Mulino, Bologna, 2005.
- Akerlof G., "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 1970, 84, pp. 488-500.
- Alchiam A.A., Demsetz H., "Production, information costs and economic organization", *The American Economic Review*, 1972, 65(5), p. 777-795.
- Allegrini M., *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, Giuffrè, Milano, 2003.
- Allegrini M., Bertoli P., Bacciga P., Greco G., Meini F., *Gli Annual Report delle Società Italiane*, prima edizione, Andaf, Università di Pisa, Pisa, 2000.
- Allegrini M. (a cura di), *Lo stato di salute delle società italiane, Osservatorio Annual Report*, II edizione, Università di Pisa, Pisa, 2007.
- Allegrini M., "Lo studio dei flussi di cassa", in Danovi A., Quagli A. (a cura di), *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento*, Ipsoa, Milano, 2008.

- Allegrini M., *Primo Forum sul bilancio delle società italiane*, Convegno Andaf-Inpsoa Scuola di Formazione, Milano, 10 febbraio 2010.
- Alt J., Shepsle K. (eds.), *Bargaining costs, influence costs, and the organization of economic activity. Perspectives on Positive Political Economy*, Cambridge University Press, Cambridge, 1990.
- Alvino F., *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa sul mercato dei capitali*, Giappichelli, Torino, 2001.
- Amaduzzi A., *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell'impresa*, Cacucci, Bari, 1949.
- Amaduzzi A., *Il sistema dell'impresa nelle condizioni prospettive del suo equilibrio*, Signorelli, Roma, 1949.
- Amaduzzi A., *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, 1953.
- Amaduzzi A., *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell'impresa*, Editrice Viscontea, Milano, 1957.
- Amaduzzi A., *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, vol. I., Utet, Torino, 1961.
- Amaduzzi A., *Manuale di contabilità aziendale*, Utet, Torino, 1968.
- Amaduzzi A., *Tematica sui bilanci delle società azionarie*, Libreria Edizioni Kappa, Roma 1971.
- Amaduzzi A., *I bilanci di esercizio delle imprese*, Utet, Torino, 1976.
- Amaduzzi A., *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, III edizione, Utet, Torino, 1978.
- Amaduzzi A., Paolone G., *I bilanci di esercizio delle imprese*, Utet, Torino, 1986.
- Amaduzzi A., *Manuale di Economia aziendale*, Cacucci, Bari, 1993.
- American Institute of Certified Public Accountants, *Prospective Financial Information*, American Institute of Certified Public Accountants, New York, 2009.
- Amihud, Y. and H. Mendelson. 1986. Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17, pp. 223-249.
- Amietta P.L., "La comunicazione nelle organizzazioni", *L'Impresa*, 2/1988.
- Amigoni F., I sistemi di controllo direzionale. Criteri di programmazione e di impiego, Giuffrè, Milano, 1979.
- Amigoni F., "La comunicazione interna come strumento di management", in AA.VV., *La comunicazione: strumento di management per le imprese complesse*, Egea, Milano, 1991.
- Amodeo D., "Gli standard generalmente accettati e le loro influenze sulla pratica e sulla tecnica contabile", in AA.VV., *Studi di economia, organizzazione e ragioneria in memoria di G. Corsani*, Cursi, Pisa, 1966.
- Amodeo D., "Il bilancio delle società per azioni come strumento di informazione", in AA.VV., *Scritti in onore di Giordano Dell'Amore*, Giuffrè, Milano, 1969.
- Amodeo D., *Ragioneria generale delle imprese*, Giannini, Napoli, 1983.
- Andaf, "Informativa di bilancio e semplificazione: survey e prime proposte operative", *Andaf Papers*, Quaderno n. 10, ottobre 2010.
- Andrea M., Andrei P., "La rendicontazione sociale nei gruppi aziendali: strumento di governance allargata?", in Maggioni V., Potito L., Viganò R., *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2009.

- Andrei P., "Lo Stato Patrimoniale", in Pezzani F. (a cura di), *Il bilancio di esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1993.
- Andrei P., "La struttura e il contenuto del bilancio di esercizio", in Andrei P., Azzali S., Fellegara A.M., Orlandoni E., *Il bilancio di esercizio d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2003.
- Angiola N., *Crisi d'impresa: modelli di analisi e di previsione*, Dipartimento di scienze economiche, matematico-statistiche, economico-aziendali, ambientali, Lecce, 1998.
- Angiola N., *La comunicazione economico-finanziaria dei gruppi italiani quotati. Un'indagine empirica sull'informativa settoriale*, FrancoAngeli, Milano, 2007
- Anselmi L. (a cura di), *L'equilibrio economico nelle aziende sanitarie, Elementi di management e dinamica aziendale*, Giappichelli, Torino, 2002
- Antonelli V., *Andamenti e valori nel sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino, 2001.
- Antonelli V., Cerbioni F., *Le origini dell'analisi dei costi in economia aziendale: prime osservazioni*, Dipartimento di economia aziendale E. Giannessi, Università di Pisa, Pisa, 1997.
- Ardemani E., *L'impresa. Economia, controllo e bilancio*, vol. III, Giuffrè, Milano, 1991.
- Arduini S., *Le aziende non profit. Il controllo dell'efficacia e dell'efficienza*, Giappichelli, Torino, 1996.
- Argenti P., Barnes C., *Digital Strategies for Powerful Corporate Communications*, McGraw Hill, New York, 2009.
- Armitage S., Marston C., *Corporate disclosure and the cost of capital: The views of finance directors*, ICAEW Centre for Business Performance Briefing, London, 2007.
- Avallone F., "La domanda di informazioni economico-finanziarie nei mercati dei capitali: alcune evidenze empiriche", in Salvioni D.M. (a cura di), *Trasparenza ed efficacia della comunicazione economico-finanziaria*, Giappichelli, Torino, 2003.
- Avi M.S., *Il bilancio come strumento di comunicazione verso l'esterno*, Cedam, Padova, 1990.
- Azzali S., "Il Conto Economico", in Pezzani F. (a cura di), *Il bilancio di esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1993.
- Azzini L., *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1978
- Azzini L., *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1982.
- Baginski S., Hassell J., Waymire G., "Some evidence on the news content of preliminary earnings estimates", *The Accounting Review*, 1994, 69(1), pp. 265-273.
- Bagnoli L., *Quale responsabilità sociale per l'impresa*, FrancoAngeli, Milano, 2004.
- Bagnoli L., *Responsabilità sociale e modelli di misurazione*, FrancoAngeli, Milano, 2010.
- Baldwin B.A., "Segment Earnings Disclosure and the Ability of Security Analysts to Forecast Earnings per Share", *Accounting Review*, July 1984, pp. 376-389.
- Bandettini A., *Decisioni e necessità d'informazione nelle aziende*, Cedam, Padova, 1978.
- Baraldi S., "Alcune riflessioni sui principi contabili internazionali nelle relazioni tra aziende di credito e piccole-medie imprese", in Atti del Convegno Internazionale "L'armonizzazione dei principi contabili in Europa – Quali regole per le piccole e medie imprese?", Rirea, Roma, 2005.
- Baraldi S., *Le performance manageriali: sistemi di misurazione e valutazione*, McGraw-Hill, Milano, 2000.
- Barry, C.B., Brown S.J., "Differential information and security market equilibrium", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1985, 20, pp. 407-422.

- Barzel Y., "Measurement cost in the organization of markets", *Journal of Law and Economics*, 1982, 25, pp. 27-48.
- Bastia P., *Il bilancio d'impresa*, Clueb, Bologna, 1989.
- Bastia P., *Il bilancio*, Giappichelli, Torino, 1995.
- Bastia P., *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali*, Giappichelli, Torino, 1996.
- Bastia P., *Sistemi di pianificazione e controllo*, Il Mulino, Bologna, 2001.
- Bastia P., *Principi di economia aziendale*, Cedam, Padova, 2009.
- Bava F., Devalle A., *L'impresa che comunica "da grande"*, Ipsoa, Milano, 2008.
- Beattie V., Thomson S., *Intellectual capital reporting: academic utopia or corporate reality in a brave new world?*, Institute of Chartered Accountants OF Scotland (ICAS), Edinburgh, 2010.
- Bebbington J., Larrinaga C., Moneva J. M., "Corporate social reporting and reputation risk management", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 2008, 21(3), pp. 337-361.
- Beer S., *Diagnosi e progettazione organizzative: principi cibernetici*, Isedi, Torino, 1991.
- Belcredi M., *Economia dell'informazione societaria*, Utet, Torino, 1993.
- Belkaoui A., Karpik P.G., "Determinants of the corporate decision to disclose social information", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 1989, 2(1), pp. 36-51.
- Bendell M., "Corporate Accountability and International Regulation of TNCs". Presentation summarise in *Conference News – Corporate Social Responsibility and Development: Towards a New Agenda?*, Report of the United Nations Research Institute for Social Development (UNRISD), Conference 17-18 November 2003, Geneva.
- Beretta S., "Struttura, processi, meccanismi di governo", in Favotto F., *Economia aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 2001.
- Beretta S., *No News Bad News*, Egea, Milano, 2006.
- Beretta Zanoni A., *Strategia aziendale*, Cedam, Padova, 2008.
- Bergamin Barbato M., "Il valore segnaletico degli indici di bilancio in rapporto ai criteri seguiti per la loro determinazione", in Coda V., Brunetti G., Bergamin Barbato M., *Indici di bilancio e flussi finanziari*, Etas Libri, Milano, 1974.
- Bergamin Barbato M., "La capacità informativa dei bilanci nei gruppi di aziende", in AA.VV., *Saggi di Economia Aziendale per Lino Azzini*, Giuffrè, Milano, 1987.
- Bergamin Barbato M., *Programmazione e controllo in un'ottica strategica*, Utet, Torino, 1991.
- Berlanda E., "Intervento alla Tavola rotonda Oscar di Bilancio 1993", in AA.VV., *Per una credibile informazione societaria ovvero: l'etica dell'informazione aziendale*, Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Quaderno n. 124, 1994.
- Bertinetti G., *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Egea, Milano, 1996.
- Bertini U., *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Colombo Corsi, Pisa, 1969.
- Bertini U., "In merito alle 'condizioni' che determinano il successo dell'impresa", in *Saggi di Economia Aziendale per Lino Azzini*, Giuffrè, Milano, 1987.
- Bertini U., *Scritti di politica aziendale*, Giappichelli, Torino, 1990.
- Bertini U., *Il sistema d'azienda. Schema di analisi*, Giappichelli, Torino, 1990.

- Bertoli P., "I nuovi paradigmi della comunicazione economico-finanziaria delle imprese", in *Gli Annual Report delle società Italiane*, Edizioni Andaf, Pisa, 2006.
- Bhushan R., "Collection of Information About Publicly Traded Firms: Theory and Evidence", *Journal of Accounting and Economics*, 1989, 11, pp. 183-207.
- Bhushan R., "Firm Characteristics and Analyst Following", *Journal of Accounting and Economics*, 1989, 11, pp. 255-275.
- Bianchi C., *Il modello aziendale come modello di economicità*, Edizioni Kappa, Roma, 1993.
- Bianchi Martini S., Di Stefano G., Romano G., *La governance delle società quotate: tra best practice internazionali e tradizioni aziendali italiane*, FrancoAngeli, Milano, 2006.
- Bianchi S., "La comunicazione economico-finanziaria nelle operazioni straordinarie d'impresa", in Corvi E., *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Egea, Milano, 1997.
- Bianchi T., *I fidi bancari: tecnica e valutazione dei rischi*, Utet, Torino, 1977.
- Bianchi T., *La borsa valori e il mercato finanziario*, Utet, Torino, 1987.
- Bianchi T., "Intervento alla Tavola rotonda Oscar di Bilancio 1993", in AA.VV., *Per una credibile informazione societaria ovvero: l'etica dell'informazione aziendale*, Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Quaderno n. 124, 1994.
- Bianchi D., Mauri D., Sammarco G., *Dal bilancio sociale al bilancio di sostenibilità: metodologie ed esperienze a confronto*, Fondazione ENI Enrico Mattei, 2001.
- Binda L., *La comunicazione economico-finanziaria e le nuove tecnologie*, FrancoAngeli, Milano, 2008.
- Blacconiere W.G., Patton D.M., "Environmental Disclosures, Regulatory Costs and Changes in Firm Value", *Journal of Accounting and Economics*, 1994, 18, pp. 357-377.
- Bocchini E., "Evoluzione legislativa e giurisprudenziale della disciplina del bilancio", in AA.VV., *Il bilancio d'esercizio. Temi attuali*, Giuffrè, Milano, 1977.
- Bocchino U., *Il benchmarking. Uno strumento innovativo per la pianificazione ed il controllo strategico*, Giuffrè, Milano, 1994.
- Bocchino U., Serini F., Turolla A., *Contabilità e controllo dei costi: casi e problemi*, Giuffrè, Milano, 2003.
- Boesso G., Kumar K., "Drivers of corporate voluntary disclosure: A framework and empirical evidence from Italy and the United States", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 2005, 20(2), pp. 269-296.
- Borgonovi E., *L'economia aziendale negli istituti pubblici territoriali*, Giuffrè, Milano, 1973.
- Borsa Italiana S.p.A., *Comunicare con gli investitori istituzionali*, Milano, 4 settembre 2002.
- Borsa Italiana S.p.A., *Guida al piano industriale*, Borsa Italiana, Milano, 2003.
- Borsa Italiana S.p.A., *Linee Guida per la redazione della relazione annuale in materia di corporate governance*, 2002 (e aggiornamento 2003).
- Botosan C.A., "Disclosure level and the cost of equity capital", *The Accounting Review*, 1997, 72 (3), pp. 323-350.
- Botosan, C.A., "Disclosure and the cost of capital: what do we know?", *Accounting and Business Research*, International Accounting Policy Forum, 2006, vol. 36, pp. 31-40.

- Bowman E.H., *Content Analysis of Annual Reports for Corporate Strategy and Risk, Readings on Strategic Management*, Ballinger, Cambridge, 1984.
- Bozzolan S., *Bilancio e valore*, McGraw-Hill, Milano, 2001.
- Bozzolan S., Favotto F., Ricceri F., "Italian annual intellectual capital disclosure: an empirical analysis", *Journal of Intellectual Capital*, 2003, 4(4), pp. 548-58.
- Bozzolan S., O'Regan P., Ricceri F., "Intellectual capital disclosure (ICD): a comparison of Italy and the UK", *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 2006, 10(2), pp. 92-113.
- Branciarri S., *Integrazione e differenziazione della comunicazione economico-finanziaria verso gli stakeholder internazionali*, in Branciarri S. (a cura di), *La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari*, FrancoAngeli, Milano, 2003.
- Brennan M.J., Tamaroski C., "Investor relation, liquidity, and stock prices", *Journal of Applied Corporate Finance*, 2000, 12(4), pp. 26-37.
- Brondoni S., "La comunicazione integrata d'impresa nelle politiche di gruppo", in AA.VV., *Scritti in onore di Luigi Guatri*, Bocconi Comunicazione, Milano, 1988.
- Brondoni S.M., "Le strutture della comunicazione in Italia", in Guatri L. (a cura di), *Trattato di economia delle aziende industriali*, Tomo I, Egea, Milano, 1988.
- Brondoni S.M., "Comunicazione, risorse invisibili e strategia competitiva d'impresa", *Sinergie*, 1997, pp. 43-44.
- Brown L.D., Richardson G.D., Schwager S.J., "An information interpretation of financial analyst superiority in forecasting earnings", *Journal of Accounting Research*, 1987, 25(1), pp. 49-67.
- Brown N., Deegan C., "The public disclosure of environmental performance information – a dual test of media agenda setting theory and legitimacy theory", *Accounting and Business Research*, 1998, 29(1), pp. 21-41.
- Brunetti G., *Contabilità e bilancio di esercizio*, Libreria Universitaria Editrice, Milano, 1986.
- Brunetti G., *Contabilità e bilancio d'esercizio*, Etas Libri, Milano, 1989.
- Brunetti G., "Le riclassificazioni delle sintesi di bilancio", in Brunetti G., Coda V., Favotto F., *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, EtasLibri, Milano, 1995.
- Brunetti G., "La finanza e le PMI: alla ricerca di un mercato creditizio e finanziario efficiente e alla riscoperta del capitale di rischio", in Atti del Convegno AIDEA "Validità del capitale di rischio e fattori di sviluppo delle piccole e medie aziende", Clueb, Bologna, 1996.
- Bruni A., *Origine e scopi del bilancio*, Giuffrè, Milano, 1961.
- Bruni G., *Le strutture di bilancio*, Isedi, Milano, 1979.
- Bruni G., *Le strutture di bilancio*, Isedi, Milano, 1980.
- Bruni G., "Evoluzione e prospettive degli strumenti informativo-contabili per le decisioni aziendali", in AA.VV., *Strumenti informativo-contabili per le decisioni aziendali*, Clueb, Bologna, 1988.
- Bruni G., *Revisione aziendale*, Utet, Torino, 1996.
- Bruni G., *Contabilità per l'alta direzione*, Etas, Milano, 1999.
- Brusa L., *Strutture organizzative d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1986.
- Brusa L., *Sistemi manageriali di programmazione e controllo*, Giuffrè, Milano, 2000.

- Brusa L., *Analisi e contabilità dei costi*, Giuffrè, Milano, 2009.
- Buccellato A., *Il sistema informativo delle aziende pubbliche*, Cedam, Padova, 1992.
- Burgstahler D., Dichev I., "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses", *Journal of Accounting and Economics*, 1997, 24, pp. 99-126.
- Busacca B., *Le risorse di fiducia nella creazione del valore*, Utet, Torino, 1994.
- Bushee B., "Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?", *Contemporary Accounting Research*, 2001, 18, pp. 207-246.
- Bushman R., Smith A., "Financial Accounting Information and Corporate Governance", *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 32, pp. 237-334.
- Buttny R., *Social Accountability in Communication*, Sage Publications Ltd, London, 1993.
- Cacia C., *Comunicazione economico-finanziaria, investor relations e creazione di valore*, Giappichelli, Torino, 2010.
- Calcagnini G., "Asymmetric information and small business financing", *Piccola Impresa/Small Business*, Sommario 3, 1992.
- Caldarelli A., *ABM e Benchmarking*, Giappichelli, Torino, 2003.
- Campebell B., *Principi di bilancio in Europa*, Giappichelli, Torino, 1990.
- Campebell B., *Analisi aziendale: strumenti concettuali, metodologici e di valutazione dell'impresa*, Giappichelli, Torino, 1998.
- Campebell B., *Reporting aziendale e sostenibilità: i nuovi orizzonti del bilancio sociale*, FrancoAngeli, Milano, 2005.
- Campra M., *L'economia delle aziende di software*, Giuffrè, Milano, 1994.
- Camussonne P.F., *Il sistema informativo aziendale*, Etas, Milano, 1998.
- Cantino V., *Valore d'impresa e merito creditizio: il rating*, Giuffrè, Milano, 2002.
- Canziani A., *La strategia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1984.
- Canziani A., "Le strategie d'impresa", in AA.VV., *Crisi di impresa e sistemi di direzione*, Etas, Milano, 1977.
- Capaldo P., *L'autofinanziamento nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1968.
- Capaldo P., "Qualche riflessione sull'informazione esterna d'impresa", *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1975, 3.
- Capaldo P., *La certificazione dei bilanci: contenuti e limiti*, Notizie IRI, maggio 1979.
- Capaldo P., "Bilancio d'esercizio e informazione esterna", in AA.VV., *Bilancio d'esercizio e amministrazione delle imprese. Studi in onore di Pietro Onida*, Giuffrè, Milano, 1981.
- Capaldo P., *Reddito, capitale e bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1998.
- Caperchione E., *Sistemi informativo-contabili nella pubblica amministrazione: profili comparati, evoluzione e criteri per la progettazione*, Egea, Milano, 2000.
- Capodaglio G., *Le valutazioni aziendali ordinarie*, Clueb, Bologna, 1997.
- Caprara U., *La banca. Principi di economia delle aziende di credito*, Giuffrè, Milano, 1954.
- Caramiello C., *Ragioneria generale*, La Nuova Italia Scientifica, Roma, 1988.
- Caramiello C., *L'azienda. Operazioni di gestione e "dinamica dei valori"*, Giuffrè, Milano, 1989.
- Caramiello C., *Indici di bilancio*, Ipsoa, Milano, 1989.
- Caramiello C., *L'azienda. Alcune brevi riflessioni introduttive*, Giuffrè, Milano, 1993.
- Caramiello C., *Il bilancio di esercizio, ieri e oggi. Brevi note per un confronto*, Giuffrè, Milano, 1994.

- Cassandro P.E., *Le aziende. Principi di ragioneria*, Cacucci, Bari, 1962.
- Castellani G., *Responsabilità Sociale d'Impresa e Bilancio di Sostenibilità*, Maggioli Editore, Rimini, 2011.
- Cattaneo M., *Introduzione allo studio del bilancio d'esercizio delle imprese*, C.E.I.V., Verona, 1966.
- Cattaneo C., *Il bilancio d'esercizio nelle imprese*, Etas, Milano, 1979.
- Cattaneo M., *Il bilancio d'esercizio nelle imprese. Finalità e struttura*, Etas Libri, Milano, 1989.
- Cattaneo M., "Il bilancio nell'attuale evoluzione dell'informazione societaria", *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1991, 6.
- Catturi G., *La redazione del bilancio di esercizio*, Cedam, Padova, 1984.
- Catturi G., *Lezioni di economia aziendale*, vol. II, Cedam, Padova, 1984.
- Catturi G., "La scrittura in partita doppia come mezzo di comunicazione tra operatori economici di differenti aree territoriali", in AA.VV., *Saggi di Economia Aziendale per Lino Azzini*, Giuffrè, Milano, 1987.
- Catturi G., *La redazione del bilancio di esercizio. Secondo la dottrina, la normativa comunitaria, civilistica e fiscale*, Cedam, Padova, 1988.
- Catturi G., *Produrre e consumare ma come? Verso l'ecologia aziendale*, Cedam, Padova, 1990.
- Catturi G., *La redazione del bilancio*, Cedam, Padova, 1992.
- Caudill E., *Darwinian Myths: The Legends and Misuses of a Theory*, University of Tennessee Press, Knoxville, 1997.
- Cavaliere E., *Dimostrazioni sperimentali dei principi di economia aziendale e di ragioneria*, Bozzi, Genova, 1970.
- Cavaliere E., "Considerazioni critiche sulle caratteristiche generali del sistema informativo aziendale", *Rivista italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 1973, 12.
- Cavaliere E., "Aspetti sociali dell'informazione economica d'impresa", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, marzo 1981.
- Cavaliere E., Ranalli F., *Appunti di economia aziendale*, Kappa, Roma, 1995.
- Cavaliere E., Ferraris Franceschi R., *Economia Aziendale. Attività aziendale e processi produttivi*, vol. I, Giappichelli, Torino, 2000.
- Cavazzoni G. (a cura di), *L'attività di ricerca e sviluppo nell'economia delle imprese: il caso dell'Umbria*, Giappichelli, Torino, 2010.
- Cavenago D., *Scelte aziendali ed economicità*, Giuffrè, Milano, 1990.
- Ceccarelli P., *Gestire l'azienda nell'era di internet*, Sperling & Kupfer, Milano, 2001.
- Ceccherelli A., *Economia Aziendale e amministrazione delle imprese*, Barbera, Firenze, 1948.
- Cerbioni F., *Cost and management accounting in prospettiva storica: approcci, sviluppi e applicazioni*, McGraw-Hill, Milano, 2005.
- Cerf A.R., *Corporate reporting and investment decisions*, University of California Press, Berkeley, 1961.
- Ceriani G., *Osservazioni critiche sul contenuto obbligatorio di taluni bilanci di esercizio*, L.U.E., Verona, 1984.
- Christie A.A., Zimmerman J.L., "Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures: Corporate Control Contests", *The Accounting Review*, 1994, 69, pp. 539-566.

- Ciambotti M., *Governo strategico d'impresa. Teoria, modelli e sistemi di pianificazione*. vol. 1, Giappichelli Editore, Torino, 2005.
- Cicardo G., Laviola S., Losavio M., Renzi A., *Rischi di mercato e grandi fidi: le nuove regole per la banca*, Bancaria editrice, Roma, 1995.
- Cinque E., *I gruppi economici: profili aziendali e strumenti di informazione contabile*, Cedam, Padova, 2000.
- Cinquini L., *Elementi di analisi e determinazione dei costi*, Il Borghetto, Pisa, 1995.
- Cinquini, L., *Fondamenti di cost accounting*, Giappichelli, Torino, 2003.
- Coda V., *La certificazione dei bilanci d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1966.
- Coda V., "L'informativa degli azionisti in una prospettiva ideale", *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1970.
- Coda V., *Introduzione alle valutazioni di bilancio*, Luev, Venezia, 1973.
- Coda V., "Trasparenza dei bilanci di esercizio e principi contabili", *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1983, 2, pp. 183-197.
- Coda V., "La valutazione delle formula imprenditoriale", *Sviluppo e organizzazione*, marzo-aprile, 1984.
- Coda V., "Valori imprenditoriali e successo dell'impresa", in *Valori d'impresa*, Cusl, Milano, 1985.
- Coda V., *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, 1988.
- Coda V., "La comunicazione economica nella strategia aziendale", in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, Egea, Milano, 1989.
- Coda V., *La comunicazione nella strategia dell'impresa: dal mercato nazionale al mercato unico*, Egea, Milano, 1990.
- Coda V., "Strategia d'impresa e comunicazione: il legame mancante", in AA.VV., *La comunicazione nella strategia dell'impresa: dal mercato nazionale al mercato unico*, Egea, Milano, 1990.
- Coda V., "Strategie d'impresa e comunicazione: il legame mancante", *Finanza, Marketing e Produzione*, 1990, 1.
- Coda V., *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, 1991.
- Coda V., *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, Giappichelli, Torino, 1991.
- Coda V. (a cura di), "La valutazione della formula imprenditoriale", in Invernizzi G. (a cura di), *Strategia aziendale e vantaggio competitivo*, McGraw-Hill, Milano, 2008.
- Coda V., Frattini G., *Valutazione di bilancio. Principi economici, norme civili, norme fiscali*, Libreria Universitaria Editrice, Milano, 1986.
- Coller M., Lombardi Yohn T., "Management Forecasts and Information Asymmetry: An Examination of Bid-Ask Spreads", *Journal of Accounting Research*, 1997, 35(2), pp. 181-191.
- Colombi E., *New dimensions in investor relations*, Wiley & Sons, New York, 1997.
- Colombo G., *Gli studi di imprenditorialità*, Clueb, Bologna, 1988.
- Colombo G.E., *Il bilancio di esercizio. Strutture e valutazioni*, Utet, Torino, 1987.
- Comoli M., *I sistemi di controllo interno nella corporate governance: aspetti generali e specificità delle aziende di credito*, Egea, Milano, 2002.

- Consob, *Documento di consultazione. Note tecniche in materia di informazione societaria e di revisione contabile*, Roma, maggio 1998.
- Corbella S., "La costituzione dell'azienda", in Corbella S., Nova M., Pecchiari N., *Elementi propedeutici al corso di contabilità e bilancio*, Guerini, Milano, 1994.
- Corbetta G. (a cura di), "La gestione strategica", in Brunetti G., Coda V., Favotto F., *Analisi, previsioni, simulazioni economico finanziarie d'impresa*, Etas, Milano, 1999.
- Core J.E., "A review of the empirical disclosure literature: discussion", *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31(1-3), pp. 441-456.
- Cormier D., Gordon I.M., "An examination of social and environmental reporting strategies", *Accounting, Auditing and Accountability*, 2001, 14(5), pp. 587-617.
- Cornell B., Roll R., "Strategies for Pairwise Competitions in Markets and Organizations", *Bell Journal of Economics*, 1981, 12(1), pp. 201-213.
- Coronella S., *Il credito commerciale nell'economia dell'azienda: profili gestionali e di bilancio*, Giuffrè, Milano, 2003.
- Corticelli R., *La crescita dell'azienda. Armonie e disarmonie di gestione*, Giuffrè, Milano, 1979.
- Corticelli R., *La crescita dell'azienda. Armonie e disarmonie di gestione*, Giuffrè, Milano, 1984.
- Corvi E., *Immagine e trasparenza nella gestione delle imprese*, Utet, Torino, 1994.
- Corvi E., Fiocca R., *Comunicazione e valore nelle relazioni d'impresa*, Egea, Milano, 1996.
- Corvi E., *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Egea, Milano, 1997.
- Corvi E., "La pianificazione strategica e operativa dell'attività d'investor relation", *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 2000, 51(4), pp. 587-616.
- Corvi E., *Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, Egea, Milano, 2000.
- Costa, A., *Il bilancio consolidato e l'applicazione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS*, Cacucci, Bari, 2007.
- Cowen S.S., Ferreri L.B., Parker L.D. "The impact of corporate characteristics on social responsibility disclosure: a typology and frequency-based analysis", *Accounting, Organizations and Society*, 1987, 12(2), pp. 111-122.
- Cricchio S., *L'impresa come momento di origine e di diffusione di fenomeni macro-economici*, Giuffrè, Milano, 1980.
- Cricchio S., *Il sistema informativo del bilancio di esercizio*, Giuffrè, Milano, 1997.
- D'Alessio L., "La comunicazione etico-sociale nella piccola e media impresa", in Migliacchio L.G. (a cura di), *Le "rivoluzioni" contabili di inizio millennio*, FrancoAngeli, Milano, 2005.
- D'Amore M., *Le attività di ricerca e sviluppo: un'analisi economico-aziendale*, Grafica Nappa, Aversa, 1997.
- D'Oriano R., *Sugli sviluppi dell'informazione di bilancio*, Editoriale Scientifica, Napoli, 1990.
- Dahnke G.L., Clatterbuck G.W., *Human Communication. Theory and research*, Wadsworth Publishing Company, Belmont, California, 1990.
- Dahrendorf R., *Classi e conflitto di classe nella società industriale*, Laterza, Bari, 1970.

- Darrough M.N., Stoughton N.M., "Financial disclosure policy in an entry game", *Journal of Accounting and Economics*, 1990, 12, pp. 219-243.
- Davenport T.H., Prusak L., *Working Knowledge. How organizations manage what they know*, Harvard University Press, Cambridge, 1998.
- De Cicco R., *L'informativa esterna nei sistemi di governo economico dell'impresa: influenza delle variabili ambientali sui paradigmi di corporate governance e di bilancio*, Egea, Milano, 2009.
- De Laurentis G., *Il rischio di credito: i fidi bancari nel nuovo contesto teorico, normativo e di mercato*, Egea, Milano, 1994.
- De Sarno, *Aspetti e problemi di organizzazione aziendale*, Intercontinentalia, Napoli, 1969.
- De Sarno M., *Equilibrio e crisi delle imprese*, Cedam, Padova, 1982.
- Dechow P., Sloan R., 1991, "Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation", *Journal of Accounting and Economics*, 14, pp. 51-89.
- Deegan C., *Financial Accounting Theory*, McGraw-Hill, Sidney, 2000.
- Deegan C., "Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures-a theoretical foundation", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 2002, 15(3), pp. 282-311.
- Deegan C., Gordon B., "A study of the environmental disclosure practices of Australian corporations", *Accounting and Business Research*, 1996, 26(3), pp. 187-99.
- Deephouse D.L., Carter S.M., "An examination of differences between organizational legitimacy and organizational reputation", *Journal of Management Studies*, 2005, 42(2), pp. 329-360.
- DeFond M.L., Park C.W., "Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 1997, 23, pp. 115-139.
- Dell'Atti V., *L'evoluzione della comunicazione d'azienda alla luce della stakeholder's theory: dal bilancio d'esercizio al bilancio sociale*, Cacucci, Bari, 2003.
- Demartini P., *Globalizzazione dei mercati ed aspetti evolutivi dell'informazione economico-finanziaria delle imprese*, Cedam, Padova, 1999.
- Demartini P., "La comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese che operano sui mercati internazionali. Profili generali", in Paoloni M., Cesaroni F.M., Demartini P. (a cura di), *Internazionalizzazione e comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese*, FrancoAngeli, Milano, 2005.
- Dematté C., "Intervento di Claudio Dematté", in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, Egea, Milano, 1989.
- Dematté C., "Internet e la nuova traiettoria di sviluppo della comunicazione", *Economia & Management*, 1997, 5.
- Depperu D., *Competitività internazionale delle imprese: determinanti, misure, percorsi di successo*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2006.
- Devecchi C., *I costi di ricerca e sviluppo*, Giuffrè, Milano, 1979.
- Devecchi C., *Analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino, 1989.
- Dezzani F., *La certificazione dei bilanci d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1974.
- Dezzani F., "La neutralità del bilancio d'esercizio oggetto della certificazione e i principi contabili generalmente accettati", in AA.VV., *Bilancio d'esercizio e amministrazione delle imprese. Studi in onore di Pietro Onida*, Giuffrè, Milano, 1981.

- Dezzani F., Brusa L., *Budget e controllo di gestione*, Giuffrè, Milano, 1982.
- Dezzani F., Pisoni P., Puddu L., *Il bilancio e la IV Direttiva CEE*, Giuffrè, Milano, 1991.
- Dezzani F., Pisoni P., Puddu L., *Il bilancio*, Giuffrè, Milano, 1996.
- Di Cagno, N., *Il bilancio di esercizio: normativa civilistica e principi contabili aziendali*, Cacucci, Bari, 2011.
- Di Carlo A., *L'informazione esterna d'impresa nell'ipotesi di riduzione del capitale per perdite*, Cedam, Padova, 1997.
- Di Meo W., *Il rendiconto finanziario delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2005.
- Di Pietra, R., *Analisi di bilancio e simulazioni di decisioni gestionali: un caso aziendale*, Copinfax, Siena, 1996.
- Di Stefano G., *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Giuffrè, Milano, 1990.
- Di Toro P., *I flussi informativi nelle imprese: note introduttive sulla loro circolazione*, Stamperia della Facoltà di economia-scienze economiche e bancarie, Siena, 1996.
- Diamond D.W., Verrecchia R.E., "Disclosure, liquidity, and the cost of equity capital", *Journal of Finance*, 1991, 46, pp. 1325-1359.
- Dierkes M., Preston L., "Corporate social accounting and reporting for the physical environment: a critical review and implementation proposal", *Accounting, Organizations and Society*, 1977, 2(1), pp. 3-22.
- Dipiazza Jr.S., Eccles R.G., *Building Public Trust: The Future of Corporate Reporting*, Wiley & Sons, New York, 2002.
- Donato F., "Correlazioni tra qualità e controllo nelle aziende sanitarie", in Anselmi L. (a cura di), *L'equilibrio economico nelle aziende sanitarie, Elementi di management e dinamica aziendale*, Giappichelli, Torino, 2002.
- Donna G., *L'impresa competitiva. Un approccio sistemico*, Giuffrè, Milano, 1992.
- Donton A., "Voluntary disclosure", *Journal of Accounting Auditing and Finance*, 1989, 4, pp. 480-511.
- Doukas J., McNight P., Pantzalis C., "Security Analysis, Agency Costs and UK Firm Characteristics", *International Review of Financial Analysis*, 2005, 14, pp. 493-507.
- Dowling J., Pfeffer J., "Organizational legitimacy: social values and organizational behaviour", *Pacific Sociological Review*, 1975, 18(1), pp. 122-136.
- Dye R., Verrecchia R., "Discretion vs. Uniformity: Choices Among GAAP", *The Accounting Review*, 1995, 70, pp. 389-415.
- Dye R.A., "Disclosure of non-proprietary information", *Journal of Accounting Research*, 1985, 23, pp. 123-145.
- Eccles R., Hertz R., Keegan M., Phillips D., *The Value Reporting Revolution*, John Wiley & Sons, New York, 2001.
- Eccles R.G., Mavrinac S.C., "Improving the Corporate Disclosure Process", *Sloan Management Review*, 1995, 36 (4), pp. 11-25.
- Eisenreich D., *Credit analysis: tying it all together*, Part I, The Journal of Commercial Bank Lending, December 1981.
- Eldenburg L., Soderstrom N., "Accounting System Management by Hospitals Operating in a Changing Regulatory Environment", *The Accounting Review*, 1996, 71, pp. 23-42.

- Elliott R.K., Jacobson P.D., "Costs and benefits of business information disclosure", *Accounting Horizons*, 1994, 8(4), pp. 80-96.
- Emmanuel C., Garrod N., *Segment Reporting: International Issues and Evidence*, Prentice Hall/Icaew, Hertfordshire, 1992.
- Eng L.L., Mak Y.T., "Corporate governance and voluntary disclosure", *Journal of Accounting and Public Policy*, 2003, 22 (4), pp. 325-345.
- Facchinetti I., *Rendiconto finanziario e analisi dei flussi*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002.
- Fama E.F., "Efficient Capital Market: A Review of Theory and empirical work", *Journal of Finance*, 1970, 25, pp. 383-417.
- Fama E., "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The Journal of Political Economy*, 1980, 88(2), pp. 288-307.
- Fama E.F., "Random Walks in Stock Market Prices", *Financial Analysts Journal*, 1995, 51(1), pp. 75-80.
- Fama E., Jensen, M., "Separation of Ownership and Control", *The Journal of Law and Economics*, 1973, 26(2), pp. 301-325.
- Farneti G., *Economia d'Azienda*, FrancoAngeli, Milano, 2007.
- FASB (Financial Accounting Standards Board), *Business and financial reporting, Challenges from the new economy special report*, 2001.
- Favotto F., Bozzolan S., "Evoluzione degli approcci per l'analisi economico-finanziaria d'impresa: alla ricerca di una sintesi in chiave decisional", in AA.VV., *Economia e finanza aziendale. Scritti in onore di Edoardo Ardemani*, Giuffrè, Milano, 1997.
- Fellegara A.M., "I criteri di valutazione", in Pezzani F. (a cura di), *Il bilancio di esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1993.
- Ferrando P., "Teoria della creazione del valore e responsabilità sociale dell'impresa", *Impresa Progetto, Electronic Journal of Management*, 2010, 1.
- Ferraris Franceschi R., *Finalità dell'azienda e condizioni di funzionamento*, Seu, Pisa, 1984.
- Ferraris Franceschi R., "Relationships between business administration and science of information: methodological aspects and repercussions", *Economia Aziendale*, 1988, 7(1).
- Ferraris Franceschi R., "L'azienda: caratteri discriminanti, criteri di gestione, strutture e problemi di governo economico", in Cavalieri E. (a cura di), *Economia Aziendale*, vol. I, Giappichelli, Torino, 2000.
- Ferrero G., *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, 1966.
- Ferrero G., *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1968.
- Ferrero G., *Il calcolo economico del reddito d'esercizio e del capitale di bilancio*, Giuffrè, Milano, 1968.
- Ferrero G., *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, 1987.
- Ferrero G., *I complementari principi della "chiarezza", della "verità" e della "correttezza" nella redazione del bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1991.
- Ferrero G., "La formazione del bilancio d'esercizio nella dottrina e nella pratica amministrativa: unicità del bilancio e pluralità di obiettivi, unitarietà del bilancio e analiticità delle connesse valutazioni", in AA.VV., *Bilancio d'esercizio e amministrazione delle imprese. Studi in onore di Pietro Onida*, Giuffrè, Milano, 1981.
- Ferrero G., Dezzani F., *Manuale delle analisi di bilancio – Indici e flussi*, Giuffrè, Milano, 1979.

- Ferrero G., Dezzani F., *Contabilità e bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1983.
- Ferrero G., Dezzani F., *Contabilità e bilancio d'esercizio*, vol. I, Giuffrè, Milano, 1992.
- Ferrero G., *La valutazione del capitale di bilancio*, Giuffrè, Milano, 1995.
- Ferrero G., Dezzani F., Pisoni P., Puddu L., *Il bilancio*, Giuffrè, Milano, 2001.
- Ferrero G., Dezzani F., Pisoni P., Puddu L., *Le analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè, Milano, 2003.
- Ferrero G., Dezzani F., Pisoni P., Puddu L., *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè, Milano, 2006.
- Ferrero G., *Il marketing relazionale. L'approccio delle scuole nordiche*, Lint, Trieste, 1992.
- Fields T., Lys T., Vincent L., "Empirical Research on Accounting Choice", *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31(1-3), pp. 255-307.
- Financial Accounting Standards Board, *SFAC Statement of Financial Accounting Concepts, n. 2, Qualitative Characteristics of Accounting Information*, May 1980.
- Fiocca R., *Relazioni, valore e comunicazione d'impresa*, Egea, Milano, 1993.
- Fiocca R., Corvi E., *Comunicazione e valore nelle relazioni d'impresa*, Egea, Milano, 1996.
- Fiori G., "Finalità, metodologie e limiti delle analisi di bilancio tramite indici", in Caramiello C.-Di Lazzaro F.-Fiori G., *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano, 2003.
- Fiume R., "Riflessioni sul ruolo di visione e missione nell'economia delle aziende", *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, 2000, 5-6.
- Fombrun C., Van Riel C., "The reputational landscape", *Corporate Reputation Review*, 1997, 1(1-2), pp. 5-13.
- Fontana F., *Le risorse immateriali nella comunicazione aziendale: problemi di valutazione e di rappresentazione nella prospettiva del valore*, Giappichelli, Torino, 2001.
- Forestieri G., *Mercati finanziari per le piccole e medie imprese: analisi e progetto per il caso italiano*, Egea, Milano, 1993.
- Forker J.J., Corporate governance and disclosure quality. *Accounting and Business Research*, 1992, 22 (86), pp. 111-124.
- Fortuna F., *Corporate Governance. Soggetti, modelli e sistemi*, FrancoAngeli, Milano, 2001.
- Foster G., *Financial Statement Analysis*, Prentice-Hall International, Englewood Cliffs, 1986.
- Fradeani A., *La globalizzazione della comunicazione economico-finanziaria. IAS/IFRS e XBRL*, Giuffrè, Milano, 2005.
- Francis J., Hanna J., Philbrick D., "Management communications with security analysts", *Journal of Accounting and Economics*, 1998, 24(3), pp. 363-394.
- Francis J., Philbrick D., Schipper K., "Shareholder litigation and corporate disclosures", *Journal of Accounting Research*, 1994, 32(2), pp. 137-164.
- Frankel R., Kothari S.P., Weber J., "Determinants of the informativeness of analyst research", *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 41, pp. 29-54.
- Frankel R., McNichols M., Wilson G.P., "Discretionary disclosure and external financing", *The Accounting Review*, 1995, 70, pp. 135-150.
- Franzoni S., "Integrazione tra valori di bilancio, informazioni quantitative e qualitative", in Salvioni D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino, 2002.

- Freeman R.E., *Strategic Management. A Stakeholder Approach*, Pitman, Marshfield Mass., 1984.
- Freeman E.R., Risconi G., Dorigatti M., *Teoria degli stakeholder*, FrancoAngeli, Milano, 2007.
- Fried D., Givoly D., "Financial Analysts' forecasts of earnings. A better surrogate for market expectations", *Journal of Accounting and Economics*, 1982, 4, pp. 85-107.
- Fried D., "Incentives for Information Production and Disclosures in a Duopolistic Environment", *The Quarterly Journal of Economics*, May, 1984.
- Friedman A.L., Miles S., "Socially responsible investment and corporate social and environmental reporting in the UK: an exploratory study", *British Accounting Review*, 2001, 33(4), pp. 523-548.
- Galassi G., Economia dell'agenzia ed economia dell'informazione: un approccio integrato, in Fanni M. (a cura di), *Studi in onore di Ubaldo de Dominicis*, Tomo I, Lint, Trieste, 1991.
- Galbraith J.K., *Il capitalismo americano*, Etas Kompass, Milano, 1967.
- Galeotti M., *Governo dell'azienda e indicatori di performance*, Giappichelli, Torino, 2006.
- Gandini G., "Fattori critici di successo competitivo e comunicazione economico finanziaria", in Salvioni D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino, 2002.
- Garofalo C., *Il nuovo manuale dell'affidamento bancario: guida pratica per la corretta erogazione, gestione e controllo dei fidi bancari*, Isba, Rovereto, 1993.
- Garzella S., *Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle "potenzialità inesprese"*, Giappichelli, Torino, 2005.
- Gaskell G., Sealy P., *I gruppi sociali*, Mondadori, Milano, 1980.
- Gasperi L., Carnevali M., "Nuove regole per la comunicazione finanziaria: gli schemi di comunicato", *IR TOP*, 1, 2005.
- Gatti E., "Introduzione al marketing dell'immagine aziendale", *L'impresa*, n. 4/5, 1978.
- Gennari F., "L'evoluzione delle fonti informative", in Salvioni D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino, 2002.
- Giacosa E., "Internet: il 'canale' di trasporto nell'economia digitale", in Guelfi S., Giacosa E., *L'economia delle aziende della net economy*, Giappichelli, Torino, 2003, pp. 29-55.
- Giacosa E., *L'economia delle aziende di abbigliamento*, Giappichelli, Torino, 2011.
- Giacosa E., "IFRS 2 Pagamento basato su azioni", in Dezzani F., Biancone P.P., Busso D. (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano, seconda edizione, 2012.
- Giacosa E., Mazzoleni A., *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, Giappichelli, Torino, 2012.
- Giannessi E., *Le aziende di produzione originaria, Volume primo – Le aziende agricole*, Colombo Corsi Editore, Pisa, 1960.
- Giannessi E., "Considerazioni critiche intorno al concetto di azienda", in *Scritti in onore di Giordano dell'Amore, Saggi di discipline aziendali e sociali*, vol. I, Giuffrè, Milano, 1969.
- Giannessi E., *L'equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione*, Giuffrè, Milano, 1982.

- Gigler F., Hemmer T., "Conservatism, Optimal Disclosure Policy, and the Timeliness of Financial Reports", *The Accounting Review*, 2001, 76, pp. 471-494.
- Giner Inchausti B., "The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms", *The European Accounting Review*, 1997, 6(1), pp. 45-68.
- Giunta F., *La creazione di nuove imprese*, Cedam, Padova, 1993.
- Giusepponi K., "L'informativa di bilancio sulle aree di gestione operativa e sui 'settori' di attività", in Marchi L. (a cura di), *L'applicazione dei principi contabili nei bilanci delle imprese*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2000.
- Giusepponi K., La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese italiana nei mercati esteri: profili generali, in Giusepponi K., *La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese*, FrancoAngeli, Milano, 2001
- Giusepponi K., Bartolacci F., "Le riclassificazioni e l'analisi di bilancio per indici e flussi nell'affidamento alla clientela", in Paolini A., *Banche e comunicazione economico-finanziaria delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2003.
- Givoly D., Lakonishok J., "The information content of financial analysts' forecasts of earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 1979, 1, 165-185.
- Golfetto F., *Comunicazione e comportamenti comunicativi. Una questione di coerenza per l'impresa*, Egea, Milano, 1993.
- Golinelli G.M., "La complessità ambientale: l'impatto sul sistema industriale meridionale", *Sinergie*, Quaderno n. 6, 1991.
- Golinelli G.M., *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. L'impresa sistema vitale*, vol. I, Cedam, Padova, 2000.
- González-Herrero A., Smith S., "Crisis Communications Management on the Web: How Internet-Based Technologies are Changing the Way Public Relations Professionals Handle Business Crises", *Journal of Contingencies and Crisis Management*, 2008, 16(3), p. 143-163.
- Graham J.R., Harvey C.R., Rajgopal S., "The economic implications of corporate financial reporting", *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 40, pp. 3-73.
- Grant R.M., "Toward a Knowledge-based theory of the firm", *Strategic Management Journal*, 1996, 17(7), pp. 109-122.
- Gray R., "The social accounting project and Accounting, Organizations and Society: privileging engagement, imagination, new accountings and pragmatism over critique?", *Accounting, Organizations and Society*, 2002, 27(7), pp. 687-708.
- Greco G., *La comunicazione economico-finanziaria nell'annual report*, Giappichelli, Torino, 2010.
- Gribben C., Wilson A., *Executive Development for Corporate Responsibility Practitioners*, Corporate Responsibility Group, Ashridge, 2005.
- Gribben C., *Will corporate responsibility survive the credit crunch?*, East London Business Alliance, Tower Hamlets Forum Meeting, 2008.
- Grossman S., Kratchman S., Welker R., The Effect of Replacement Cost Disclosure on Security Prices, *The Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 1981, 4(2), pp. 136-143.
- Guatri L., *Le politiche finanziarie*, Giuffrè, Milano, 1970.

- Guatri L., Strategie d'impresa e massimizzazione del valore azionario, in *Finanza marketing e produzione*, n. 4, 1990.
- Guatri L., *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano, 1991.
- Guatri L., Massari M., *La diffusione del valore*, Egea, Milano, 1992.
- Guatri L., Vicari S., *Il marketing*, Giuffrè, Milano, 1986.
- Guatri L., Vicari S., *Sistemi di impresa e capitalismi a confronto*, Egea, Milano, 1994.
- Guatri L., Eccles R.G., *Informazione e valore*, Egea, Milano, 2000.
- Guelfi S., "L'economia digitale", in Guelfi S., Giacosa E., *L'economia delle aziende della net economy*, Giappichelli, Torino, 2003, pp. 3-28.
- Guidara F., *La comunicazione finanziaria*, Egea, Milano, 2011.
- Guidry, F., Leone A.J., Rock S., "Earnings-based Bonus Plans and Earnings Management by Business-unit Managers", *Journal of Accounting and Economics*, 1999, 26, pp. 113-142.
- Guthrie J., Petty R., Yongvanich K., Ricceri F., "Using content analysis as a research method to inquire into intellectual capital reporting", *Journal of Intellectual Capital*, 2004, 5(2), p. 282-293.
- Hackston D., Milne M., "Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand", *Accounting Auditing and Accountability Journal*, 1996, 9(1), pp. 77-108.
- Haniffa R.M., Cooke T.E., "Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations", *Abacus*, 2002, 38 (3), pp. 317-350.
- Harbour J.L., *The basics of Performance Measurement*, 2nd edition, CRC Press, New York, 2009.
- Hasseldine J., Salama A.I., Toms J.S., "Quantity versus quality: the impact of environmental disclosures on the reputations of UK plcs", *British Accounting Review*, 2005, 37(2), pp. 231-248.
- Healy P., "The Impact of Bonus Schemes on the Selection of Accounting Principles", *Journal of Accounting and Economics*, 1985, 7, pp. 85-107.
- Healy P., Palepu K., "The Challenges of Investor Communications: The Case of CUC International Inc.", *Journal of Financial Economics*, 1995, 38, pp. 111-141.
- Healy P., Palepu K., "A review of the empirical disclosure literature", *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31(1-3), pp. 405-440.
- Healy P., Hutton A., Palepu K., "Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure", *Contemporary Accounting Research*, 1999, 16, pp. 485-520.
- Heath R., *Crisis Management*, Financial Times Professional, Pitman/Financial Times, London, 1998.
- Helfert E.A., *Techniques of Financial Analysis*, McGraw-Hill, New York, 1997.
- Higgins R., *Best practices in global investor relations*, Quorum books, Westport, 2000.
- Higgins R., *Analysis for Financial Management*, McGraw-Hill Irwin, New York, 2007.
- Hinna L., *Come gestire la responsabilità sociale dell'impresa: manuale pratico-operativo, processi, strumenti e modelli, la redazione del bilancio sociale*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2005.

- Hitt M.A., Ireland R.D., Hoskisson R.E., *Strategic management. Competitiveness and globalization*, Fourth Edition, South-Western College Publishing, Cincinnati, Ohio, 2001.
- Hunt C., *Through Management's Eyes*, CA Magazine, May 1996.
- Hybels R.C., "On Legitimacy, Legitimation, and Organizations: A Critical Review and Integrative Theoretical Model", *Academy of Management Journal, Special Issue: Best Papers Proceedings*, 1995, pp. 241-245.
- Ianniello, G., *Elementi introduttivi alla revisione contabile*, Aracne, Roma, 2006.
- Iatridis G., *Implementation of International Financial Reporting Standards and the Quality of Financial Statement Information; An Investigation of Earnings Management and Value Relevance*, ERIM Research Seminar, Maggio 2009, Erasmus University.
- Ingram R.W., Albright T.L., Baldwin B.A., *Financial Accounting. Information for decisions*, Thomson South-Western, Mason, 2002.
- Invernizzi G., "I contributi forniti dalla letteratura", in Invernizzi G.-Molteni M.-Sinatra A., *Imprenditorialità interna: lo sviluppo di nuove attività nelle imprese*, Etas, Milano, 1988.
- Invernizzi G., "Strumenti per una diagnosi strategica", in Invernizzi G.-Molteni M., *Analisi di bilancio e diagnosi strategica*, Etaslibri, Milano, 1990.
- Itami H., *Mobilizing Invisible Assets*, Harvard University Press, Boston, 1987.
- Ittner C.D., Larcker D.F., "Innovations in Performance Measurement: Trends and Research Implications", *Journal of Management Accounting Research*, 1998.
- Jensen M.C., Meckling W.H., "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, pp. 305-360.
- Jensen, M., Murphy K., "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, 1990, 98 (2), pp. 225-264.
- Kelly G.J., "Australian social responsibility disclosure: some insights into contemporary measurement", *Accounting and Finance*, 1981, 21(2), pp. 97-104.
- Kenney R., Klein B., "The economics of block booking", *Journal of Law and Economics*, 1983, 26, pp. 497-540.
- Knutson P., *Financial reporting in the 90's and beyond*, Association for Investment Management and Research, New York, 1992.
- Krizan A.C., Marrier P., Jones C.L., *Business communication, fifth edition*, South-Western Thomson Learning, Cincinnati, Ohio, 2001.
- Lacchini M., *Strategia aziendale. Elementi di teoria*, Giappichelli, Torino, 1988.
- Lacchini M., *Principi di redazione del bilancio. Nello schema di legge delegata per il recepimento della quarta direttiva CEE*, Giuffrè, Milano, 1989.
- Laghi E., *La nota integrativa e l'informazione esterna d'impresa*, Giappichelli, Torino, 1995.
- Lai A., *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, FrancoAngeli, Milano, 1997.
- Lai A., *Paradigmi interpretativi dell'impresa contemporanea*, FrancoAngeli, Milano, 2004.

- Lake D., *Investor relations*, Euromoney Publication, London, 1990.
- Lambin J.J., *Market-driven management*, MacMillan Business, London, 2000
- Lamont O., "Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets", *Journal of Finance*, 1997, 52, pp. 83-109.
- Lang M., Lundholm R., "Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosure", *Journal of Accounting Research*, 1993, 31(2), pp. 246-271.
- Lang M., Lundholm R., "Voluntary Disclosure During Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock?", *Contemporary Accounting Research*, 2000, Winter, pp. 623-663.
- Laufer W.S., "Social Accountability and Corporate Greenwashing." *Journal of Business Ethics*, 2003, 3(3), pp. 253-261.
- Leftwich R., "Market failure fallacies and accounting information", *Journal of Accounting and Economics*, 1980, 2(3), pp. 193-211.
- Lehand H.E., Pyle D.H., "Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation", *Journal of Finance*, 32(2), 1977, pp. 371-387.
- Levin R.I., Travis V.R., "Small company finance: what the books don't say", *Harvard Business Review*, November-December 1987.
- Levinthal D., "A Survey of Agency Models of Organization", *Journal of Economic & Organization*, 1988, 9(2), pp. 153-185.
- Liberatore G., Persiani N., *Contabilità analitica per le decisioni economiche*, Cedam, Padova, 1995.
- Lindblom C.K., *The Implications of Organizational Legitimacy for Corporate Social Performance and Disclosure*, Critical Perspectives on Accounting Conference, New York, 1994.
- Lipari C., *Funzioni informative esterne del bilancio di esercizio*, Ila, Palermo, 1981.
- Little P.L., Little B.L., "Do perceptions of corporate social responsibility contribute to explaining differences in corporate price-earnings ratios? A research note", *Corporate Reputation Review*, 2000, 3(2), pp. 137-42.
- Lizza F., *Le riclassificazioni di bilancio: il Conto Economico*, Clua, Ancona, 1989.
- Lucianetti L.C., *L'economia dell'azienda familiare*, Giuffrè, Milano, 1984.
- Lucianetti L., *Sul sistema informativo aziendale. Caratteri, funzioni e logica del piano dei conti*, Lint, Trieste, 1988.
- Lucianetti L.C., *Bilanci d'impresa e bilancio tipo*, Giappichelli, Torino, 1990.
- Lundholm R., Van Winkle M., "Motives for disclosure and non-disclosure: A framework and review of the evidence", *Accounting and Business Research, International Accounting Policy Forum*, 2006, 36, pp. 43-48.
- MacDonald Wakerman L., "The Real Function of Bond Rating Agencies", in Stern J.M., Chew D.H. Jr. (a cura di), *The Revolution in Corporate Finance*, Basil Blackwell, Oxford, 1986.
- Madonna S., Poddighe F. (a cura di), *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*, Giuffrè, Milano, 2006.
- Maggiolini P., *Costi e benefici di un sistema informativo*, Etas, Milano, 1981.
- Maggioni V., Potito L., Viganò R. (a cura di), *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2009.

- Mahoney W.F., *Investor relations: the Professional's Guide to Financial Marketing and Communications*, New York Institute of Finance, New York, 1991.
- Mancini D., *L'azienda nella "rete" di imprese*, Giuffrè, Milano, 1999.
- Mangena M., Pike R., Li J., *Intellectual Capital Disclosure Practices and Effects on the Cost of Equity Capital*, Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edinburgh, 2010.
- Marasca S., "Il bilancio della piccola impresa: qualità dell'informazione ed interessi esterni", *Piccola Impresa/Small Business*, 1995, 2.
- Marasca S., "Il ruolo del bilancio come strumento di informazione tra piccola impresa e soggetti esterni", in AA.VV., *Il bilancio della piccola impresa. Caratteristiche strutturali e capacità informativa*, Giappichelli, Torino, 1996.
- Marasca S., *Le valutazioni nel bilancio d'esercizio*, Giappichelli, Torino, 1999.
- Marasco V., *L'informazione finanziaria delle società. Bilanci – Prospetti informativi – Relazioni infrannuali – Controlli Consob – Certificazione*, Ipsoa Informatica, Milano, 1988.
- Marchi L., "Automatic data processing in the evolution of accounting procedures", *Economia Aziendale*, 1988, 7(1).
- Marchi L., *I sistemi informativi aziendali*, Giuffrè, Milano, 1989.
- Marchi L., Quagli A., *Bilancio gestionale. Evoluzione del sistema contabile e sintesi economica e finanziaria*, Ergon Business Communication, Milano, 1991.
- Marchi L., *I sistemi informativi aziendali*, II ed., Giuffrè, Milano, 1993.
- Marchi L., Paolini A., Quagli A., *Strumenti di analisi gestionale. Il profilo strategico*, terza edizione, Giappichelli, Torino, 1997.
- Marchi L. (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale. Il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale*, Giappichelli, Torino, 2003.
- Marchi L., "Caratteri generali dell'analisi economico-finanziaria riferita al profilo strategico", in L. Marchi-A. Paolini-A. Quagli, *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino, 2003.
- Marchi L., Mancini D. (a cura di), *Gestione informatica dei dati aziendali*, FrancoAngeli, Milano, 1999.
- Marcus B.W., Wallace S.L., *New dimensions in investor relations*, Wiley & Sons, New York, 1997.
- Mari L.M., Tieghi M., Cavazzoni G., *Analisi e contabilità dei costi nelle imprese turistiche*, Pitagora, Bologna, 2001.
- Marra A., Rizzo A., *Corporate Governance, Performance aziendale e qualità degli utili delle aziende italiane*, SDA Bocconi, Osservatorio di Revisione, Milano, 2010.
- Marston C., Staker M., "Investor relations: a European survey", *Corporate Communications: an International Journal*, 2001, 6(2), pp. 82-93.
- Masini C., *I bilanci d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1957.
- Masini C., "L'informazione esterna e la certificazione", in AA.VV., *Bilancio di esercizio e amministrazione delle imprese. Studi in onore di Pietro Onida*, Giuffrè, Milano, 1981.
- Masini C., *Lavoro e risparmio*, Utet, Torino, 1970.
- Masini C., *Lavoro e Risparmio*, Utet, Torino, 1974.
- Masini C., *Lavoro e Risparmio*, Utet, Torino, 1978.

- Matacena A., *Introduzione allo studio del bilancio d'esercizio*, Clueb, Bologna, 1979.
- Matacena A., *Impresa e ambiente. Il bilancio "sociale"*, Clueb, Bologna, 1984.
- Matacena A., *Introduzione allo studio del bilancio di esercizio*, Clueb, Bologna, 1988.
- Matacena A., *Il bilancio d'esercizio. Strutture formali, logiche sostanziali e principi generali*, Clueb, Bologna, 1993.
- Mautz R.K., May W.G. *Financial Disclosures in a Competitive Economy*, Financial Executives Research Foundation, New York, 1978.
- Mazza G. (a cura di), *Il bilancio delle società. Principi aziendali, aspetti civilistici e tributari*, quarta direttiva CEE, Giuffrè, Milano, 1987.
- Mazzola P., "Corporate governance, investor relations e valore", in Di Martino S., *Investor relations, corporate governance e valore di impresa*, Egea, Milano, 2002.
- Mazzola P., *Il piano industriale*, Università Bocconi editore, Milano, 2003.
- Mazzola P., *Le investor relations. Dalla comunicazione alla gestione della relazione con il mercato finanziario*, Egea, Milano, 2005.
- Mazzola P., Di Martino S., Le investor relations, in Fabris G., *La comunicazione d'impresa*, Sperling & Kupfer, Milano, 2003.
- Mazzola P., Gabbioneta C., Ravasi D., "Antecedents and Consequents of Corporate Reputation on Financial Markets: The Mediating Role of Investor Relations", *6th Conference: Emerging Issues in International Accounting and Business. Associazione Italiana di Economia Aziendale (AIDEA) Annual Meeting*, 2004.
- Mazzola P., Ravasi D., Gabbioneta C., "How to build reputation in financial markets", *Long Range Planning*, 2006, 39(4), pp. 385-407.
- Meigs R.F., Williams J.R., Haka S.F., Bettner M.S., *Financial Accounting*, Irwin McGraw-Hill, New York, 2001.
- Melis G., *Bilancio di esercizio nell'impresa cooperativa*, Cedam, Padova, 1983.
- Melis G., *Elementi di Economia Aziendale*, Giuffrè, Milano, 2001.
- Mella P., *Indici di bilancio*, Pirola, Milano, 1990.
- Meneguzzo M., *Managerialità, innovazione e governance: la pubblica amministrazione verso il 2000*, Aracne, Roma, 2001.
- Merlani C., *Il credito mercantile*, Giuffrè, Milano, 1964.
- Michelon G., *Sustainability Disclosure and Reputation: A Comparative Study*, Università degli Studi di Padova, "Marco Fanno", Working Paper n. 44, settembre 2007.
- Milgrom P., "Good news and Bad news: Representation Theorems and Applications", *The Bell Journal of Economics*, 1981, 12(2), pp. 380-391.
- Miller G., "Earnings performance and and Discretionary Disclosure", *Journal of Accounting Research*, 2002, 40(1), pp. 173-204.
- Miolo Vitali P. (a cura di), *Corso di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino, 2000.
- Miolo Vitali P., "La varietà di significati dell'integrazione fra misure di prestazioni multiple", in Amigoni F., Miolo Vitali P. (a cura di), *Misure multiple di performance*, Egea, Milano, 2003.
- Miraglia R.A., *Reti di aziende e sistema informativo interorganizzativo*, Giappichelli, Torino, 2005.
- Mobus J.L., "Mandatory environmental disclosures in a legitimacy theory context", *Accounting, Auditing, and Accountability Journal*, 2005, 18(4), pp. 492-517.

- Molteni M., *Bilancio e strategia*, Egea, Milano, 2000.
- Molteni M., "Tendenze evolutive in atto nella comunicazione di bilancio", in Molteni M. (a cura di), *Valore, strategia, bilancio*, Egea, Milano, 2000.
- Montrone A., *Il sistema delle analisi di bilancio per la valutazione dell'impresa*, FrancoAngeli, Milano, 2005.
- Morris R., "Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice", *Accounting and Business Research*, 1987, 18 (69), pp. 47-56.
- Mussari R., *L'azienda di erogazione composta pubblica: elementi defnitori*, Copinfax, Siena, 1995.
- Nair R.D., Rittenberg L.E., "Professional notes. Privately held businesses: is there a standard overload?", *Journal of Accountancy*, 1983, 155(2), pp. 82-96.
- Ndubizu G., Tsetsekos G., "Functional Currency Smoothing and Managerial Incentives: An Empirical Test", *The International Journal of Accounting*, 1992, 27, pp. 27-37.
- Neely A., "The performance measurement revolution: why now and what next?", *International Journal of Operations & Production Management*, 1999, 19(2), pp. 205-228.
- Neu D., Warsame H., Pedwell K., "Managing public impressions: environmental disclosures in annual reports", *Accounting, Organizations and Society*, 1998, 23(3), pp. 265-82.
- Niri (National Investor relations Institute), *Corporate disclosure practices survey*, Alexandria, VA, 2001.
- O'Donovan G., "Environmental Disclosures in the Annual Report: Extending the Applicability and Predictive Power of Legitimacy Theory", *Accounting, Auditing and Accountability*, 2002, 15(3), pp. 344-371.
- O'Dwyer B., "Conceptions of corporate social responsibility: the nature of managerial capture", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2002, 16(4), pp. 523-557.
- Olivotto L., *La valutazione economica dell'impresa*, Cedam, Padova, 1983.
- Onesti T., Di Cagno N., *L'economia delle imprese di assicurazione e la stima del capitale economico*, Giappichelli, Torino, 1998.
- Onida P., *Il bilancio delle imprese commerciali*, Giuffrè, Milano, 1935.
- Onida P., *Il bilancio d'esercizio delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1951.
- Onida P., *Economia d'azienda*, Utet, Torino, 1960.
- Onida P., *Economia d'azienda*, Utet, Torino, 1965.
- Onida P., *Economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1971.
- Onida P., *Il bilancio d'esercizio dell'impresa. Le sue differenziazioni e la sua interpretazione*, Giuffrè, Milano, 1974.
- Onida P., "Natura e limiti della politica di bilancio", in AA.VV., *Scritti in onore di Ugo Caprara*, Vallardi, Milano, 1975.
- Orlandoni E., "Il bilancio di gruppo", in Andrei P.-Azzali S.-Fellegara A.M.-Orlandoni E., *Il bilancio di esercizio d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2003.
- Orlitzky, Marc. "Social Responsibility and Financial Performance: Trade-off or virtuous Circle?", *University of Auckland Business Review*, 2005, 7(1), pp. 37-43.
- Ossola G., *L'economia delle aziende di gestione aeroportuale*, Giappichelli, Torino, 1996.

- Owen D., "Chronicles of Wasted Time? A Personal Reflection on the Current State of, and Future Prospects for Social and Environmental Accounting Research", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 2008, 21(2), pp. 240-267.
- Paganelli O., *Analisi di bilancio. Indici e flussi*, Utet, Torino, 1986.
- Paganelli O., *Analisi di bilancio. Indici e Flussi*, Utet, Torino, 1991.
- Paganelli O., *Bilancio di esercizio. Problemi di valutazione*, Clueb, Bologna, 1991.
- Palumbo R., Paolone G., D'Amico L., *Le analisi di bilancio*, Cacucci, Bari, 2001.
- Paolini A., *Il controllo strategico. Uno schema d'analisi*, Giuffrè, Milano, 1993.
- Paolini A., "Il monitoraggio ambientale", in L. Marchi-A. Paolini-A. Quagli, *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino, 1997.
- Paolini A., "L'utilizzo delle informazioni contenute nel bilancio d'esercizio per l'affidamento della clientela", in Paolini A., *Banche e comunicazione economico-finanziaria delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2003.
- Paolini A., "Le condizioni di equilibrio aziendale", in Marchi L. (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino, 1998.
- Paolone G., *Il bilancio di esercizio delle imprese in funzionamento e dei gruppi societari*, Giappichelli, Torino, 1995.
- Paoloni M., "Il ruolo del bilancio della piccola impresa nei rapporti con gli istituti di credito", *Piccola Impresa/Small Business*, 2, 1995.
- Paoloni M., Demartini P., *Il bilancio della piccola impresa in Europa*, Aspi/Ins-Edit, Genova, 1997.
- Paoloni M., Demartini P., "Le attese informative degli stakeholder della piccola impresa. Evidenze empiriche in Italia e nel Regno Unito", *Piccola Impresa/Small Business*, 1997, 2.
- Paoloni P., "Il futuro della comunicazione economico-finanziaria delle PMI: il progetto IASB 'International Accounting Standard for SMES'", *Analisi Finanziaria*, 2005, 60, IV trimestre.
- Paparella M., Torre I., *Tecnologia Internet e comunicazione aziendale: realtà e prospettive*, Utet, Torino, 1999.
- Parker L.D., "Social and environmental accountability research: a view from the commentary box", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2005, 18, pp. 842-860.
- Passaponti B., *Il bilancio dell'azienda elettrica*, Giuffrè, Milano, 1990.
- Pastore A., *La funzionalità economica dell'impresa*, Cacucci, Bari, 1984.
- Pastore A., Vernuccio M., *Impresa e comunicazione*, Apogeo, Milano, 2008.
- Patten D.M., "Intra-industry disclosure in response to the Alaskan oil spill: a note on legitimacy theory", *Accounting, Organizations and Society*, 1992, 17(5), pp. 471-475.
- Pava M.L., Krausz J., "The association between corporate social responsibility and financial performance: the paradox of social cost", *Journal of Business Ethics*, 1996, 15(3), pp. 337-347.
- Pavan A., *L'amministrazione economica delle aziende*, Giuffrè, Milano, 2008.
- Pellicelli G., *Strategia aziendale*, Egea, Milano, 2010.
- Perrini F., *Caso Costa Crociere S.p.A.* SDA Bocconi, Area Finanza, 1996.
- Perrini F., "La quotazione di una media impresa familiare. Aspetti teorici e procedurali", in Dessy A., Vender J., *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano, 1996.

- Pezzani F., *Le politiche di affidamento nelle aziende di credito: problemi di valutazione delle condizioni delle imprese affidate*, Step, Parma, 1988.
- Pezzani M. F., "Il quadro di riferimento: il controllo delle aziende", in E. Borgonovi (a cura di), *Il controllo economico nelle aziende sanitarie*, Egea, Milano, 1990.
- Pezzani F., "L'economia d'azienda e le determinazioni quantitative. L'evoluzione dell'informativa di bilancio", in Andrei P., Azzali S., Bisaschi A., Fellegara A.M., Pezzani F., *Il bilancio di esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1993.
- Pfeffer J., Salanick G.R., *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Harper & Row, New York, 1978.
- Pierdicchi M., "Corporate Governance score, indicazione chiara per investire", *IR TOP*, luglio-settembre 2003.
- Pinches G., *Essential of Financial Management*, Harp&Row, New York, 1990.
- Pini M., "Piccole imprese e bilanci pubblici. Il 'quadro fedele' ai fini dell'informativa esterna d'impresa", *Piccola Impresa/Small Business*, 1995, 2.
- Piotroski J.D., *Discretionary segment reporting decisions and the precision of investor beliefs*. Working paper. The University of Michigan, 1999.
- Pisani M., Giunta, F., *Il bilancio*, Apogeo, Milano, 2008.
- Pisoni P., *Il sistema informativo dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1979.
- Pisoni P., "Le caratteristiche del sistema azienda", in AA.VV., *Lezioni di Economia Aziendale*, Giappichelli, Editore, 1996
- Pisoni P., Biancone P.P., Cisi M., Busso D., *Il bilancio consolidato IAS/IFRS*, Giuffrè, Milano, 2007.
- Pivato S., "Il contributo dell'informativa societaria alla creazione dell'immagine dell'impresa", in AA.VV., *Scritti in onore di Luigi Guatri*, Bocconi Comunicazione, Milano, 1988.
- Pivato S., *La gestione del sistema delle relazioni nelle aziende industriali*, Utet, Torino, 1988.
- Pizzo M., *Natura economica e funzione informativa dei conti d'ordine*, Cedam, Padova, 1996.
- Pizzo M., *La dimensione d'azienda e la comunicazione economico-finanziaria: analisi teorica ed empirica nel contesto delle pmi*, Giappichelli, Torino, 2010.
- Poddighe F. (a cura di), *Analisi di bilancio per indici: aspetti operativi*, Cedam, Padova, 2004.
- Poli R., *Il bilancio d'esercizio. Evoluzioni e prospettive nell'economia dei paesi industrialmente progrediti*, Giuffrè, Milano, 1971.
- Porter M.E., *Il vantaggio competitivo*, Edizioni di Comunità, Milano, 1987.
- Pozzoli S., Tomassini N., *Analisi dei costi e distribuzione commerciale*, Cedam, Padova, 2003.
- Prendergast C., "What Trade-Off of Risk and Incentives?", *American Economic Review*, 2000, 90(2), pp. 421-425.
- Provasoli A., *Il bilancio d'esercizio destinato a pubblicazione*, Giuffrè, Milano, 1974.
- Provasoli A., "Il bilancio nel processo di comunicazione", in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, Egea, Milano, 1989.
- Provasoli A., "Il bilancio come strumento di comunicazione", *Economia & Management*, 1989, 8.
- Provasoli A., *La redazione del bilancio*, Cedam, Padova, 1992.

- Provasoli A., "Prefazione", in Provasoli A.-Viganò A., *Bilancio. Valutazioni, lettura, analisi*, Egea, Milano, 2007.
- Pucci S., *Alcune riflessioni sull'economicità, efficacia ed efficienza negli enti locali*, Giappichelli, Torino, 2003.
- Puddu L., "Gli strumenti contabili tradizionali e le decisioni", in AA.VV., *Strumenti informativo-contabili per le decisioni aziendali*, Clueb, Bologna, 1988.
- Puddu L., "La ricerca e sviluppo", in AA.VV., *Lezioni di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino, 1996.
- Pulejo, L., *Esperienze in tema di bilancio sociale: il modello francese*, Giappichelli, Torino, 1996.
- Quagli A., *Introduzione allo studio della conoscenza in Economia Aziendale*, Giuffrè, Milano, 1995.
- Quagli A., "Il comportamento strategico delle piccole imprese", in L. Marchi-A. Paolini-A. Quagli, *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino, 1997.
- Quagli A. (a cura di), *Internet e la comunicazione finanziaria*, FrancoAngeli, Milano, 2001.
- Quagli A., "La domanda di informazioni economico-finanziarie nei mercati mobiliari: analisi degli studi empirici e spunti per un modello interpretativo", *Rivista Italiana dei Dottori Commercialisti*, 2002, 4, pp. 655-697.
- Quagli A., *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, FrancoAngeli, Milano, 2004.
- Quagli A., "L'impatto di internet nella distribuzione dell'informazione economico-finanziaria", in Quagli A. (a cura di), *Internet e la comunicazione finanziaria*, FrancoAngeli, Milano, 2004.
- Quagli A., "L'informativa volontaria: finalità, tratti caratteristici e modelli di riferimento", in Quagli A., Teodori C. (a cura di), *L'informativa volontaria per settori di attività*, FrancoAngeli, Milano, 2005.
- Quagli A., *Bilancio di esercizio e principi contabili*, Giappichelli, Torino, 2006.
- Quagli A., Teodori, C., *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari*, FrancoAngeli, Milano, 2005.
- Quattraro B., *Il bilancio di esercizio. Problematiche civili, fiscali e penali*, Giuffrè, Milano, 1989.
- Rajan R., Servaes H., Zingales L., "The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment", *Journal of Finance*, 2000, 55, pp. 35-80.
- Ranalli F., *Sulla capacità informativa del bilancio di esercizio*, Cedam, Padova, 1984.
- Ranalli F., *Considerazioni sul tema dell'economicità aziendale*, Clua Editrice, Pescara, 1988.
- Ranalli F., *Il bilancio di esercizio. Caratteristiche e postulati*, I vol., Aracne, Roma, 1994.
- Ranalli F., *Un breve profilo della funzione di produzione*, in Cavalieri E.-Ranalli F., *Economia aziendale*. vol. II. *Aree funzionali e governo aziendale*, Giappichelli, Torino, 1999.
- Rappaport A., *La strategia del valore. Le nuove regole della performance aziendale*, FrancoAngeli, Milano, 1989.

- Rasmusen E., "Moral Hazard in Risk-Averse Teams", *The RAND Journal of Economics*, 1987, 18(3), pp. 428-435.
- Rea M., *L'analisi di bilancio per il controllo della gestione*, Giappichelli, Torino, 2008.
- Rebora G., *Comportamento d'impresa e controllo sociale*, Etas Libri, Milano, 1981.
- Reilly B.J., Di Angelo J.A., "Communication: a cultural system of meaning and value", *Human Relations*, 1990, 43(2), pp. 129-140.
- Riccaboni A., *La misurazione della performance dei centri di profitto: critica agli strumenti tradizionali e nuovi orientamenti d'indagine*, Cedam, Padova, 1989.
- Riccaboni A., Busco C., *Governo e gestione delle performance d'impresa*, Pearson Prentice Hall, Milano, 2010.
- Ricci P., "Brevi note sulla comunicazione economico-finanziaria nelle imprese familiari", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 2008, 5-6, pp. 290-298.
- Ricciardi A., *La previsione delle insolvenze nel credito al consumo mediante l'applicazione del credit scoring*, Giappichelli, Torino, 1996.
- Ricciardi A., *Le reti di imprese: vantaggi competitivi e pianificazione strategica*, FrancoAngeli, Milano, 2003.
- Richardson A.J., Welker M., "Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital", *Accounting, Organizations and Society*, 2001, 26, pp. 597-616.
- Rinaldi L., *I principi contabili. Principi generali*, Isedi, Torino, 1985.
- Riparbelli A., "Le comparazioni aziendali ed interaziendali", *Rivista Italiana di Ragioneria*, luglio 1969.
- Riva P., *Informazioni non finanziarie nel sistema di bilancio. Comunicare le misure di performance*, Egea, Milano, 2001.
- Roberts C.R., *Segment Reporting*, in Nobes C., Parker R., *Comparative International Accounting*, Seventh Edition, Prentice Hall, Harlow-England, 2002.
- Roberts R.W., "Determinants of corporate social responsibility disclosure: an application of stakeholder theory", *Accounting, Organizations and Society*, 1992, 17(6), pp. 595-612.
- Roberts P.W., Dowling G.R., "Corporate reputation and sustained superior financial performance", *Strategic Management Journal*, 2002, 23, pp. 1077-1093.
- Ross S.A., "Compensation, Incentives, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness", *The Journal of Finance*, 2004, 59(1), pp. 207-225.
- Rossi C., *Indicatori di bilancio, modelli di classificazione e previsione delle insolvenze aziendali*, Giuffrè, Milano, 1988.
- Rossi C., "Il sistema aziendale e le sue condizioni prospettive di equilibrio", in Rossi C. (a cura di), *Temi e applicazioni di Economia Aziendale*, Cisalpino, Bologna, 1994.
- Rossi N., *Le gestioni erogatrici private*, Utet, Torino, 1965.
- Rossi N., *Il bilancio dell'impresa. Le sue differenziazioni e la sua interpretazione*, Utet, Torino, 1969.
- Rossi P., "La comunicazione finanziaria dell'azienda: limiti e traguardi", *L'impresa*, 1980, 5.
- Rugiadini A., *I sistemi informativi d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1970.
- Rugiadini A., *Organizzazione d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1979.
- Rullani E., "Il valore della conoscenza", *Economia e politica industriale*, 1994, 82, pp. 47-73.
- Rusconi G., *Bilancio sociale e d'impresa. Problemi e prospettive*, Giuffrè, Milano, 1988.
- Rusconi G., "Etica, responsabilità sociale d'impresa e coinvolgimento degli stakeholder", *Impresa Progetto*, 2007, 1.

- Russo P. (a cura di), "Le strategie competitive di base", in Brunetti G., Coda V., Favotto F., *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas, Milano, 1999.
- Saita M., *Il sistema amministrativo evoluto. Sistema civilistico, sistema gestionale. Teoria e caso con il personal computer*, McGraw-Hill, Milano, 1988.
- Saita M., *I fondamentali dell'economia e strategia aziendale*, Giuffrè, Milano, 2005.
- Salvioni D.M., "Le politiche di comunicazione delle aziende di credito e le informazioni economiche", in AA.VV., *La comunicazione nelle banche*, Edizioni Il Sole 24 Ore, Milano, 1987.
- Salvioni D.M., "Economic information in global corporate communication process", in *Economia Aziendale*, vol. IX, n. 2, 1990.
- Salvioni D.M., *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino, 1992.
- Salvioni D.M., *Il sistema di controllo della gestione*, Giappichelli, Torino, 1997.
- Salvioni D.M., *Controllo di gestione e comunicazione nell'azienda pubblica*, Working Paper n. 2, Università degli Studi di Brescia, Dipartimento di Economia Aziendale, 1999.
- Salvioni D.M., "Comunicazione economico finanziaria e analisi della concorrenza", in Salvioni D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino, 2002.
- Salvioni D.M., "Cultura della trasparenza e comunicazione economico-finanziaria d'impresa", *Symphonya. Emerging Issues in Management*, 2002, 2.
- Salvioni D.M. (a cura di), *Introduzione all'analisi dei costi*, Giappichelli, Torino, 2002.
- Salvioni D.M., "La comunicazione economico-finanziaria nell'evoluzione telematica dei flussi informativi", in Salvioni D.M., Teodori C. (a cura di), *Internet e comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, FrancoAngeli, Milano, 2003.
- Salvioni D.M., Teodori C., *Internet e comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, FrancoAngeli, Milano 2003.
- Santesso E., *Valutazione di bilancio: aspetti economico-aziendali e giuridici*, Giappichelli, Torino, 1991.
- Saraceno P., *La produzione industriale*, L.U.E., Venezia, 1970.
- Sarcone S., *Bilancio annuale delle società di capitali e la quarta direttiva CEE*, Cacucci, Bari, 1989.
- Savioli G., *Gli indicatori di bilancio. Gli indicatori per l'analisi dell'efficienza*, Giappichelli, Torino, 1996.
- Scholes M.S., Wilson G.P., Wolfson M.A., "Firms' Responses to Anticipated Reduction in Tax Rates: The Tax Reform Act of 1986", *Journal of Accounting Research*, 1992, 30 (Supplement), pp. 161-185.
- Schredelseker K., "Equilibrio del mercato finanziario e informazione", *Note Economiche*, 1988, 3, pp. 98-123.
- Sciarelli S., *La crisi d'impresa*, Cedam, Padova, 1995.
- Scott T.W., "Incentives and Disincentives for financial disclosure: voluntary disclosure of defined benefits pension plan information by Canadian firms", *The Accounting Review*, 1994, 69(1), pp. 26-43.
- Selleri L., *Contabilità industriale*, Etas libri, Milano, 1983.

- Sengupta P., "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt", *The Accounting Review*, 1998, 63, pp. 459-474.
- Shannon C.E., Weaver W., *La teoria matematica delle comunicazioni*, Etas Compas, Milano, 1971.
- Shavell S., "Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship", *The Bell Journal of Economics*, 1979, 10(1), pp. 55-73.
- Shenkar O., Yuchtman-Yaar E., "Reputation, image, prestige, and goodwill: an interdisciplinary approach to organizational standing", *Human Relations*, 1997, 50, pp. 1361-1381.
- Shin H., Stulz R., "Are Internal Capital Markets Efficient?", *Quarterly Journal of Economics*, 1998, 113, pp. 531-552.
- Shotter J., "Social accountability and the social construction of you", in Shotter J., Gergen K.J. (Eds.), *Texts of identity*, Sage, London, 1989.
- Sibilio Parri B., *Sistema informativo e ricerca operativa*, Arti grafiche Il Torchio, Firenze, 1977.
- Sica M., *Economia e bilanci d'impresa. Tematiche, ricerche e studi vari*, Utet, Torino, 1990.
- Simonetto E., *Bilancio d'esercizio*, Cedam, Padova, 1982.
- Singhvi S.S., Desai H.B., "An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure", *Accounting Review*, 1971, 46, pp. 129-138.
- Skinner D.J., "Why firms voluntarily disclose bad news", *Journal of Accounting Research*, 1994, 32(1), pp. 38-61.
- Skinner D., "Earnings disclosures and stockholder lawsuits", *Journal of Accounting & Economics*, 1997, 23, pp. 249-282.
- Sorci C., "Responsabilità sociale e sviluppo integrale delle aziende", *Contabilità e cultura aziendale*, 2005, 5.
- Sostero U., *Analisi dei costi: le logiche di attribuzione*, Cedam, Padova, 1991.
- Sostero U., Buttignon F., *Il modello economico finanziario: introduzione alla costruzione e analisi del bilancio, al calcolo economico e alla valutazione dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 2001.
- Spano F.M., *Le società di calcio: aspetti organizzativi, gestionali e di rilevazione*, Cuesp, Milano, 2004.
- Spedale L.D., *L'affidamento bancario: tecniche e principi di valutazione*, De Agostini, Novara, 1995.
- Stanga K.G., Tiller M.G., "Needs of Loan Officers for Accounting Information from Large Versus Small Companies", *Accounting and Business Research*, Winter 1983.
- Stickel S.E., "The effect of value line investment survey rank changes on common stock prices", *Journal of Financial Economics*, 1985, 14(1), pp. 121-143.
- Stigler G.J., *Mercato, informazione, regolamentazione*, Il Mulino, Bologna, 1994.
- Stiglitz J., "The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics." *Quarterly Journal of Economics*, 2000, 115(4), pp. 1441-1478.
- Suchman M.C., "Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches", *Academy of Management Journal*, 1995, 20(3), pp. 571-610.
- Superti Furga F., *Le valutazioni di bilancio*, Isedi, Milano, 1979.

- Superti Furga F., "Passato e presente del bilancio di esercizio. Verso un bilancio intellegibile", *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1988, 6.
- Superti Furga F., *Il bilancio d'esercizio italiano secondo la normativa europea*, Giuffrè, Milano, 1991.
- Superti Furga F., *Il bilancio di esercizio italiano secondo la normativa europea*, Giuffrè, Milano, 1997.
- Svendsen A., *The Stakeholder Strategy: Profiting from Collaborative Business Relationships*, Berret-Koheler Publishers, 2000.
- Swift T., "Trust, reputation and corporate accountability to stakeholder", *Business Ethics: A European Review*, 2001, 10. pp. 16-26.
- Tartaglia Polcini P., *L'interpretazione economico-contabile delle risorse immateriali: problematiche rappresentative e valutative nell'informazione esterna d'impresa*, Giappichelli, Torino, 2003.
- Teodori C., *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino, 2000
- Teodori C., "L'efficacia della comunicazione di bilancio e l'analisi dei concorrenti", in Salvioni D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino, 2002.
- Teodori C., *Il rendiconto finanziario: caratteristiche, ruolo informativo ed interpretazione*, Giappichelli, Torino, 2009.
- Terzani S., *Le comparazioni di bilancio*, Cedam, Padova, 1978.
- Terzani S., *Introduzione al bilancio di esercizio*, Cedam, Padova, 1993.
- Terzani S., *Introduzione al bilancio d'esercizio*, Cedam, Padova, 1995.
- Thompson J.A., Hurdman M., "Statement in quotes: Accounting standards overload: some recommendations", *Journal of Accountancy*, July, 1983.
- Tommasetti A., Bisogno M., *I costi preventivi e consuntivi nelle decisioni d'impresa*, FrancoAngeli, Milano, 2011
- Toms J.S., "Firm resources, quality signals and the determinants of corporate environmental reputation: some UK evidence", *British Accounting Review*, 2002, 34(3), pp. 257-282.
- Torcivia S., *Le determinazioni del R.O.E.: i differenti scopi conoscitivi in ambiti aziendali differenziati*, Giuffrè, Milano, 1990.
- Travaglini C., *Il sistema informativo-contabile dell'azienda non profit*, Nautilus, Bologna, 2001.
- Trequatrin R., *Economia aziendale e nuovi modelli di corporate governance: esperienze a confronto*, Torino, Giappichelli, 1999.
- Troina G., *Note introduttive al bilancio d'esercizio*, Nuova cultura, Roma, 1994.
- Ullmann A., "Data in search of a theory: a critical examination of the relationship among social performance, social disclosure, and economic performance", *Academy of Management Review*, 1985, 10(3), pp. 540-577.
- Vaciago G., Verga G. (a cura di), *Efficienza e stabilità dei mercati finanziari*, Il Mulino, Bologna, 1995.

- Valdani E. (a cura di), *Marketing*, Utet, Torino, 1995.
- Valotti, G., *Economicità e innovazione nelle imprese di servizi locali*, Egea, Milano, 1994.
- Veltri S., Nardo M.T., “Una proposta di reportistica integrata degli intangibili d’azienda: l’intangibles global report”, *Rivista italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, novembre-dicembre 2007.
- Veneziani M., “I modelli ‘istituzionali’ nazionali rivolti alla comunità finanziaria”, in Quagli A., Teodori C. (a cura di), *L’informativa volontaria per settori di attività*, FrancoAngeli, Milano, 2005.
- Vergara C., “Su taluni aspetti di correlazione fra ‘creatività’ e sviluppo dell’impresa”, in AA.VV., *Creatività e sviluppo dell’impresa*, Giuffrè, Milano, 1991.
- Vermiglio F., *Il bilancio sociale nel quadro evolutivo del sistema di impresa*, Grafo, Messina, 1984.
- Verrecchia R.E., “Essays on disclosure”, *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31(1-3), pp. 97-180.
- Vicari S., *Nuove dimensioni della concorrenza: strategie nei mercati senza confini*, Egea, Milano, 1989.
- Vicari S., *L’impresa vivente: itinerario in una diversa concezione*, Etas, Milano, 1991.
- Viganò E., “L’informazione esterna d’impresa”, *Rivista dei Dottori Commercialisti*, maggio-giugno 1973.
- Viganò E., “La periodicità delle informazioni infrannuali”, in *Saggi di Economia Aziendale per Lino Azzini*, Giuffrè, Milano, 1987.
- Viganò E., *L’impresa e il bilancio europeo*, Cedam, Padova, 1990.
- Viganò E., *L’economia aziendale e la ragioneria*, Cedam, Padova, 1996.
- Viganò R., *Aspetti dinamici della individuazione dell’area di consolidamento*, Giannini, Napoli, 1996.
- Vinciguerra R., “Interpretazione della dimensione d’azienda”, in Pizzo M., *La dimensione d’azienda e la comunicazione economico-finanziaria: analisi teorica ed empirica nel contesto delle pmi*, Giappichelli, Torino, 2010.
- Visconti F., Valentini G. (a cura di), “L’innovazione nella dinamica strategica”, in Invernizzi G. (a cura di), *Strategia aziendale e vantaggio competitivo*, McGraw-Hill, Milano, 2008.
- Wagenhofer A., “Voluntary disclosure with a strategic opponent”, *Journal of Accounting and Economics*, 1990, 12(4), pp. 341-363.
- Watson A., Shrives P., Marston C., “Voluntary Disclosure of Accounting Ratios in the UK”, *British Accounting Review*, 2002, 34 (4), pp. 289-313.
- Watts R.L., Zimmerman J.L., *Positive Accounting theory*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1986.
- Watts R., Zimmerman J., “Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective”, *The Accounting Review*, 1990, January, pp. 131-156.
- Weil D., *The Benefits and Costs of Transparency: A Model of Disclosure Based Regulation*, working paper, Boston University School of Management, Harvard University, July 2002.
- Weil P., *Communication obblige*, FrancoAngeli, Milano, 1991.

- Wernerfelt B., "On the nature and scope of the firm: An adjustment-cost theory", *Journal of Business*, 1997, 70, pp. 489-514.
- Wernerfelt B., *Indirect adjustment-costs in firms and markets*, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, Mass., 2000.
- Yong-Chul S., *The Effect of Product Market Competition on Corporate Voluntary Disclosure Decisions*, working paper, Tulane University, 2002
- Young S., "The Determinants of Managerial Accounting Policy Choice: Further Evidence for the UK", *Accounting and Business Research*, 1998, 28 (2), pp. 133-143.
- Zaghi K., "La distribuzione nel sistema moda", *Economia & Management*, 2003, 5.
- Zago R., "La gestione integrata della comunicazione", *L'Impresa*, 1988, 2.
- Zambon S., *Entità e proprietà nei bilanci di esercizio*, Cedam, Padova, 1996.
- Zanda G., *La grande impresa. Caratteristiche strutturali e di comportamento*, Giuffrè, Milano, 1974.
- Zanda G., "Bilancio d'esercizio e qualità dell'informazione esterna d'impresa", in *Atti della Tavola Rotonda. Contabilità e Bilancio: uno schema concettuale*, Luiss, Roma, 1977.
- Zangrandi A., "Responsabilità nella gestione dei servizi sanitari. Il ruolo della contabilità analitica", in Borgonovi E. (a cura di), *Il controllo economico nelle aziende sanitarie*, Egea, Milano, 1990.
- Zappa G., *Tendenze nuove negli studi di Ragioneria*, Istituto Editoriale Scientifico, Milano, 1927.
- Zappa G., *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1946.
- Zappa G., *L'economia delle aziende di consumo*, Giuffrè, Milano, 1957.
- Zappa G., *Le produzioni nell'economia delle imprese*, vol. I, Giuffrè, Milano, 1957.
- Zattoni A.-Perrini F., *Corporate Governance*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2006.
- Zavani M., *Il valore della comunicazione aziendale. Rilevanza e caratteri nell'informativa sociale e ambientale*, Giappichelli, Torino, 2000.
- Zuccardi Merli M., "Il sistema informativo contabile per la determinazione dell'equilibrio economico", in Anselmi L. (a cura di), *L'equilibrio economico nelle aziende sanitarie*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano, 1996.

(D) Finito di stampare nel mese di settembre 2012
nella Stampatre s.r.l. di Torino – Via Bologna, 220