



UNIVERSITÀ
DI PAVIA

Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali

Corso di Laurea magistrale in Economia e Legislazione d'Impresa

Oltre i Numeri: Le Strategie di *Impression Management* nella Rendicontazione Finanziaria delle Società Quotate Italiane

Relatore:

Chiar.mo Prof. Francesco Sotti

Tesi di Laurea di

Chiara Tirozzi

Matricola n. 557864

Anno Accademico 2025-2026

INDICE

ABSTRACT.....	1
INTRODUZIONE.....	2
CAPITOLO 1: L'Evoluzione Teorica dell'Impression Management.....	4
1.1 La Nascita dell'Impression Management	4
1.1.1 Gli Sviluppi in Ambito Psicologico e la Tassonomia di Jones e Pittman	6
1.1.2 I Limiti Teorici del Modello di Erving Goffman	9
1.2 L'Avvento dell'Impression Management in Ambito Economico	10
1.2.1 Il Ragionamento Causale nei Report Annuali: il Contributo di Bettman e Weitz.....	12
1.2.2 La Giustificazione della Performance Aziendale: il Contributo di Staw, McKechnie e Puffer.....	13
1.2.3 L'Illusione del Controllo Manageriale: il Contributo di Salancik e Meindl	17
1.3 Le Teorie Economico-Aziendali alla base dell'Impression Management	20
1.3.1 La Teoria dell'Agenzia	20
1.3.2 La Teoria dei Segnali.....	22
CAPITOLO 2: L'Applicazione dell'Impression Management	26
2.1 La Rendicontazione Finanziaria	26
2.2 Le Strategie di Merkl-Davies e Brennan	30
2.2.1 La Manipolazione della Leggibilità.....	32
2.2.2 La Manipolazione Retorica.....	34
2.2.3 La Manipolazione Tematica.....	35
2.2.4 La Manipolazione Visiva e Strutturale.....	36
2.2.5 I Confronti di Performance.....	37
2.2.6 La Selezione della Grandezza di Reddito	38
2.2.7 L'Attribuzione della Performance.....	39
2.3 Il Dizionario di Loughran e McDonald	40
2.4 Il Confine tra Impression Management e Frode	43
2.5 I Nuovi Ambiti di Applicazione dell'Impression Management	46
2.5.1 La Rendicontazione Non Finanziaria e la Teoria della Legittimità	47
2.5.2 L'Intelligenza Artificiale.....	51
CAPITOLO 3: L'Analisi Empirica sull'Impression Management nella Rendicontazione Finanziaria.....	55
3.1 La Scelta del Campione e l'Obiettivo dell'Analisi	55
BIBLIOGRAFIA	56

ABSTRACT

L'elaborato si apre ripercorrendo l'evoluzione teorica del concetto di *Impression Management*, dalle sue origini in ambito sociologico e psicologico fino al suo inserimento nell'ambito economico aziendale, e si conclude con il raggiungimento dell'obiettivo della stesura di questa tesi, ossia osservare il comportamento adottato dal management di società quotate sul mercato azionario italiano nella redazione della componente narrativa della rendicontazione finanziaria, con particolare riferimento all'applicazione di strategie di IM. La scelta di questo tema è stata spinta dalla necessità di comprendere in che misura le imprese sfruttino lo spazio discrezionale offerto dalla comunicazione narrativa per orientare la percezione del mercato, in un contesto in cui la trasparenza informativa risulta sempre più importante per la fiducia degli stakeholder. Per svolgere l'analisi empirica è stato selezionato un campione di cinquantanove società quotate a Piazza Affari, operanti in differenti settori. Grazie all'utilizzo della banca dati Orbis di *Moody's* è stato possibile reperire i dati anagrafici e finanziari, dal 2021 al 2024, necessari per individuare ciascuna società. Dopo un'attenta analisi degli *annual reports* delle aziende coinvolte sono state stilate una serie di tabelle di valutazione attraverso le quali è stato possibile confrontare ad esempio la leggibilità e il tono della comunicazione finanziaria in relazione alle performance conseguite. I risultati ottenuti hanno permesso di osservare più nel dettaglio quali tra le strategie individuate da Merkl-Davies e Brennan risultino maggiormente utilizzate tra le società del campione, oppure se il tono utilizzato tenda a farsi più ottimistico e la leggibilità più complessa in presenza di risultati economico-finanziari negativi.

INTRODUZIONE

Nel contesto economico attuale l'attenzione degli organi di vigilanza e degli operatori di mercato nei confronti della qualità e della trasparenza della rendicontazione finanziaria risulta in costante crescita. Negli ultimi decenni, infatti, si è consolidata la consapevolezza di quanto il modo in cui un'impresa comunica i propri risultati sia in grado di influenzare le decisioni di investitori, risparmiatori e mercato nel suo complesso, incidendo non solo sulla percezione della performance aziendale, ma anche sul valore di borsa dei titoli. Le società quotate si trovano, dunque, a dover gestire un rapporto con i propri stakeholder che va ben oltre la semplice pubblicazione di dati contabili, e mai come in questo periodo storico la comunicazione societaria necessita di un'attenzione ulteriore rispetto alla mera osservanza degli obblighi normativi.

Il seguente elaborato di tesi tratta le strategie di *Impression Management* nella rendicontazione finanziaria delle società quotate italiane, tema rilevante per l'economia dei mercati finanziari contemporanei. Se la componente contabile della rendicontazione risponde a regole predefinite e a un margine di discrezionalità relativamente contenuto, la componente narrativa lascia al management uno spazio interpretativo molto più ampio, che può essere sfruttato per orientare la percezione dei risultati aziendali senza alterarne il contenuto informativo di base. È proprio in questo spazio discrezionale, e non nella componente contabile, che si concentra e si sviluppa il presente elaborato.

Nel primo capitolo verrà ricostruita l'evoluzione teorica del concetto di *Impression Management*, partendo dalle sue origini in ambito sociologico e psicologico, per poi analizzare il suo progressivo trasferimento nell'ambito economico-aziendale. Da questo si andranno poi ad approfondire la Teoria dell'Agenzia e la Teoria dei Segnali, quali cornici teoriche in grado di spiegare le ragioni economiche che spingono i manager ad adottare strategie di IM, in un contesto in cui l'asimmetria informativa tra chi gestisce l'impresa e chi vi investe rappresenta il presupposto stesso di tali comportamenti.

Nel secondo capitolo verrà approfondita l'applicazione dell'*Impression Management* alla rendicontazione finanziaria, dal quadro normativo di riferimento fino al progressivo affermarsi della componente narrativa come leva strategica di comunicazione. Verranno poi descritte nel dettaglio le sette strategie di *Impression Management* individuate da Merkl-Davies e Brennan, articolate nelle due macrocategorie di occultamento e attribuzione, e verrà presentato il dizionario di Loughran e McDonald, strumento di riferimento per l'analisi testuale dei documenti societari. Il capitolo si chiuderà con una riflessione sul confine, spesso sottile, tra *Impression Management* e frode informativa, e con una panoramica sui nuovi ambiti di applicazione del fenomeno, dalla rendicontazione non finanziaria all'intelligenza artificiale.

Il terzo e ultimo capitolo proporrà un'analisi empirica che risponde al vero obiettivo di tale elaborato, ossia osservare, su un campione di cinquantanove società quotate sul mercato azionario italiano, operanti in differenti settori, se e come abbiano applicato strategie di IM. Dai risultati è stato possibile comprendere più nel dettaglio in che modo il management ricorra alla componente discrezionale della comunicazione societaria al fine di orientare la percezione del mercato.

CAPITOLO 1: L'Evoluzione Teorica dell'Impression Management

1.1 La Nascita dell'Impression Management

Il termine *Impression Management* trova le sue origini intorno alla metà del Novecento grazie al sociologo canadese Erving Goffman, il quale teorizza tale concetto nella sua celebre opera *The Presentation of Self in Everyday Life* (1956), applicandolo alle interazioni sociali quotidiane. Secondo la visione dell'autore ogni interazione è una vera e propria rappresentazione teatrale, dove l'individuo agisce come attore e, attraverso la sua performance, invia segnali con l'obiettivo di trasmettere un'immagine specifica al proprio pubblico, il quale ha il compito, a sua volta, di interpretare tali comportamenti.

La performance viene definita come segue: “*all the activity of a given participant on a given occasion which serves to influence in any way any of the other participants*” (Goffman, 1956, p. 8)

Sintetizzando in una frase il pensiero dell'autore è possibile sostenere che “*people are performers who try to convey a certain impression to their audiences*” (Picone, 2015, p. 1).

Gli attori, attraverso le loro azioni, trasmettono segnali all'ambiente circostante sia volontariamente sia involontariamente, dimostrando di avere un certo grado di controllo sulla percezione esterna. Queste dinamiche possono essere messe in atto dal singolo attore, ma anche da un'équipe, all'interno della quale si condividono informazioni riservate sulle strategie da adottare, al fine di trasmettere una specifica immagine alla propria audience.

La performance si svolge principalmente in due spazi: il *front stage* e il *back stage*. Nel primo spazio i soggetti sono consapevoli della presenza del pubblico e tendono ad enfatizzare i comportamenti più coerenti con le aspettative esterne, occultando in modo strategico gli elementi che potrebbero influenzare negativamente la loro immagine. Al contrario, nel secondo spazio gli aspetti nascosti precedentemente possono riemergere ed essere esternati liberamente.

Al fine di mettere in scena la propria performance ogni individuo utilizza una facciata, definita nella lingua inglese *expressive equipment*, ossia l'insieme di strumenti espressivi usati per la presentazione di sé. La facciata è composta dal *setting*, ovvero l'ambientazione nella quale si svolge l'azione, e dal *personal front*, che include tutte le caratteristiche direttamente collegabili alla persona stessa, come l'abbigliamento, il genere, l'età o l'espressione facciale.

Goffman approfondisce il concetto di *face* nel suo saggio *On Face-Work* del 1955. Il termine "faccia" viene definito come il valore sociale positivo che una persona rivendica di sé stessa e che gli altri le attribuiscono a seguito del comportamento tenuto durante un'interazione sociale (Goffman, 1955, p. 213). La condotta intrapresa dall'attore per rendere le sue azioni coerenti con il mantenimento di questa immagine viene definita *face-work*. Le azioni si differenziano in base alla loro collocazione temporale nel corso dell'interazione e si articolano nelle seguenti tipologie:

- 1) *Preventive face-work*: servono a prevenire il sorgere di situazioni che potrebbero compromettere l'immagine;
- 2) *Corrective face-work*: sono finalizzate a sanare l'immagine danneggiata;
- 3) *Cooperative face-work*: consistono nel mostrare una considerazione positiva degli altri;
- 4) *Aggressive face-work*: hanno come finalità quella di salvaguardare il proprio valore sociale, proiettando informazioni sfavorevoli a danno degli altri.

Questo approccio teorico trova un'estensione nella successiva opera del medesimo sociologo, intitolata *Strategic Interaction*, pubblicata nel 1969, nella quale l'analisi sociologica delle interazioni tra i soggetti si unisce ai principi cardine della teoria dei giochi. Infatti, quando l'attore gestisce la propria immagine nel *front stage*, agisce sulla base di una razionalità economica, ciò significa che il suo obiettivo è quello di sfruttare le asimmetrie informative e di massimizzare il proprio vantaggio

competitivo. Di conseguenza, la performance non è più una semplice azione, ma si trasforma in una vera e propria scelta strategica.

1.1.1 Gli Sviluppi in Ambito Psicologico e la Tassonomia di Jones e Pittman

Successivamente, anche gli psicologi Edward E. Jones e Thane S. Pittman si sono dedicati allo studio della gestione delle impressioni, formulando nel 1982 il concetto di *Strategic Self-Presentation*. Quest'ultimo viene formalmente definito dagli autori come segue: “*Formally, we define strategic self-presentation as those features of behavior affected by power augmentation motives designed to elicit or shape others' attributions of the actor's dispositions.*”(Jones e Pittman, 1982, p. 233). Da questa definizione si può dedurre che l'autopresentazione strategica non è una semplice rappresentazione della personalità del soggetto, ma a tutti gli effetti una manovra intenzionale. In altre parole, l'individuo modifica consapevolmente i tratti del proprio comportamento spinto dal desiderio di accrescere il proprio potere relazionale e di controllo sull'ambiente circostante. La finalità di tale processo è la manipolazione del giudizio altrui, orientando le impressioni che l'audience attribuirà all'attore.

Sulla base di tale definizione, gli autori hanno elaborato una tassonomia comprensiva di cinque strategie di *self-presentation*, classificate in funzione della percezione che l'attore intende suscitare nel proprio interlocutore.

Le cinque strategie sono le seguenti (Jones e Pittman, 1982, pp. 235-249):

- 1) **Ingraziamento (*Ingratiation*)**: strategia che mira a farsi apprezzare dagli altri, qualità definita *likability*. L'attore cerca di apparire caloroso, affidabile e affascinante nei confronti del proprio pubblico, facendo leva su tattiche quali il conformismo d'opinione, la valorizzazione dell'altro e l'elargizione di favori. Il successo di tale strategia risiede nella capacità dell'attore di occultare la reale natura strategica del comportamento. Ne deriva il cosiddetto “dilemma dell'ingraziatore”, cioè tanto maggiore è il bisogno di approvazione da parte

dell'attore, tanto più elevato è il rischio che il suo intento strategico venga smascherato;

- 2) Intimidazione (*Intimidation*): può essere considerata la strategia opposta all'ingraziamento. L'intimidatore mira ad essere percepito come pericoloso, cercando di convincere il proprio bersaglio di possedere le risorse per infliggere sofferenza o disagio, nonché la reale volontà di utilizzarle qualora le proprie richieste non vengano soddisfatte. L'intimidazione si manifesta prevalentemente in relazioni di natura non volontaria, come ad esempio quella esistente tra datore di lavoro e dipendente, nelle quali il soggetto passivo non può facilmente sottrarsi al rapporto;
- 3) Auto-promozione (*Self-promotion*): ha l'obiettivo di convincere il proprio bersaglio della propria competenza. Questa strategia si scontra con il cosiddetto "paradosso dell'auto-promotore", cioè chi dichiara in modo diretto di essere competente rischia di non essere creduto fino in fondo, in quanto, spesso, chi ha meno sicurezza delle proprie capacità è colui che tende maggiormente ad ostentarle. Per questo motivo chi si autopromuove preferisce spesso vie indirette, come farsi elogiare da terzi;
- 4) Esemplificazione (*Exemplification*): con questa strategia l'attore tende a mostrarsi come una persona onesta, disciplinata e pronta al sacrificio, con lo scopo di suscitare emulazione nell'osservatore. L'esemplificatore deve dimostrare concretamente la propria virtù anziché rivendicarla, evitando di scivolare nel moralismo autocompiaciuto. Nelle realtà aziendali, un classico esempio di applicazione dell'esemplificazione si ha quando i datori di lavoro arrivano presto in ufficio e se ne vanno tardi, esercitando così una pressione esemplificante sui propri dipendenti;
- 5) Supplica (*Supplication*): è la strategia a cui ricorre chi non dispone delle risorse necessarie per adottare le strategie di *self-presentation* sopra descritte. L'attore, in questo caso, enfatizza la propria debolezza e dipendenza dagli altri. La *supplication* risulta più efficace quando lo svantaggio dell'attore appare accidentale o involontario piuttosto che auto-inflitto, poiché in tali dinamiche

le norme sociali impongono a chi possiede maggiori risorse di prendersene cura. Tuttavia, è una strategia che risulta rischiosa perché pubblicizzare la propria incompetenza comporta costi rilevanti per l'autostima e non esiste alcuna garanzia nel fatto che il bersaglio risponda alla richiesta d'aiuto, anzi, potrebbe cercare di sottrarsi all'interazione. Per queste ragioni è la strategia meno diffusa, poiché penalizzante sia per chi la mette in atto sia per chi ne è destinatario.

Le cinque strategie appena illustrate possono coesistere e sovrapporsi all'interno dello stesso comportamento *self-presentational*. La tassonomia elaborata ha costituito un modello di riferimento per la ricerca successiva sull'*Impression Management* in ambito organizzativo.

Le formulazioni originarie e più celebri sul tema dell'IM sono state progressivamente arricchite da costanti sviluppi teorici di natura psicologico-comportamentale, grazie alle numerose interpretazioni fornite dagli studiosi.

Di seguito alcune definizioni di *Impression Management* sviluppate dal 1981 al 1997 (Cüre et al., 2020, p. 3):

- Tedeschi and Ries (1981): "*Impression management as a means for gaining social power through conscious and active manipulations of social interactions*";
- Leary and Kowalski (1990): "*Impression management (also called self-presentation) refers to the process by which individuals attempt to control the impressions others form of them*";
- Crittenden and Bae (1994): "*Impression management is a conscious or unconscious attempt to manipulate or control the attributions made about us, by others, or ourselves*";
- Kacmar and Carlson (1994): "*Impression management has been defined as a conscious and unconscious attempt to construct and portray a particular*

image by controlling the information available to others so that they will view the actor as he or she intended”;

- Rosenfeld et al. (1996): “*Individuals act in a self-enhancing way to please significant audiences when they are not faced with a reality check*”;
- Bozeman and Kacmar (1997): “*Impression management occurs because an actor has a goal to create and maintain a specific identity. This goal is achieved by strategically exhibiting behaviors, both verbal and nonverbal, that will affect the audience to view the actor as desired*”.

Sebbene diversi autori abbiano proseguito lo studio dell’*Impression Management* successivamente alla teoria goffmaniana e nonostante lo stesso Goffman sia stato definito un vero e proprio *enfant terrible* per la straordinaria originalità del suo pensiero rispetto al contesto dell’epoca, il concetto non è rimasto indenne da critiche.

1.1.2 I Limiti Teorici del Modello di Erving Goffman

Nonostante il contributo del sociologo Erving Goffman rappresenti un punto di riferimento per lo studio della gestione delle impressioni, il suo modello teorico è stato oggetto di contestazioni e alcune di queste sono state sollevate già a partire dagli anni Settanta.

Una prima critica, nota in letteratura come “problema dei due *self*”, fa riferimento alla natura intenzionale del processo di *Impression Management*. Infatti, se la gestione delle impressioni è considerata un’attività deliberata, deve esistere un “*self* manipolativo” che dirige la performance e ne controlla gli esiti comunicativi. Tuttavia, Goffman non chiarisce né l’identità di questo attore nascosto né le modalità concrete del suo operare (Manning, 1992).

Al modello drammaturgico si rimprovera di raffigurare gli individui come manipolatori calcolatori, riducendo le relazioni umane ad un semplice gioco di maschere (Gouldner, 1970, pp. 382-383).

Un ulteriore aspetto che ha sollevato critiche riguarda la mancata considerazione, da parte di Goffman, dell'influenza esercitata dalle strutture macro-sociali (classe, potere, istituzioni) nella costruzione dell'immagine di sé. Da qui deriva la decisione di Stephen H. Riggins di curare *Beyond Goffman: Studies on Communication, Institution, and Social Interaction* (1990), opera volta a superare i confini del modello goffmaniano.

Il volume sopracitato racchiude saggi di studiosi di diversa estrazione disciplinare, dalla semiotica alla fenomenologia, dall'antropologia agli studi di genere, proprio con la finalità di estendere l'analisi drammaturgica a fenomeni che Goffman non aveva approfondito.

Infine, una quarta critica sollevata da Merkl-Davies e Brennan, mette in discussione il presupposto di piena razionalità degli attori su cui l'approccio goffmaniano si fonda, ovvero l'idea che chi gestisce le impressioni agisca sempre in modo calcolato e consapevole. In realtà, gli studi della psicologia comportamentale dimostrano che le scelte degli individui, e in particolare dei manager, sono spesso condizionate da bias cognitivi e meccanismi inconsci che sfuggono al loro controllo. Tale limite risulta particolarmente rilevante quando il concetto di IM viene applicato alla rendicontazione finanziaria, poiché le decisioni del management in fase di comunicazione societaria non possono considerarsi pienamente razionali (Merkl-Davies e Brennan, 2011, p. 7).

Pur a fronte di tali critiche, nei paragrafi successivi si vedrà come il tema dell'*Impression Management* abbia riscosso notevole successo in ambiti disciplinari lontani dalla sociologia e dalla psicologia, trovando ampia applicazione in quello economico.

1.2 L'Avvento dell'Impression Management in Ambito Economico

Il passaggio del concetto di *Impression Management* dalle scienze sociali e comportamentali al contesto economico-aziendale può essere collocato a partire dai primi anni Ottanta del Novecento. Questo ha rappresentato una significativa

evoluzione concettuale in grado di ridefinire la funzione della comunicazione aziendale, non più considerata come mero canale di divulgazione di informazioni e dati, bensì come strumento di natura strategica.

In questo periodo la letteratura comincia a riconoscere nelle organizzazioni una natura assimilabile a quella dei singoli individui, considerandole a tutti gli effetti come attori sociali impegnati a costruire e tutelare la propria reputazione agli occhi degli stakeholder.

È in tale scenario che si sviluppa il concetto di *Organizational Impression Management* (OIM), definito formalmente nel seguente modo: “*Organizational impression management refers to any action purposefully designed and carried out to influence an audience’s perceptions of an organization*” (Eisbach et al., 1998). Quest’ultimo, elaborato originariamente con riferimento a qualsiasi tipologia di organizzazione, risulta però generico quando l’oggetto di analisi è una società. L’espressione che meglio si adatta al contesto societario è quella di *Corporate Impression Management* (CIM). Nello specifico, i manager assumono il ruolo di componenti dell’*équipe* teatrale descritta da Goffman ed è attraverso la loro cooperazione che viene proiettata nei confronti degli stakeholder un’immagine affidabile e solida della società.

La costruzione dell’immagine aziendale non dipende soltanto dai risultati economici e finanziari realizzati dall’impresa, ma anche dal modo in cui il management li racconta.

Le relazioni annuali di bilancio (*annual reports*), pubblicate ogni anno dalle società come mezzo principale di comunicazione con il pubblico, non solo delineano i risultati d’esercizio, ma cercano anche di fornire le ragioni di qualsiasi successo o fallimento. La descrizione di tali ragioni non è mai neutra, ma si traduce in una scelta strategica volta a orientare le percezioni del mercato. È proprio sulla base di queste premesse che si è consolidato un filone di studi dedicato al *corporate narrative reporting*.

1.2.1 Il Ragionamento Causale nei Report Annuali: il Contributo di Bettman e Weitz

Tra i contributi che hanno dato avvio agli studi sul *corporate narrative reporting*, uno dei più noti è quello di James R. Bettman e Barton A. Weitz nel 1983. Non sono stati i primi in assoluto a studiare come le imprese raccontano le proprie performance, ma vengono ricordati per aver costruito attorno a questa osservazione un modello teorico e metodologico rigoroso, testando le varie ipotesi attraverso strumenti statistici.

Gli autori analizzano i pattern di ragionamento causale che le società utilizzano per spiegare i propri risultati economico-finanziari. Lo studio si concentra in particolare sul fenomeno delle cosiddette *self-serving attributions*, ossia la tendenza ad attribuire i risultati favorevoli a cause interne e quelli sfavorevoli a cause esterne. Per verificare se questa tendenza sia effettivamente presente, sono state esaminate le lettere agli azionisti contenute in 181 report annuali pubblicati nel 1972 e nel 1974. Gli anni non sono stati selezionati casualmente, il primo rappresenta, sulla base dell'andamento del PIL e degli indici di borsa, un periodo economico favorevole, mentre il secondo uno sfavorevole.

Le cause individuate sono state classificate secondo tre dimensioni:

1. il *locus of causality* (interno/esterno);
2. la stabilità (stabile/instabile);
3. la controllabilità (controllabile/incontrollabile).

Alla base dello studio vi sono due ragioni fondamentali che spiegano perché le imprese ricorrano alle *self-serving attributions*.

La prima è motivazionale, legata all'*Impression Management*. L'impresa utilizza le *self-serving attributions* come strategia intenzionale, con la finalità di tutelare o migliorare l'immagine che il mercato ha di essa.

La seconda è informazionale. L'azienda non cerca di manipolare la realtà, ma attribuisce la responsabilità a fattori esogeni semplicemente perché, in quel determinato anno, le condizioni macroeconomiche rappresentano la causa più oggettiva per spiegare i risultati, come nel caso di una pandemia, di una guerra o di una crisi finanziaria.

I risultati della ricerca confermano che, a livello aggregato, gli esiti sfavorevoli sono stati attribuiti a cause esterne, instabili e incontrollabili in misura maggiore rispetto agli esiti favorevoli. L'analisi condotta separatamente per ciascun anno, invece, presenta un quadro più complesso. Nell'anno sfavorevole (1974) il pattern *self-serving* risulta fortemente significativo, nell'anno favorevole (1972) esso non raggiunge la significatività statistica, in quanto i risultati negativi sono stati attribuiti equamente a cause interne ed esterne. Questo suggerisce che le spiegazioni fornite per i risultati negativi abbiano una base soprattutto informazionale, ovvero legata a cause oggettive e reali verificatesi in un anno difficile, mentre quelle fornite per i risultati positivi siano più coerenti con la spiegazione motivazionale, orientata a valorizzare l'immagine dell'impresa a prescindere dal contesto economico. Infine, lo studio dimostra che le imprese tendono a fornire spiegazioni più estese quando la performance risulta peggiore delle attese (Bettman e Weitz, 1983, pp. 165-183).

1.2.2 La Giustificazione della Performance Aziendale: il Contributo di Staw, McKechnie e Puffer

Uno studio pubblicato nel medesimo anno e sul medesimo tema è quello di Barry M. Staw, Pamela I. McKechnie e Sheila M. Puffer, *The Justification of Organizational Performance*. Gli stessi autori segnalano di essere venuti a conoscenza, quando la loro ricerca si trovava già in fase avanzata, dello studio di Bettman e Weitz già illustrato in precedenza e di un lavoro all'epoca non ancora ultimato di Salancik e Meindl, che verrà approfondito successivamente.

Gli obiettivi della ricerca sono tre:

1. verificare l'esistenza di *self-serving attributions* nella comunicazione aziendale;
2. stabilire se tali attribuzioni nascano dal bisogno di proteggere l'immagine o da una strategia di *Impression Management* pensata per convincere gli azionisti;
3. individuare eventuali determinanti situazionali (ad esempio la volatilità del prezzo delle azioni) e personali (le caratteristiche del CEO, come età, anzianità e stipendio) di queste attribuzioni.

Come oggetto dell'analisi sono state selezionate le lettere agli azionisti contenute nei bilanci annuali dell'anno fiscale 1977, in quanto offriva una distribuzione equilibrata tra performance positive e negative. Gli autori sottolineano come la redazione delle lettere sia un vero e proprio lavoro di squadra, riprendendo una citazione del *Wall Street Journal* del 1982: "La lettera agli azionisti reca solo una o due firme, ma è generalmente il frutto del lavoro di un comitato. Gli addetti alle relazioni pubbliche o i consulenti esterni, che spesso ne scrivono la prima bozza, sono consapevoli che il testo deve essere rivisto dall'amministratore delegato (CEO), dal direttore finanziario (CFO), dal consiglio di amministrazione (BoD) e dall'ufficio legale." (Gottschalk, 1982, citato in Staw et al., 1983, p. 585).

Il campione è stato costruito partendo dalle 500 maggiori aziende censite da *Fortune Magazine*¹, da cui sono state poi selezionate 49 aziende che hanno riscontrato un incremento degli utili pari o superiore al 50% e 32 aziende con un calo di pari percentuale.

Ogni evento causale è stato classificato in base a cinque criteri:

1. il *locus of causality*, cioè se la causa è interna all'azienda oppure esterna;

¹ *Fortune Magazine* è una celebre rivista di business e finanza statunitense fondata nel 1930, nota a livello globale per la pubblicazione annuale della *Fortune 500*, una classifica che racchiude, sulla base del fatturato, le 500 maggiori imprese degli Stati Uniti.

2. la direzione causa-effetto, ossia se causa e risultato hanno lo stesso segno oppure segno opposto;
3. l'orientamento temporale, cioè se l'evento si riferisce a qualcosa già accaduto o a previsioni su risultati futuri;
4. il grado di esplicitezza;
5. la posizione dell'evento causale nella lettera rispetto alla presentazione dei risultati finanziari.

Tre esempi tratti dalle lettere agli azionisti del 1978 rendono più concreta questa classificazione.

Nella lettera della *Questor Corporation*² si legge: “Questor Education Products ha riportato risultati deludenti, parzialmente dovuti all’andamento irregolare degli acquisti emerso nel settore dei giocattoli”, tipico caso di attribuzione difensiva, cioè il risultato negativo viene spiegato con una causa esterna, in tal caso il mercato di appartenenza (*Questor Corporation*, 1978, citato in Staw et al., 1983, p. 587).

La *Johns-Manville Corporation*³ scrive: “I nostri utili negli Stati Uniti sono aumentati principalmente perché abbiamo fatto ciò che sapevamo di dover fare”, classico esempio di attribuzione di valorizzazione, in cui un risultato positivo viene ricondotto a una causa interna, ovvero l’operato del management (*Johns-Manville Corporation*, 1978, citato in Staw et al., 1983, p. 587).

Un terzo esempio è quello della *Hoover Company*⁴, il quale mostra come causa ed effetto possano avere segno opposto: “Questi risultati favorevoli sono stati raggiunti nonostante le condizioni economiche sfavorevoli nella maggior parte dei

² La *Questor Corporation* operava in settori differenti tra loro, tra cui la componentistica per auto, gli articoli sportivi e i prodotti per l’infanzia e i giocattoli. Nel 1982 è uscita dal mercato azionario ed è stata successivamente scissa e liquidata.

³ La *Johns-Manville Corporation* è uno storico colosso industriale statunitense specializzato nella produzione di materiali edili e isolanti. Negli anni ‘80 è stato travolto dalle controversie legali legate all’amianto. Successivamente riorganizzato, nel 2001 è entrato a far parte del gruppo Berkshire Hathaway di Warren Buffett ed è tuttora attivo come leader di settore.

⁴ La *Hoover Company* è tra i pionieri mondiali nella produzione di elettrodomestici e punto di riferimento nel settore del *floor care*. Durante gli anni ‘80 è stato al centro di rilevanti operazioni di ristrutturazione industriale e di riassetto azionario.

paesi al di fuori degli Stati Uniti e uno sciopero negli U.S.A. che ha bloccato la produzione per 45 giorni” (Hoover Company, 1978, citato in Staw et al., 1983, p. 587).

Con i dati a disposizione Staw e i suoi collaboratori hanno messo in relazione il grado di negatività di ciascuna lettera con le attribuzioni causali. Quanto emerso ha dimostrato che più una lettera era negativa, maggiore era la tendenza ad attribuire il risultato a cause esterne. Allo stesso modo, cresceva l’orientamento verso eventi passati piuttosto che verso previsioni future e le cause venivano condivise prima della presentazione dei dati finanziari. Inoltre, come dimostrato già da Bettman e Weitz, le lettere negative contenevano dichiarazioni causali più esplicite e meno approssimative.

Tra le determinanti situazionali, la variazione del prezzo delle azioni è emersa come la variabile predittiva più forte e coerente. Un calo del titolo si associa ad attribuzioni difensive, mentre una sua crescita ad attribuzioni di valorizzazione. L’età, l’anzianità e lo stipendio del CEO, invece, non mostrano relazioni solide con il *self-serving attributions*.

Sul piano delle conseguenze, un maggiore grado di valorizzazione viene associato a un successivo aumento del prezzo delle azioni, ma anche a una successiva vendita delle stesse da parte dei dirigenti piuttosto che a un acquisto. Questo viene interpretato dagli autori come prova che la valorizzazione risponda più a una strategia di *Impression Management* che a del reale ottimismo da parte della dirigenza.

In ultima analisi, gli studiosi osservano come le aziende gestiscano la collocazione delle buone e cattive notizie all’interno della lettera destinata agli investitori. Le società ad alte prestazioni mantengono un tono positivo e costante lungo tutto il testo, mentre quelle a basse prestazioni tendono a concentrare le notizie negative nella parte iniziale, per poi chiudere la lettera in modo positivo tanto quanto le aziende di successo (Staw et al., 1983, pp. 582-600).

1.2.3 L'Illusione del Controllo Manageriale: il Contributo di Salancik e Meindl

Il terzo contributo che ha posto le basi per lo studio dell'*Impression Management* in ambito economico è *Corporate Attributions as Strategic Illusions of Management Control* di Gerald R. Salancik e James R. Meindl (1984). A differenza dei lavori precedentemente trattati, quest'ultimo ha come elemento distintivo la relazione tra le attribuzioni causali e il grado di controllo che il management esercita realmente sui risultati dell'impresa.

Il management di un'organizzazione non dispone di un controllo reale e totale sui risultati raggiunti, poiché questi dipendono in misura preponderante da fattori esogeni, indipendenti dalla volontà e dalle capacità dei vertici aziendali. Gli stakeholder, tuttavia, tendono a ritenere i manager responsabili delle performance conseguite e sono pronti a ritirare il proprio sostegno qualora tali risultati siano insoddisfacenti.

Da questa tensione nasce quello che Pfeffer definisce il ruolo simbolico della direzione aziendale: il management non si limita solo a dirigere le attività dell'organizzazione, ma deve anche promuovere il proprio operato agli stakeholder, anche quando il controllo effettivo è in realtà limitato o assente (Pfeffer, 1981, citato in Salancik e Meindl, 1984, p. 238).

Per condurre l'analisi, Salancik e Meindl hanno selezionato le lettere agli azionisti contenute negli *annual reports* di 18 società statunitensi dal 1961 al 1978, per un totale di 324 lettere. Ciascuna azienda è stata poi classificata come "stabile" o "instabile" sulla base del coefficiente di variazione delle proprie performance.

Questa classificazione costituisce l'elemento centrale dell'intera analisi, poiché gli autori la utilizzano come indicatore indiretto del grado di controllo effettivamente esercitato dal management. Ne consegue che un'impresa i cui risultati oscillano in modo marcato difficilmente può vantare pieno controllo sui propri risultati.

Anche da questo studio si rileva una generale tendenza delle imprese ad attribuirsi il merito dei risultati positivi e ad imputare quelli negativi a fattori esogeni.

Il risultato più originale, però, emerge dal confronto tra imprese stabili e instabili. Le società instabili si attribuiscono più merito rispetto a quelle stabili per i risultati positivi, ma accettano una quota maggiore di responsabilità per i risultati negativi, mostrando una minore propensione a scaricare la colpa sull'ambiente esterno.

Un ulteriore riscontro riguarda il turnover dirigenziale. Nelle imprese caratterizzate da instabilità, quando il management attribuiva i risultati negativi a cause esterne, si registrava una più frequente sostituzione dirigenziale. Al contrario, quando si attribuiva il merito dei risultati positivi, gli avvicendamenti al vertice erano meno frequenti. Tali cambiamenti, però, non risultavano legati alla reale performance dell'azienda, ma solo al modo in cui il management comunicava con gli azionisti.

Gli studiosi interpretano questa dinamica come un segnale simbolico, in quanto cambiare i dirigenti servirebbe a comunicare agli stakeholder che l'impresa sta riacquisendo il controllo della situazione, a prescindere dal fatto che i risultati aziendali lo giustifichino.

A sostegno di questa lettura strategica vi è anche l'anzianità di servizio del *Chief Executive Officer* (CEO). Nelle imprese stabili, le distorsioni attributive diminuiscono all'aumentare dell'anzianità di servizio del CEO, mentre nelle imprese instabili gli amministratori delegati continuano ad adottare condotte difensive indipendentemente dalla permanenza in carica. Tale risultato è significativo perché dimostra che le distorsioni attributive non sono un semplice effetto collaterale dell'inesperienza. Qualora si trattasse di sola inesperienza, le distorsioni sarebbero diminuite con la *tenure*⁵ anche nelle imprese instabili.

⁵ La *tenure* indica la durata del mandato o il periodo di tempo in cui una persona rimane in carica come amministratore delegato (CEO) di un'azienda.

Il fatto che ciò non avvenga sottolinea la necessità di comunicare agli stakeholder sicurezza nel tempo, proprio a causa dell'assenza di un controllo effettivo.

In aggiunta, lo studio mostra come tali strategie attributive producessero effetti concreti sulle performance future. Le imprese instabili che in passato si erano attribuite maggior merito per i propri successi hanno registrato, nei due anni successivi, risultati migliori. Diversamente, sia le imprese stabili sia quelle instabili che avevano attribuito la responsabilità dei propri insuccessi all'ambiente esterno hanno ottenuto performance peggiori. Tale dato spinge gli autori a ipotizzare che gli stakeholder siano stati rassicurati da tali strategie attributive, contribuendo così indirettamente al miglioramento delle sorti dell'azienda.

Come esempio concreto, i ricercatori richiamano l'intervista rilasciata dall'imprenditore Adam Osborne al *Wall Street Journal* all'indomani del fallimento della *Osborne Computer Corporation*⁶, una delle aziende simbolo della Silicon Valley degli anni Settanta. Interrogato sulle cause del crollo, Osborne attribuì l'esito a un unico errore: l'aver affidato la gestione della società a un manager esterno, ritenuto incompatibile con la cultura aziendale.

Come notano Salancik e Meindl, questa spiegazione risultava tuttavia poco coerente con precedenti dichiarazioni dello stesso Osborne, il quale aveva scelto personalmente quel manager in quanto lo riteneva adatto al ruolo.

La finalità di tale attribuzione causale divenne chiara solo più avanti nell'intervista, quando Osborne accennò a un nuovo progetto imprenditoriale. L'effetto di tale narrazione fu immediato, subito dopo la pubblicazione giornalistica numerosi investitori mostrarono interesse a finanziare la nuova iniziativa (Salancik e Meindl, 1984, pp. 238-254).

I tre studi appena descritti, pur adottando campioni e metodologie differenti, presentano un risultato comune: a prescindere dal reale controllo esercitato sulla

⁶ La *Osborne Computer Corporation* è una società statunitense fondata nel 1979, nota nel settore tecnologico per aver introdotto sul mercato, nel 1981, l'Osborne 1, riconosciuto come il primo computer portatile.

gestione dell'impresa da parte dei manager, questi ultimi raramente si prendono la responsabilità dei risultati negativi, a differenza dei meriti. Tale evidenza empirica, tuttavia, non spiega perché il management sia spinto ad adottare tali strategie. Nel paragrafo seguente verranno illustrate alcune ragioni teoriche di questo comportamento, riconducibili all'asimmetria informativa che caratterizza il rapporto tra management e investitori.

1.3 Le Teorie Economico-Aziendali alla base dell'Impression Management

La comunicazione finanziaria rappresenta il processo attraverso il quale l'impresa trasmette al mercato informazioni relative alla propria situazione economica, finanziaria e patrimoniale. Questa attività di divulgazione riveste un ruolo cruciale ai fini di un'efficiente allocazione delle risorse nei mercati dei capitali. Tale obiettivo non risulta, però, di semplice realizzazione.

Il principale ostacolo è rappresentato dalla forte asimmetria informativa che caratterizza il rapporto tra il management e i *capital providers*. È proprio in questo squilibrio informativo che si inserisce la Teoria dell'Agenzia e la Teoria dei Segnali.

1.3.1 La Teoria dell'Agenzia

Tale teoria è stata formalizzata nel 1976 da Michael Jensen e William Meckling. Gli autori definiscono la relazione di agenzia come “un contratto in base al quale una o più persone (principale) incaricano un'altra persona (agente) di svolgere per loro conto una determinata attività, delegandole un certo potere decisionale”(Jensen e Meckling, 1976, p. 308). All'interno di una grande società quotata, il ruolo di *principal* è tipicamente ricoperto dagli investitori, mentre quello di *agent* spetta al management.

Quando una delle due parti gode di un vantaggio informativo rispetto all'altra può generarsi un problema di opportunismo precontrattuale, noto come *adverse selection* (selezione avversa). Tale fenomeno si verifica quando, al momento della stipula dell'accordo, una delle parti non è in grado di osservare caratteristiche

rilevanti relative alla controparte o all'oggetto della transazione. Questa dinamica era già stata teorizzata nel 1970 da George Akerlof nel celebre articolo *The Market for Lemons*, in cui l'autore dimostra come, in condizioni di incertezza e di asimmetria informativa, gli acquirenti tendano a valutare i beni sulla base del prezzo medio di mercato, penalizzando i prodotti di qualità elevata e favorendo, di fatto, la permanenza sul mercato di quelli di qualità inferiore, i cosiddetti *lemons* (Akerlof, 1970, pp. 488-490).

La medesima logica può essere estesa al mercato dei capitali. Gli investitori, trovandosi in una condizione di svantaggio informativo, non sono in grado di verificare la reale situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'impresa, né le sue prospettive future. Consapevole di questa opacità e del rischio ad essa connesso, il mercato tenderà quindi ad attribuire ai titoli un prezzo medio ponderato, sottovalutando le imprese virtuose e sopravvalutando quelle *low-type*⁷.

Oltre alla selezione avversa, la relazione di agenzia dà origine a un secondo problema di opportunismo successivo alla stipulazione del contratto, il cosiddetto *moral hazard* (azzardo morale). Questo fenomeno si manifesta quando l'*agent* intraprende azioni non direttamente osservabili dal *principal*, riuscendo così a perseguire i propri interessi personali a insaputa del mercato.

Tale dinamica si manifesta principalmente nelle società quotate *market-oriented* (o a capitale diffuso), comunemente definite a "proprietà debole e manager forti". In queste realtà, infatti, il capitale è frammentato tra una molteplicità di azionisti che spesso si mostrano razionalmente apatici. Questi ultimi privi delle competenze o dell'interesse necessario per monitorare la gestione aziendale, tendono a focalizzarsi unicamente sull'andamento dei prezzi di borsa.

Nel rapporto tra azionisti e management, il *moral hazard* si traduce in un incentivo a un'eccessiva assunzione di rischio. I manager sono portati a gestire l'attività in

⁷ Con le espressioni *high-type* e *low-type* la *Signaling Theory* indica, rispettivamente, le imprese di qualità elevata, con condizioni economico-finanziarie solide, e le imprese di qualità inferiore, le cui condizioni risultano più deboli.

modo rischioso, in quanto consapevoli di potersi appropriare dei benefici in caso di successo e di scaricare le eventuali perdite su terzi.

Un esempio attuale di tale dinamica è quanto accaduto con Monte dei Paschi di Siena (MPS) nella primavera del 2026, caso analizzato e studiato come forma di comportamento opportunistico, definito *entrenchment*⁸ (Shleifer e Vishny, 1989, p. 123).

Nello specifico, l'Amministratore Delegato in carica, Luigi Lovaglio (*agent*), ha promosso una lista di candidati alternativa rispetto a quella espressa dal Consiglio di Amministrazione uscente (*principal*), che aveva deliberato di non ricandidarlo. Sfruttando le informazioni e il networking maturato durante il mandato, l'agente ha rovesciato la logica del meccanismo contrattuale di delega per ostacolare il potere di rimozione da parte della proprietà, generando un significativo aumento dei costi di agenzia che il mercato tende a scontare sul valore del titolo. In sede di Assemblea degli Azionisti, la lista sostenuta da Lovaglio ha prevalso su quella del CdA uscente grazie al sostegno decisivo di soci rilevanti come Delfin e Banco BPM, portando alla sua riconferma alla guida della banca. Tale vittoria non annulla l'opportunismo della condotta, ma ne evidenzia l'effetto paradossale. Infatti, dimostra come l'agente possa sfruttare a proprio vantaggio l'asimmetria informativa e il consenso del mercato per scavalcare gli organi di controllo della governance, trasferendo sulla società l'onere e i costi dei conflitti interni di agenzia (Benedetti, 2026).

1.3.2 La Teoria dei Segnali

Le imprese *high-type* per contrastare i comportamenti opportunistici e superare lo sconto di valutazione ricorrono a quello che la letteratura definisce *Market Signaling* o Teoria dei Segnali. Quest'ultima è stata elaborata inizialmente con riferimento al mercato del lavoro (Spence, 1973), per poi affermarsi anche in ambito finanziario (Connelly et al., 2011; Ross, 1977), diventando un modello di

⁸ L'*entrenchment* o arroccamento manageriale è la dinamica attraverso la quale i dirigenti contrastano le forze disciplinari del mercato rendendosi preziosi per gli azionisti e costosi da sostituire.

riferimento per le imprese che intendono comunicare agli stakeholder un valore non direttamente osservabile.

Le imprese possono attuare strategie di *signaling* attraverso diverse leve, tra le principali vi sono:

- Ricorso sostenuto al debito finanziario (*financial leverage*): l'indebitamento costituisce un segnale di solidità e di credibilità verso il mercato, poiché solo un'impresa con flussi di cassa operativi futuri elevati e stabili può impegnarsi al rimborso periodico di capitale e interessi senza incorrere nel rischio di insolvenza (Ross, 1977);
- Politica dei dividendi (*dividend signaling*): l'erogazione costante o crescente di *cash dividends* rappresenta un segnale costoso, riducendo la liquidità disponibile. Di conseguenza se un'impresa *low-type* distribuisse dividendi elevati incorrerebbe rapidamente in una crisi di liquidità (Bhattacharya, 1979);
- Quota di capitale trattenuta da founder e insider (*equity retention*): quando amministratori, fondatori o top management mantengono una quota rilevante delle proprie azioni, in particolare in fase di *Initial Public Offering*⁹ (IPO) o di aumento di capitale, segnalano al mercato di credere nel futuro della società e nella qualità dei suoi progetti, riducendo lo sconto di valutazione applicato dal mercato (Leland e Pyle, 1977);
- Composizione e prestigio del Consiglio di Amministrazione (*board prestige e independence*): la presenza di amministratori indipendenti e dirigenti caratterizzati da una eccellente formazione accademica e reputazione sul mercato costituisce un ulteriore segnale di affidabilità (Certo, 2003; Zhang e Wiersema, 2009);

⁹ L'offerta pubblica iniziale (IPO) costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (la c.d. creazione del flottante), che è il requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato.

- Certificazione finanziaria da parte di colossi della revisione, le cosiddette *Big Four*: affidarsi a revisori internazionali e rigorosi, come PwC, EY, KPMG e Deloitte, dimostra disponibilità da parte dell'impresa a sottoporsi a controlli più stringenti e a sostenere costi elevati per il servizio offerto (Beatty, 1989; Michaelis e Shaw, 1995);
- Informativa volontaria e disaggregazione dei dati (*voluntary disclosure*): la società che fornisce spontaneamente informazioni aggiuntive e più dettagliate rispetto ai minimi previsti dalla normativa vigente contribuisce a ridurre l'asimmetria informativa e dimostra al mercato la propria trasparenza, sostenendo tuttavia dei *proprietary costs*¹⁰ (Dye, 1986).

L'adozione di tali strategie comporta per l'impresa un costo del segnale (*signal cost*). Affinché il segnale sia efficace non è sufficiente che risulti osservabile e percepibile dal mercato, ma è necessario che comporti costi di realizzazione sostenibili per le imprese finanziariamente solide e proibitivi per quelle deboli. Solo in questo modo è possibile scoraggiare i falsi segnali.

È proprio in questo spazio, tuttavia, che le imprese *low-type* trovano un forte incentivo a mettere in atto strategie di *Impression Management*, evidenziando esclusivamente i propri punti di forza e presentandosi al mercato con un'immagine assimilabile a quella delle imprese *high-type*. In tal caso, l'*Impression Management* si configura come una forma di “falsa segnalazione” (*false signaling*) o di “disaccoppiamento” (*decoupling*) tra l'immagine pubblicamente trasmessa e le reali performance societarie (Westphal e Zajac, 2001; Connelly et al., 2011).

Attraverso l'uso strategico del tono nei report annuali, la distorsione ottica nella rappresentazione grafica dei dati e l'enfasi sui risultati positivi a discapito di quelli negativi, il management cerca di orientare i potenziali investitori. Quindi, la finalità primaria dell'*Impression Management* è quella di costruire un'immagine di solidità aziendale minimizzando il *signal cost*, consentendo all'impresa di

¹⁰ I *proprietary costs* riducono i flussi di cassa futuri dell'impresa a seguito della rivelazione di informazioni sensibili ai concorrenti.

beneficiare dei vantaggi reputazionali ed economici tipici delle imprese *high-type* senza però sostenerne l'onere o la rischiosità.

CAPITOLO 2: L'Applicazione dell'Impression Management

2.1 La Rendicontazione Finanziaria

Secondo il *Conceptual Framework* dell'*International Accounting Standards Board*¹¹ (IASB): “L’obiettivo della rendicontazione finanziaria a carattere generale consiste nel fornire informazioni economico-finanziarie sull’entità oggetto di reportistica che risultino utili agli investitori attuali e potenziali, ai finanziatori e agli altri creditori nell’assunzione di decisioni relative all’apporto di risorse all’entità stessa.” (IASB, 2018, chapter 1, par. 1.2).

Sul piano normativo, la redazione del bilancio d’esercizio è sancita dagli articoli 2423 e seguenti del Codice civile, che ne individuano i documenti che lo compongono (Stato Patrimoniale, Conto Economico, Rendiconto Finanziario e Nota Integrativa) e ne fissano i principi di chiarezza, correttezza e veridicità¹².

Per le società quotate tale disciplina si affianca a un sistema di regole sovranazionali. A partire dal 2005 il Regolamento (CE) n. 1606/2002 ha imposto l’adozione di principi contabili internazionali IAS/IFRS per i bilanci consolidati delle società quotate nei mercati regolamentati europei. In Italia, con il D.Lgs. 38/2005, l’obbligo è stato esteso anche al bilancio d’esercizio di quotate e degli intermediari finanziari. A questi si aggiungono gli obblighi informativi periodici previsti dal Testo Unico della Finanza (TUF) e dal Regolamento Emittenti CONSOB, che impongono alle società quotate la pubblicazione della relazione annuale e di quella semestrale, avendo rimosso l’obbligo di legge per le relazioni trimestrali, le quali possono comunque essere diffuse dalle società su base volontaria secondo i criteri definiti dalla CONSOB.

¹¹ Lo IASB è l’organismo di standardizzazione indipendente dell'*International Financial Reporting Standards Foundation* (IFRS). La sua missione è sviluppare una raccolta di standard internazionali per il reporting finanziario.

¹² Art. 2423 c.c. - Il principio di chiarezza implica la necessità di andare al di là dell’analiticità minima e la necessità di una esposizione ordinata delle voci.

Con tale principio si vuole garantire la più ampia trasparenza dei dati di bilancio che conducono a determinati risultati. La rappresentazione veritiera impone di assumere un atteggiamento il più possibile neutrale ed oggettivo. La correttezza si riferisce a criteri tecnicamente corretti in modo che la comunicazione non avvenga in modo deviante.

L'esigenza di un quadro normativo così stringente nasce anche a seguito dei grandi scandali societari che nel tempo hanno scosso i mercati. Nel contesto italiano, l'esempio per eccellenza è il caso Parmalat, leader mondiale nel settore lattiero-caseario (Melis, 2005). Il crac, esploso nel 2003, ha rappresentato il più grave dissesto societario nella storia finanziaria italiana e ha spinto il legislatore ad approvare la legge n. 262 del 2005, cosiddetta "legge sul risparmio", che ha rafforzato i controlli sulla revisione contabile, introdotto la figura del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e ampliato i poteri di vigilanza della CONSOB.

La presenza di obblighi informativi ha una doppia interpretazione. La prima si ricollega alle imperfezioni del mercato. In assenza di regolamentazione le imprese non produrrebbero spontaneamente un livello di informazione sufficiente a orientare correttamente le scelte di investimento, per cui il legislatore interviene rendendo l'informazione finanziaria un vero e proprio bene pubblico. La seconda considera gli obblighi di *disclosure* come uno strumento di tutela redistributiva, pensato soprattutto a beneficio degli investitori non professionali, che dispongono di meno strumenti per procurarsi autonomamente le informazioni. A prescindere dall'interpretazione, l'informativa obbligatoria porta un vantaggio sistemico, in quanto diffondere dati che l'impresa ha già raccolto internamente per finalità gestionali costa meno che farli produrre da soggetti esterni (Coffee, 1984).

Oltre alla necessità di regolamentare, la rendicontazione finanziaria ha anche un peso pratico legato al suo effetto sul valore di borsa di una società quotata. Il valore di borsa non è solo il riflesso della performance passata e dello stato di salute attuale della società, ma condiziona anche la sostenibilità futura. Un'impresa attrattiva per il mercato innesca un circolo virtuoso che migliora la reputazione aziendale e facilita l'accesso a finanziamenti a condizioni più vantaggiose, garantendo ampie prospettive di crescita (Healy e Palepu, 2001).

Una maggiore *disclosure* è associata a una più rapida incorporazione delle informazioni nei prezzi di borsa e a un miglior andamento del titolo.

Le imprese con un *reporting* finanziario giudicato più efficace dagli analisti, attraverso i cosiddetti *disclosure rating*, mostrano prezzi azionari più informativi, cioè più legati agli utili futuri dell'azienda e titoli più liquidi. Pubblicare più informazioni riduce il rischio percepito dagli investitori, restringendo il divario tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita del titolo, detto *bid-ask spread*¹³, indicatore comunemente usato in letteratura per misurare la liquidità di un'azione (Gelb e Zarowin, 2002).

È importante però sottolineare che anche un eccesso di trasparenza può risultare controproducente. Una *disclosure* troppo frequente rischia di alimentare la volatilità del titolo, mentre un eccesso di informazioni può generare un sovraccarico che, anziché aiutare gli investitori, rende più difficile individuare i dati realmente rilevanti (Paredes, 2003).

Accanto all'informativa obbligatoria, le società spesso comunicano al mercato anche informazioni ulteriori rispetto al minimo previsto dalla legge, si parla di *voluntary disclosure*. La scelta di redigerla nasce dal fatto che il management dispone normalmente di maggiori informazioni rispetto agli investitori circa le prospettive future dell'azienda e comunicarle serve a ridurre l'asimmetria informativa e il rischio di *adverse selection*, soddisfacendo sia gli interessi degli azionisti sia quelli personali dei manager. Non mancano però motivi che frenano il management dal fornire una *disclosure* completa, come l'assenza di un compenso legato all'andamento del titolo (ad esempio stock option non ancora assegnate) oppure i costi competitivi o legali che la divulgazione di certe informazioni comporterebbe.

Sebbene a livello teorico la distinzione tra *mandatory disclosure* e *voluntary disclosure* sia abbastanza evidente, nella prassi lo è meno (Quagli, 2008). Esistono infatti forme di comunicazione reattiva, in cui la decisione di divulgare

¹³ Il *bid-ask spread* è la differenza tra il prezzo *bid* (denaro) e il prezzo *ask* (lettera) praticato da un *dealer*. Il prezzo *bid* è il prezzo al quale il *dealer* è disposto ad acquistare uno strumento finanziario. Il prezzo *ask* è quello al quale il *dealer* è disposto a vendere uno strumento finanziario.

informazioni non nasce da una libera scelta del management, ma dalla necessità di rispondere a rumor di mercato o a variazioni significative del prezzo del titolo. Il regolamento sugli abusi di mercato, ad esempio, impone alle società quotate italiane di diffondere tempestivamente un comunicato stampa quando circolano notizie tali da incidere sulle quotazioni o quando si verifica uno scostamento rilevante rispetto a dati previsionali già comunicati (Regolamento UE n. 596/2014). Esiste poi una categoria intermedia, quella delle comunicazioni libere nel contenuto, ma vincolate nella forma. Questo è il caso della diffusione di dati previsionali, che pur restando una scelta autonoma della società deve avvenire secondo modalità stabilite dalla normativa.

Il problema si pone quando gli stessi obblighi informativi sono formulati in modo generico o minimale, lasciando alle società ampi margini interpretativi su quanto approfondire e dettagliare la comunicazione. È proprio in questi margini di discrezionalità, sia nella componente volontaria sia nelle zone grigie derivanti da una normativa non sempre puntuale, che si apre lo spazio per il management di orientare strategicamente la propria immagine agli occhi degli stakeholder.

Questa discrezionalità trova terreno fertile soprattutto nella parte più discorsiva del bilancio, ossia la relazione sulla gestione, disciplinata dall'art. 2428 c.c., che richiede un'analisi "fedele, equilibrata ed esauriente" della situazione della società e dell'andamento della gestione. Nel richiedere esplicitamente equilibrio e fedeltà, il legislatore sembra riconoscere il rischio che il documento qualitativo possa prestarsi a una rappresentazione parziale o distorta della realtà aziendale. Tale rischio non riguarda solo la relazione sulla gestione, ma anche altri documenti di natura narrativa, come la lettera agli azionisti, i comunicati stampa sui risultati periodici, le *conference call* con gli analisti finanziari e, più di recente, la rendicontazione non finanziaria o bilancio di sostenibilità.

Emerge così una distinzione fondamentale tra informazioni contabili in senso stretto e informazioni narrative. Le prime, espresse in termini numerici, sono soggette a principi contabili rigidi, a procedure di revisione e a criteri di

verificabilità che ne limita fortemente la discrezionalità. Le seconde, pur essendo anch'esse regolamentate nei contenuti minimi, si esprimono attraverso la forma narrativa e lasciano al management uno spazio interpretativo più ampio, che riguarda non solo cosa comunicare, ma anche come farlo, quindi quali informazioni enfatizzare o offuscare, quale tono adottare, come rappresentare graficamente determinati dati oppure in quale ordine presentare i risultati.

Il paragrafo seguente approfondirà le strategie di *Impression Management* applicabili alla rendicontazione finanziaria, facendo riferimento alla classificazione teorizzata da Merkl-Davies e Brennan.

2.2 Le Strategie di Merkl-Davies e Brennan

Il paper scientifico di riferimento per l'analisi delle strategie di *Impression Management* nella rendicontazione finanziaria è quello di Doris Merkl-Davies e Niamh Brennan del 2007, pubblicato sul *Journal of Accounting Literature*. Le autrici alla base del loro studio si pongono una domanda: “perché, come e in quale misura il management ricorre alla componente discrezionale della comunicazione finanziaria, e come reagiscono a queste scelte i destinatari dell'informazione?”

Per rispondere a questo quesito, esse propongono di interpretare la letteratura scientifica esistente secondo due prospettive concorrenti.

La prima, riconducibile alla scuola dell'*Incremental Approach*, considera le informazioni discrezionali come uno strumento volto a ridurre le asimmetrie informative tra manager e stakeholder, fornendo approfondimenti *value-relevant* utili ai fini decisionali riguardo gli investimenti e consentendo la riduzione del costo del capitale.

Diversa invece è la seconda, riconducibile alla scuola dell'*Impression Management*, che interpreta la diffusione di informazioni narrative come un comportamento opportunistico. Secondo questa interpretazione, i manager sfruttano il loro vantaggio informativo manipolando sia il contenuto sia il modo in

cui questo viene presentato, con l'obiettivo di orientare le decisioni dei *capital providers*.

Le autrici considerano come spazio di applicazione le parti narrative dei documenti societari. Tra questi rientrano non solo il bilancio, ma anche i comunicati stampa, i siti web delle società, le previsioni gestionali (*managerial forecasts*) e le *conference call* con gli analisti finanziari.

Inoltre, il paper sottolinea come lo spazio dedicato alla narrazione sia progressivamente aumentato nel tempo. Secondo una ricerca: nel 1996 la componente narrativa occupava il 45% degli *annual reports* di società quotate britanniche, mentre già nel 2000 la percentuale era salita a 57% (Arthur Andersen, 2000; citato in Merkl-Davies e Brennan, 2007, p. 4). Tale crescita risponde sicuramente da un lato all'esigenza di fornire maggiori spiegazioni a supporto dei dati numerici, ma dall'altro amplia lo spazio di discrezionalità a disposizione del management.

Un esempio di uso opportunistico della comunicazione narrativa citato dalle autrici è quello di Enron, società americana che operava nel settore energetico, fallita nel 2001 a causa di frode finanziaria. Le ultime relazioni annuali della società, pubblicate a ridosso del crollo, mostravano un tono ottimistico e rassicurante. Nella lettera agli azionisti del 2000, i vertici aziendali descrivevano le performance come un successo, posizionando la società tra le eccellenze del mercato mondiale. Questa era una narrazione del tutto diversa dalla reale situazione economica, patrimoniale e finanziaria di Enron. Un'analisi condotta da *Deloitte Consulting* (2003; citato in Merkl-Davies e Brennan, 2007, p. 5) dimostra come il linguaggio utilizzato dalla società fosse diventato sempre più opaco e ambiguo con l'aggravarsi della crisi di liquidità. Un anno dopo, R. Craig e J. Amernic (2004; citato in Merkl-Davies e Brennan, 2007, p. 5) rilevano come la lettera del 2000 sollevi seri dubbi sulla sincerità del management e sulla loro percezione della realtà societaria.

Merkel-Davies e Brennan forniscono nel loro celebre paper *Discretionary Disclosure Strategies in Corporate Narratives: Incremental Information or Impression Management?* una tassonomia composta da sette strategie di IM, racchiuse in due macrocategorie:

- Strategie di occultamento (*Concealment*);
- Strategie di attribuzione (*Attribution*).

Nei paragrafi successivi ciascuna di esse verrà analizzata nello specifico.

2.2.1 La Manipolazione della Leggibilità

Tale strategia interviene sulla modalità di esposizione della componente narrativa. La difficoltà di lettura viene considerata come una variabile *proxy* dell'offuscamento, definendo quest'ultimo come “una tecnica di scrittura narrativa che oscura il messaggio intenzionale oppure confonde o distrae i lettori, lasciandoli disorientati o confusi” (Courtis, 2004; citato in Merkel-Davies e Brennan, 2007, p. 12).

Il presupposto degli studi è che “i redattori manipolino la trasparenza riducendo la chiarezza quando desiderano divulgare meno informazioni sulle loro condizioni sottostanti” (Rutherford, 2003; citato in Merkel-Davies e Brennan, 2007).

Esiste tuttavia un limite alla misura in cui la leggibilità può essere manipolata, in quanto il testo deve rimanere sufficientemente leggibile affinché l'immagine che si intende trasmettere sia effettivamente quella desiderata.

La difficoltà di lettura viene attribuita alla manipolazione manageriale oppure alla cattiva scrittura. La prima ipotesi rappresenta un intento deliberato da parte dei manager di confondere il mercato e rappresenta *Impression Management*, mentre la seconda è attribuibile alla mancanza di abilità da parte dello scrittore. Nella pratica non è semplice distinguere tra le due motivazioni. C'è da dire però che la mancanza di abilità è una spiegazione poco probabile in quanto i documenti qualitativi delle società quotate sono redatti da professionisti. Questo è importante

perché una relazione annuale redatta in malo modo ha un impatto negativo sia in termini economici sia reputazionali.

In merito alla leggibilità dei documenti sono state condotte differenti ricerche da parte di molteplici studiosi. In generale, la letteratura evidenzia che le sezioni narrative delle relazioni annuali risultano difficili da leggere. Inoltre, “persino gli utenti con la maggiore sofisticazione incontrano difficoltà nel comprendere appieno le narrative finanziarie” (Smith and Taffler, 1992; citato in Merkl-Davies e Brennan, 2007, p. 13).

Di seguito alcuni dei principali studi condotti in merito alla manipolazione della leggibilità.

Jones (1988; citato in Merkl-Davies e Brennan, 2007, p. 13) nota che la leggibilità diminuisce nel tempo, fenomeno che va di pari passo con la crescita del fatturato e con la quotazione in borsa della società.

Sul legame tra leggibilità e performance i risultati sono discordanti. Rutherford (2003; citato in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 14, 79) rileva che le imprese caratterizzate da scarse prestazioni economico-finanziarie non ricorrono all’offuscamento mediante l’aumento della complessità del testo, sottolineando come la leggibilità non sia associata alle performance né ad altre variabili aziendali, come il rischio o la dimensione. Diversamente, Courtis (2004; citato in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 14, 79) evidenzia che una bassa facilità di lettura insieme ad un’elevata variabilità della leggibilità tra i diversi documenti societari risultano associate alla presenza di *bad news*.

Se per Rutherford la dimensione aziendale non influisce sulla leggibilità, la stessa Merkl-Davies (2007; citata in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 14, 79), invece, la individua come fattore determinante. I risultati della sua analisi hanno dimostrato come le relazioni del presidente (*chairman’s reports*) delle grandi imprese risultino più difficili da leggere rispetto a quelle delle società di piccole dimensioni.

2.2.2 La Manipolazione Retorica

La manipolazione retorica è una strategia che considera il linguaggio persuasivo come una variabile *proxy* dell'offuscamento. Essa presuppone che i manager nascondano i risultati negativi utilizzando dispositivi retorici, come pronomi, eufemismi e forma passiva. Questo filone di ricerca sull'IM si concentra su come le imprese raccontano e non su cosa.

Thomas (1997; citato in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 14, 80) analizza i *Manager's message to stockholders* e gli esiti dimostrano che i messaggi differiscono tra gli anni redditizi e quelli non redditizi, notando che nei periodi negativi le cattive notizie vengono presentate in modo oggettivo, attribuendo la responsabilità all'ambiente esterno.

Jameson (2000; citato in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 14, 80) studia la relazione annuale dei fondi comuni d'investimento attraverso un'analisi linguistica complessa. La ricercatrice rileva che i report dei fondi a rendimento misto sono meno espliciti rispetto a quelli a rendimento migliore. Tuttavia, la mancata esplicitatezza nei report dei fondi a rendimento misto potrebbe essere interpretata non esclusivamente come *Impression Management*, bensì come una maggiore complessità dell'argomento.

Sydserrff e Weetman (2002; citati in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 14, 80) analizzano il tono verbale utilizzato nelle *chairman's report*. Gli autori riscontrano, al contrario, scarsa presenza di *Impression Management*, sostenendo che i vertici aziendali forniscono le informazioni narrative in modo imparziale.

Anche Yuthas et al. (2002; citati in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 15, 80) esaminano le lettere del presidente e le sezioni di Discussione e Analisi della Gestione (MD&A). Gli esiti ottenuti dimostrano che le imprese che conseguono risultati inattesi sia positivi sia negativi si mostrano più comunicative e trasparenti rispetto alle società senza sorprese. Ciò dimostra che i manager di queste imprese

utilizzano la parte narrativa per dimostrare la propria onestà e affidabilità verso il mercato e non per finalità di *Impression Management*.

2.2.3 La Manipolazione Tematica

Il presupposto della manipolazione tematica è che i manager tendono ad omettere le notizie negative o a non dedicare loro lo stesso spazio rispetto a quelle positive.

Interessante è lo studio condotto da Guillaumon-Saorin (2006; citata in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 15, 81). La ricerca consisteva nell'analizzare i comunicati stampa, rilevando che la quantità di parole positive supera sempre quella delle parole negative. Ciò significa che il tono utilizzato non dipende dalle reali performance, bensì ha come obiettivo quello di orientare la percezione dei lettori.

Dal punto di vista dell'utilizzatore della comunicazione finanziaria, Lang e Lundholm (2000; citati in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 15, 82) studiano i documenti societari pubblicati prima delle nuove offerte pubbliche di azioni. Gli autori riscontrano che la frequenza e la quantità di informativa aumentano particolarmente prima dell'operazione, mantenendo un tono ottimistico volto a spingere al rialzo il prezzo delle azioni, per poi tornare a toni neutrali dopo l'offerta.

Matsumoto et al. (2006; citati in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 15, 82) esaminano le trascrizioni delle *conference call*, evidenziando come il management si mostri fortemente ottimista quando i risultati economico-finanziari sono positivi. Tuttavia, gli analisti finanziari si mostrano scettici di fronte alle dichiarazioni previsionali e sono in grado di rilevare il "falso ottimismo". È importante sottolineare che il mercato tende a seguire il giudizio critico degli analisti piuttosto che la narrazione ottimistica della società.

Nonostante il conseguimento di tali risultati, alcuni studiosi ritengono che l'approfondimento di alcuni temi sia solo un modo per fornire al mercato maggiori dettagli. A sostegno di questo, sono state svolte apposite ricerche.

Abrahamson e Amir (1996; citati in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 15, 81) osservano le lettere del presidente agli azionisti, dimostrando che l'informazione qualitativa contenuta nel testo è coerente con i dati economico-finanziari di bilancio e viene utilizzata dagli investitori per valutare la reale qualità degli utili.

Henry (2006; citata in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 15, 82) esamina i comunicati stampa, concludendo che la parte narrativa nei documenti migliora la capacità previsionale del mercato sui rendimenti azionari.

Anche Davis et al. (2007; citati in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 15, 82) analizzano i comunicati stampa, riscontrando una relazione positiva tra l'utilizzo del linguaggio e le performance economico-finanziarie future dell'impresa, a dimostrazione del fatto che il tono anticipa la realtà societaria anziché mascherarla.

2.2.4 La Manipolazione Visiva e Strutturale

Questa strategia riguarda le modalità con le quali l'informazione viene presentata all'interno dei documenti societari. La letteratura individua quattro tipologie di manipolazione visuale e strutturale:

- Ripetizione: la presentazione reiterata di un'informazione. La ripetizione può aumentare la comprensibilità del report o generare “rumore”, oppure altri ancora la interpretano come uno strumento di orientamento del giudizio;
- Rafforzamento: l'enfasi attribuita a un dato mediante l'uso di qualificatori o aggettivi rafforzativi;
- Enfasi visuale: l'utilizzo di accorgimenti grafici (colori, grassetto, stile e dimensione dei caratteri, elenchi puntati) per evidenziare specifici contenuti;
- Ordinamento e collocazione fisica: il posizionamento strategico dei contenuti per attirare o distogliere l'attenzione del lettore.

Guillamon-Saorin (2006; citata in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 16, 83) analizza 172 comunicati stampa nel Regno Unito e in Spagna, valutando l'uso

combinato di ripetizione, rafforzamento ed enfasi visuale. I risultati dimostrano che le notizie positive vengono ripetute ed enfatizzate in misura maggiore rispetto a quelle negative.

Baird e Zelin (2000; citati in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 16, 83) analizzano il comportamento di 92 studenti MBA statunitensi di fronte a lettere del presidente ipotetiche, riscontrando che i lettori sono maggiormente influenzati dalle informazioni collocate all'inizio del testo.

Inoltre, Courtis (2004; citato in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 16, 83) esamina 100 *annual reports* ad Hong Kong notando che le scelte cromatiche influenzano la percezione e il giudizio degli investitori.

Kelton (2006; citata in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 16, 83) valuta 59 studenti MBA negli Stati Uniti in un contesto di informativa finanziaria via web e il risultato interessante è che gli utenti che utilizzano report elettronici mostrano una precisione valutativa inferiore rispetto a chi analizza documenti cartacei.

2.2.5 I Confronti di Performance

La distorsione si manifesta anche nell'informativa di natura numerica. Questo filone di ricerca presuppone che i manager introducano una distorsione positiva selezionando benchmark opportunistici per mostrare i risultati attuali nel modo migliore possibile. Per adottare tale strategia esistono due modalità:

- *Benchmark earnings number*: consiste nel selezionare discrezionalmente un parametro dell'utile del periodo precedente più basso per mostrare una crescita percentuale dell'utile più elevata da un anno all'altro;
- *Performance referents*: consiste nel confrontare i risultati aziendali con specifici punti di riferimento, come concorrenti, medie di settore o target previsionali, scelti in modo opportunistico per far apparire le performance attuali particolarmente favorevoli.

Lewellen et al. (1996; citati in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 17, 84) analizzano le circolari informative di 772 società statunitensi, dimostrando che i benchmark utilizzati per i rendimenti azionari vengono volutamente sottostimati, consentendo così ai manager di sovrastimare la propria performance.

Cassar (2001; citato in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 17, 84) esamina le relazioni annuali di un campione di imprese australiane. I risultati mostrano che le aziende con le performance migliori tendono a pubblicare volontariamente grafici sull'andamento azionario e che l'87% di tali grafici è strutturato in modo da far apparire l'impresa migliore rispetto ai parametri scelti.

Infine, Guillamon-Saorin (2006; citata in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 17, 84) esamina 172 comunicati stampa nel Regno Unito e in Spagna, osservando che l'uso dei benchmark enfatizza le buone notizie, confermando l'esistenza di un resoconto intenzionalmente distorto.

2.2.6 La Selezione della Grandezza di Reddito

Questa strategia riguarda le comunicazioni di natura numerica, in particolare fa riferimento agli utili. La letteratura si è focalizzata ampiamente sull'uso degli utili pro forma, ovvero valori reddituali calcolati secondo criteri diversi da quelli previsti dai principi contabili GAAP. Gli utili pro forma vengono definiti in modo provocatorio come “utili al netto di tutte le cose negative” (Fox, 1998; citato in Merkl-Davies e Brennan, 2007, p. 18).

Sono due le possibili spiegazioni per l'uso degli utili pro forma. La prima, i manager intendono fornire al mercato informazioni più accurate. La seconda, i manager cercano di far apparire l'impresa più redditizia. Qualora la motivazione reale sia quest'ultima, l'impiego degli utili pro forma rientra nella definizione di *Impression Management*.

Johnson e Schwartz (2005; citati in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 18, 85) analizzano i comunicati stampa di 433 imprese statunitensi. I risultati danno evidenza del fatto che gli utili pro forma sono prevalentemente superiori rispetto a

quelli calcolati secondo i principi GAAP. Essi dimostrano un effettivo comportamento opportunistico, notando che i manager vanno ben oltre la semplice esclusione di voci non ricorrenti dagli utili pro forma, includendovi altre rettifiche non specificate. Inoltre, gli autori smentiscono la prospettiva dell'*Incremental Information* sostenendo che gli utili pro forma non forniscono una rappresentazione più stabile e predittiva dei risultati futuri dell'impresa.

Frederickson e Miller (2004; citati in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 18, 85) conducono uno studio sperimentale su 46 studenti MBA e 34 analisti finanziari negli Stati Uniti, analizzando gli annunci degli utili. Gli autori riscontrano che gli investitori meno sofisticati (studenti) percepiscono gli annunci basati su utili pro forma in modo significativamente più favorevole degli investitori professionali (analisti).

Per concludere, Bowen e i suoi collaboratori (2005; citati in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 18, 85) analizzano i comunicati stampa di 206 imprese statunitensi. Gli autori notano come le due prospettive, informativa e opportunistica, possano coesistere. Infatti, le società tendono a enfatizzare le metriche reddituali che risultano maggiormente rilevanti per la valutazione d'impresa, ma allo stesso tempo selezionano strategicamente soltanto quelle che mostrano la performance nel modo migliore.

2.2.7 L'Attribuzione della Performance

Questa è l'unica strategia che rientra nella macrocategoria di attribuzione elaborata da Merkl-Davies e Brennan. La ricerca sull'attribuzione dei risultati aziendali, concetto già trattato nel Capitolo 1 di questa tesi, si concentra sulle spiegazioni della performance. Si presuppone che i manager agiscano secondo un meccanismo di *self-serving*, attribuendo i risultati aziendali positivi a fattori interni e quelli negativi a fattori esterni.

Aerts (1994, 2001; citato in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 18-19, 86) e Clatworthy e Jones (2003; citati in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 18-19, 86)

confermano la presenza di meccanismi di *self-serving*. In particolare, Aerts nota che i risultati negativi vengono giustificati utilizzando la terminologia contabile per presentare le perdite come una conseguenza logica e neutra delle regole di bilancio, mentre quelli positivi vengono spiegati con affermazioni di causa-effetto, dimostrando le capacità del management.

In uno studio comparativo tra imprese statunitensi e giapponesi, Hooghiemstra (2003; citato in Merkl-Davies e Brennan, 2007, pp. 19, 86) rileva che i manager delle imprese statunitensi, sia redditizie sia non redditizie, attribuiscono i risultati aziendali positivi a fattori interni e quelli negativi a fattori esterni. Al contrario, i manager giapponesi, a prescindere dalle performance aziendali conseguite, non mostrano alcun tipo di comportamento *self-serving*.

2.3 Il Dizionario di Loughran e McDonald

La *textual analysis* è l'analisi che consente di rilevare la presenza di eventuali strategie di *Impression Management* e il tono delle *disclosure* narrative. Fino alla pubblicazione dello studio di Tim Loughran e Bill McDonald l'analisi testuale veniva svolta con l'utilizzo di dizionari sviluppati nell'ambito della psicologia e della sociologia, quindi non pensati per analizzare i documenti societari. Uno di questi è l'*Harvard General Inquirer* (H4N).

L'utilizzo di questo vocabolario nell'ambito economico presentava però dei limiti, in quanto generava errori di classificazione, *misclassification bias*, andando a compromettere la veridicità delle analisi. Infatti, Loughran e McDonald, nel paper pubblicato nel 2011, sostengono che in un ampio campione di report 10-K¹⁴, depositati tra il 1994 e il 2008, quasi tre quarti delle parole identificate come negative, secondo il dizionario di Harvard, non sono tipicamente considerate come tali in un contesto finanziario (Loughran e McDonald, 2011, p. 2).

¹⁴ Il report 10K è un documento finanziario annuale che le società quotate negli Stati Uniti devono presentare obbligatoriamente alla SEC.

È il caso di parole come *tax* (imposta), *cost* (costo), *capital* (capitale), *board* (consiglio di amministrazione), *liability* (passività/debito), *foreign* (estero) e *vice* (vice). Questo è il motivo che ha spinto i due ricercatori statunitensi a condurre uno studio articolato, analizzando oltre 50.000 report 10K depositati presso la *Securities and Exchange Commission*¹⁵ (SEC), volto a sviluppare una lista alternativa di parole negative, insieme ad altre cinque liste di parole, che riflettono meglio il tono nei documenti finanziari. Le liste sono le seguenti (Loughran e McDonald, 2011, pp. 2-14):

1. Negative (*Fin-Neg*): composta da 2.337 parole tra cui 1.121 si sovrappongono alla lista di Harvard. La differenza include termini specifici del settore finanziario assenti nel dizionario di Harvard. Alcuni esempi sono *litigation* (contenzioso), *unpaid* (insoluto) e *penalties* (sanzioni);
2. Positive (*Fin-Pos*): composta da 353 parole. Ad esempio *efficient* (efficiente), *profitable* (redditizio) e *achieve* (raggiungere);
3. Uncertainty (*Fin-Unc*), composta da 285 parole, come *approximate* (stimato), *uncertain* (incerto) e *variability* (variabilità);
4. Litigious (*Fin-Lit*): composta da 731 parole, tra cui *legislation* (legislazione), *claimant* (ricorrente) e *tort* (illecito);
5. Strong Modal (*MW-Strong*): composta da 19 parole, come *always* (sempre), *must* (dovere) e *highest* (più alto);
6. Weak Modal (*MW-Weak*): composta da 27 parole, come ad esempio *might* (potrebbe), *possibly* (possibilmente) e *depending* (a seconda di).

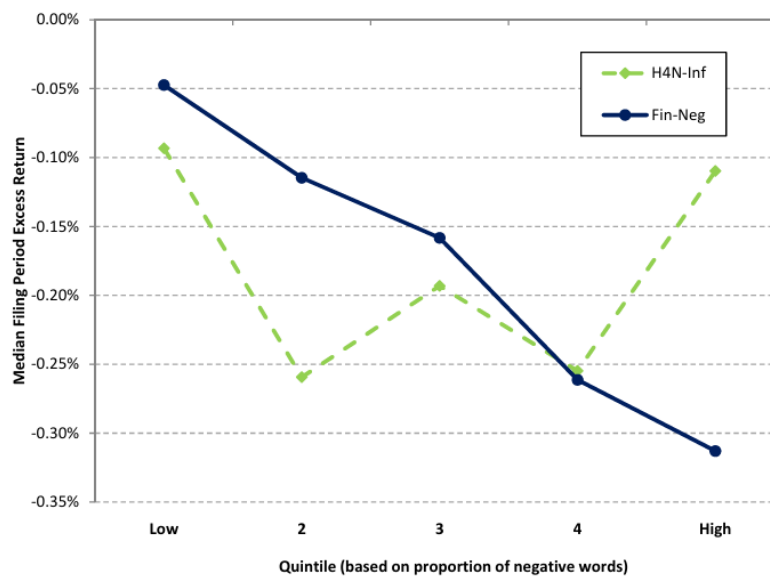
Come si può notare da questo breve elenco, il numero di parole negative selezionate è nettamente superiore rispetto a tutte le altre. Questo dipende, secondo Loughran e McDonald, da un'asimmetria nell'affidabilità delle parole come segnali di tono. Le parole negative, quando compaiono in un documento societario, sono quasi sempre autenticamente negative. Le parole positive, al contrario, sono

¹⁵ La *Securities and Exchange Commission* è un ente federale statunitense responsabile della vigilanza sulla borsa. Svolge le stesse funzioni della nostra CONSOB.

spesso compromesse, cioè utilizzate in forma negata, ad esempio per comunicare in modo indiretto una notizia negativa, ma questo è difficile da rilevare. Per tale motivo, solo un numero ristretto di parole positive risulta un indicatore di tono sufficientemente affidabile da poter essere incluso nella lista, mentre la lista delle parole negative può includerne molte di più (Loughran & McDonald, 2011, p. 13).

Successivamente, gli autori hanno messo in relazione le liste di parole con i rendimenti alla data di deposito dei report 10-K, il volume degli scambi, la volatilità dei rendimenti, le frodi, le carenze significative e gli utili inattesi.

Figura 1: Confronto dei rendimenti anomali mediani per quintile tra i dizionari H4N-Inf e Fin-Neg



Fonte: *When is a Liability not a Liability?* - Loughran and McDonald - p. 34

Il grafico raffigura il rendimento anomalo¹⁶ mediano nel periodo di deposito dei report 10K. Il campione oggetto dell'analisi (oltre 50 mila report) è stato suddiviso in cinque gruppi in base alla percentuale di parole negative rilevate all'interno di ciascun documento finanziario.

¹⁶ Il rendimento anomalo rappresenta la differenza tra il rendimento effettivo di un titolo finanziario o di un portafoglio e il rendimento atteso calcolato in base al suo profilo di rischio o all'andamento del mercato.

L'analisi dei risultati evidenzia una netta differenza tra l'utilizzo del dizionario di Loughran e McDonald e quello di Harvard.

La linea blu continua (*Fin-Neg*) mostra un andamento decrescente. All'aumentare della percentuale di parole negative rilevate, i rendimenti anomali di borsa diminuiscono, passando da -0,05% del primo quintile (*Low*) fino a superare il -0,30% in corrispondenza dell'ultimo quintile (*High*). Questo conferma che il dizionario Loughran e McDonald intercetta in maniera efficiente il pessimismo informativo, generando una reazione di mercato prevedibile e allineata alle attese teoriche. Al contrario, la linea verde tratteggiata (*H4N-Inf*), presenta un andamento irregolare. Osservando il grafico si nota come le imprese collocate nel quintile con la maggiore concentrazione di parole negative (*High*) registrano rendimenti anomali addirittura superiori a quelli del secondo e del quarto quintile, mostrando un andamento incoerente.

Questo grafico è la dimostrazione che i dizionari elaborati in ambiti diversi da quello economico forniscono un'analisi del tono delle *disclosure* narrative inefficace e distorta.

2.4 Il Confine tra Impression Management e Frode

Le strategie di *Impression Management* approfondite nei paragrafi precedenti si collocano in una zona grigia, non pienamente disciplinata da vincoli normativi specifici. Definire con precisione il confine tra una comunicazione societaria legittima, seppur orientata a valorizzare l'immagine dell'impresa, e una comunicazione che oltrepassa i limiti della legalità, non è sempre facile.

L'*Impression Management* nasce con l'obiettivo di presentare l'azienda nella sua condizione migliore possibile. Come già visto, il management tende ad enfatizzare i risultati positivi e ad attenuare quelli negativi, attraverso la selezione dei contenuti, l'ordine di presentazione, il tono verbale o l'attribuzione causale degli eventi. Si tratta di tecniche indubbiamente opportunistiche capaci di distorcere la percezione degli investitori. Tuttavia, finché si agisce sul modo in cui

l'informazione viene comunicata e non sulla sua sostanza, non si viola di per sé l'obbligo di correttezza dell'informativa societaria.

Il problema si pone quando la comunicazione finanziaria smette di essere semplicemente raccontata a proprio favore, diventando deliberatamente fuorviante rispetto ai risultati reali. A quel punto si esce dal perimetro dell'IM e si entra in quello della manipolazione del mercato, disciplinata in Italia dall'art. 185 del TUF (D.Lgs. 58/1998), il quale punisce chiunque diffonda notizie false o ponga in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari quotati. Quindi, la norma individua due forme distinte di condotta, l'aggiotaggio informativo e quello manipolativo, accomunate dalla medesima finalità cioè quella di incidere in modo sensibile sul prezzo di mercato.

Oltre all'illecito penale, dal 2005 l'art. 187-ter TUF prevede un corrispondente illecito amministrativo di manipolazione del mercato, di competenza della CONSOB, che accerta e sanziona in via amministrativa la medesima condotta. A livello europeo, la disciplina è oggi armonizzata dal Regolamento (UE) n. 596/2014 (Market Abuse Regulation - MAR), che fornisce una definizione comune di manipolazione del mercato applicabile in tutti gli Stati membri.

La manipolazione del mercato va però distinta dal falso in bilancio, disciplinato per le società quotate dall'art. 2622 c.c. "false comunicazioni sociali delle società quotate", il quale punisce l'esposizione di fatti materiali non rispondenti al vero o l'omissione di fatti materiali imposti dalla legge, riguardanti la situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società quotata. Dalla lettura dell'articolo si comprende che la norma si applica a qualunque comunicazione sociale diretta ai soci o al pubblico.

Il vero elemento che distingue la manipolazione del mercato dal falso in bilancio non è il canale di comunicazione, ma l'oggetto e l'interesse tutelato. La prima può avere a oggetto qualsiasi notizia, non necessariamente riguardante i valori

numerici, come ad esempio un accordo commerciale mai concluso, purché idonea ad alterare il prezzo, e la tutela riguarda il processo di formazione dei prezzi sul mercato azionario. Invece, per quanto concerne il secondo la falsità si riferisce nello specifico ai valori numerici economico-patrimoniali e tutela la correttezza dell'informazione verso soci e creditori.

Per le società quotate i due reati possono sovrapporsi poiché la stessa comunicazione può sia ingannare i destinatari circa la situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società sia alterare il prezzo del titolo.

Un esempio di una certa rilevanza, riguardante il nostro paese, è quello del fallimento di Bio-On. Nel dicembre 2016 Bio-On, società quotata su AIM Italia e produttrice di bioplastiche con sede a Bologna, annunciò tramite un comunicato stampa un contratto di multi-licenza da 55 milioni di euro con una prestigiosa multinazionale. Il titolo azionario, quel giorno, guadagnò il 23,58% in borsa (Cimmarusti e Vesentini, 2019; Finanza Online, 2019).

Tutto cambia nel 2019 quando il fondo di investimenti americano *Quintessential Capital Management* (QCM), guidato dall'italiano Gabriele Grego, pubblica un report intitolato “Bio-on Spa: una Parmalat a Bologna?” lanciando pesanti accuse alla Bio-on (Ferraro, 2019).

Le indagini della Procura di Bologna accertarono l'inesistenza del contratto di multi-licenza, ma anche numerose irregolarità in merito alla redazione dei bilanci e nell'informazione al mercato, con particolare riferimento ai ricavi e al livello di produzione dichiarati. Con la conclusione dell'indagine condotta dalla Guardia di Finanza e del successivo procedimento giudiziario, il Tribunale di Bologna ha dichiarato il fallimento di Bio-on e la condanna dei suoi vertici per false comunicazioni sociali e manipolazione del mercato.

Per la società Bio-On tutto questo aveva come solo obiettivo quello di annunciare l'avvio di progetti ambiziosi, partnership con multinazionali, ma soprattutto di

trasmettere al mercato l'immagine di una società all'avanguardia e di sostenere la capitalizzazione di borsa.

È possibile dire che i vertici aziendali avrebbero potuto presentare la propria comunicazione come una semplice e legittima strategia di *Impression Management*, volta ad accrescere la fiducia degli investitori. In realtà, però, non si trattava di IM, perché alla base vi era una falsificazione delle informazioni e dei numeri, in quanto il contratto e i risultati comunicati erano del tutto inventati. A una narrazione enfaticizzata e ottimistica per più anni si aggiunge quindi un elemento aggravante, rappresentato dalla falsità dei fatti stessi. Bio-On costituisce dunque un caso in cui il limite tra comunicazione legittima e illecita viene superato in modo netto, configurando una comunicazione che ha chiaramente oltrepassato i confini della legalità. Resta invece aperto, sul piano della ricerca, il problema dei casi in cui la comunicazione si basa su fatti reali, ma viene costruita in modo tale da orientare la percezione del mercato.

2.5 I Nuovi Ambiti di Applicazione dell'Impression Management

Le strategie di *Impression Management* analizzate finora fanno riferimento ai canali tradizionali di cui dispone una qualunque società quotata. Negli ultimi anni, tuttavia, il fenomeno ha trovato terreno fertile anche in nuovi ambiti, meno legati alla rendicontazione economico-finanziaria in senso stretto, ma altrettanto rilevanti per la costruzione dell'immagine aziendale agli occhi del mercato.

Da un lato, la crescente attenzione verso tematiche che riguardano l'ambiente, il sociale e la governance ha aperto uno spazio comunicativo ulteriore, ossia la rendicontazione non finanziaria o comunemente chiamata bilancio di sostenibilità. Nel redigere tale documento, le imprese e gli enti obbligati sono tenuti a comunicare, in modo trasparente e affidabile, informazioni e dati relativamente al loro impegno nei confronti della sostenibilità. La disponibilità di tali informazioni risulterà utile a tutti gli stakeholder aziendali per poter valutare le performance dell'impresa e l'impatto complessivo delle attività aziendali sotto il profilo ESG, acronimo di *Environmental, Social, and Corporate Governance*.

È proprio nell'ambito della comunicazione di tale impegno che le società possono ricorrere a strategie di IM.

Dall'altro, l'intelligenza artificiale, in particolare quella generativa, sta diventando uno strumento sempre più diffuso per la redazione della comunicazione societaria, offrendo alle imprese nuove possibilità per orientare la percezione del mercato. Allo stesso tempo, il suo impiego solleva interrogativi ancora aperti, sia per il ruolo che potranno assumere in futuro revisori e organi di vigilanza nel controllarne l'uso, sia per i rischi ulteriori che la sua adozione comporta.

2.5.1 La Rendicontazione Non Finanziaria e la Teoria della Legittimità

Le imprese stanno attraversando un periodo di profondo cambiamento nel modo di svolgere la propria attività. Infatti, esse non hanno più come solo obiettivo la crescita in termini di profitto e di business, bensì anche quello di tener conto del loro impatto ambientale, sociale e di governance. I motivi di questa forte evoluzione non sono solamente di natura normativa, ma sono strettamente legati alla necessità e alla volontà di avere un mondo imprenditoriale più sostenibile. Negli ultimi anni, la crescente importanza riconosciuta al tema della sostenibilità socio-ambientale ha spinto l'Unione Europea ad emanare provvedimenti sull'argomento, con la finalità di estendere gli obblighi relativi alla rendicontazione di sostenibilità. L'UE ha introdotto, con la direttiva NFRD del 2014, l'obbligo di predisporre la Dichiarazione Non Finanziaria (DNF) per imprese ed enti che presentano specifiche caratteristiche. Ha contribuito allo sviluppo normativo anche l'approvazione da parte dell'UE della *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) e della *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDDD), e l'introduzione dei nuovissimi standard di sostenibilità, gli *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS), da parte dell'EFRAG¹⁷.

¹⁷ L'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG) è un'associazione privata europea costituita nel 2001, con l'incoraggiamento della Commissione Europea. Il suo compito è quello di fornire consulenza in merito ai principi contabili internazionali, ma ha assunto anche il ruolo di consulente tecnico per l'elaborazione delle bozze degli ESRS.

Prima di entrare nel cuore del paragrafo è importante soffermarsi sul fatto che sia difficile dare una definizione precisa della comunicazione non finanziaria, in quanto tale documento ha assunto nel tempo denominazioni differenti a seguito dello sviluppo normativo. Nel tempo il termine report di sostenibilità è stato sostituito da quello di bilancio ambientale, bilancio sociale, rendicontazione non finanziaria, oppure, dall'espressione *corporate social responsibility reporting*.

In generale, si può definire come un documento volto a divulgare e rendere conto agli stakeholder interni ed esterni delle performance organizzative verso l'obiettivo dello sviluppo sostenibile. Il suo contenuto può, inoltre, variare in funzione delle caratteristiche e del settore di appartenenza della società.

Tale attività di rendicontazione trova una delle sue principali chiavi di lettura nella Teoria della Legittimità, che la letteratura accademica ha utilizzato per spiegare il legame tra la ricerca di legittimità da parte delle società e il ricorso a pratiche di *Impression Management* nella comunicazione non finanziaria.

Il concetto di legittimità è definito da Dowling e Pfeffer come segue: *“Organizations seek to establish congruence between the social values associated with or implied by their activities and the norms of acceptable behavior in the larger social system of which they are a part. Insofar as these two value systems are congruent we can speak of organizational legitimacy. When an actual or potential disparity exists between the two value systems, there will exist a threat to organizational legitimacy”* (Dowling e Pfeffer, 1975, p. 122). Da questa definizione si comprende quanto sia importante per l'impresa il rispetto del “contratto sociale” stipulato con l'ambiente in cui essa opera, poiché da questo dipende la sua sopravvivenza. In caso di violazione, la sopravvivenza dell'impresa sarà in pericolo e potrà essere revocata la legittimità necessaria per la prosecuzione dell'attività aziendale.

Uno studio che conferma tale teoria applicata alle tematiche di sostenibilità è quello condotto da Berrone e altri suoi collaboratori, i quali analizzando i report di

325 società statunitensi quotate in borsa operanti in settori inquinanti, mostrano come le azioni realizzate a tutela dell'ambiente aiutino le imprese ad acquisire legittimità. Tuttavia, alcuni comportamenti possono danneggiare la legittimità già ottenuta, soprattutto quando gli sforzi ambientali diminuiscono nel tempo e l'azienda è soggetta a giudizi da parte degli stakeholder. Gli stessi autori dimostrano come le politiche di *greenwashing*¹⁸ abbiano come conseguenza la perdita di legittimità (Berrone et al., 2017). È importante sottolineare che nel momento in cui il mercato smaschera le pratiche di *greenwashing*, ciò non è privo di conseguenze, anzi provoca reazioni piuttosto negative da parte degli investitori.

Le società durante il processo di redazione della dichiarazione non finanziaria, al fine di ottenere la legittimità, possono trovarsi nella condizione di attuare strategie di *Impression Management*. Questa possibilità nasce dal fatto che nonostante esistano degli standard che indirizzano le imprese nella redazione, la decisione di rendicontare e di approfondire determinati temi in materia di sostenibilità, rimane ancora in parte a discrezione del management.

Osservando i report di sostenibilità recenti si può notare come, rispetto a quelli di qualche anno fa, i manager ricorrono ad una comunicazione visiva attraverso l'utilizzo crescente di immagini e grafici. Questi ultimi però non sempre sono la rappresentazione trasparente e reale dell'andamento della società, ma vengono utilizzati all'interno della rendicontazione al fine di manipolare a proprio favore la percezione che gli stakeholder hanno delle performance aziendali. Da questa affermazione nasce l'esigenza da parte di molteplici ricercatori accademici di studiare se effettivamente sussiste un uso improprio di elementi grafici e visivi.

A sostegno di questo, la ricercatrice S. Hrasky evidenzia come le società quotate australiane non fortemente impegnate nelle tematiche ESG tendono ad utilizzare

¹⁸ Il *greenwashing* è una strategia con cui un'azienda presenta le proprie attività o i propri prodotti come ecologici e sostenibili solo per migliorare la propria immagine pubblica, nascondendo un reale impatto negativo sull'ambiente.

le figure nelle proprie relazioni non finanziarie al fine di creare un'immagine positiva di sé che però non risulta corrispondente alla realtà (Hrasky, 2012).

Un altro studio empirico basato sull'utilizzo delle immagini è quello svolto su 70 società quotate sul mercato neozelandese. Nel dettaglio l'analisi ha riguardato 4.933 fotografie contenute nei report pubblicati tra il 2005 e il 2015. I risultati ottenuti dimostrano un marcato incremento nell'inserimento di fotografie legate alla sostenibilità rispetto al totale, passando dal 18% nel 2005 al 23% nel 2015. Questo dato dimostra che molte aziende neozelandesi hanno riconosciuto il potere delle immagini, un utilizzo che gli autori interpretano come strategia di *Impression Management* (Chong et al., 2019, pp. 313-324).

Per quanto concerne, invece, l'utilizzo di grafici come strumento di IM è stata svolta una ricerca accademica nel 2020. L'oggetto dell'analisi sono 49 report aziendali, tra cui 35 di sostenibilità pubblicati da società quotate nel BIST (Borsa Istanbul) *Sustainability Index* tra il 2018 e il 2019. Nel complesso sono stati esaminati 502 grafici, classificandoli per tipologia (linea, barre, torta, ecc.) e in base all'area di *disclosure* (economico, sociale e ambientale). Dai risultati è emerso che il 77% dei grafici inclusi nei report presenta un andamento favorevole per l'azienda, contro solo il 23% con trend sfavorevole. Il 62,65% dei grafici fortemente distorti maschera o amplifica i dati per mostrare una performance migliore della realtà. Interessante, inoltre, come le piccole imperfezioni nei grafici sono imputabili a semplici errori umani o tecnici, mentre le grandi distorsioni rappresentano una tattica deliberata di manipolazione, confermando l'uso di *Impression Management*. In conclusione, tale studio empirico ha dimostrato come anche nelle economie emergenti, in questo caso quella turca, le società ricorrano sistematicamente all'utilizzo dei grafici nella rendicontazione non finanziaria per influenzare la percezione del mercato e per trasmettere un'immagine positiva in merito al loro impegno di natura sostenibile (Cüre et al., 2020).

Un ultimo studio che merita di essere richiamato in questo elaborato di tesi, per la sua rilevanza rispetto al tema trattato, è quello condotto da Khzaeli (2013), che

esamina l'impiego dell'*Impression Management* nei report non finanziari non concentrandosi sull'uso di figure e grafici, ma intendendolo, coerentemente con quanto illustrato in precedenza a proposito delle strategie di Merkl-Davies e Brennan, come manipolazione tematica e retorica del linguaggio. Il contesto di riferimento è l'incidente di *Deepwater Horizon* del 2010, che ha coinvolto la stessa BP plc¹⁹ ed è tuttora considerato il più grave incidente nella storia dell'industria petrolifera. Proprio perché la società analizzata coincide con quella direttamente responsabile del disastro, il caso BP costituisce un contesto ideale per osservare come un'impresa gestisca, attraverso la propria rendicontazione di sostenibilità, un evento di tale gravità con conseguenze rilevanti sotto il profilo ambientale, ma anche economico e reputazionale.

Lo studio individua tre strumenti attraverso cui il management avrebbe attuato strategie di IM: il ricorso alla forma passiva anziché attiva, la prevalenza di riferimenti in prima persona plurale (noi, nostro) rispetto a quelli in prima persona singolare (io, mio) e la connotazione prevalentemente positiva del linguaggio utilizzato. I manager di BP hanno preferito l'uso della prima persona plurale e di costruzioni passive, così da diminuire la responsabilità individuale e distanziarsi dalla narrazione dell'evento. Inoltre, nonostante la gravità del disastro, i report analizzati mostrano una prevalenza di emozioni positive rispetto a quelle negative.

Il caso BP dimostra dunque come, anche a fronte di un evento disastroso per la collettività e direttamente riconducibile alle proprie responsabilità, il management possa scegliere di non adottare una narrazione pienamente trasparente, ricorrendo piuttosto a strategie linguistiche finalizzate a controllare la percezione pubblica dell'accaduto (Khazaeli, 2013).

2.5.2 L'Intelligenza Artificiale

Il processo di redazione del *reporting* finanziario, ma anche di quello non finanziario, sta subendo una vera e propria rivoluzione con lo sviluppo

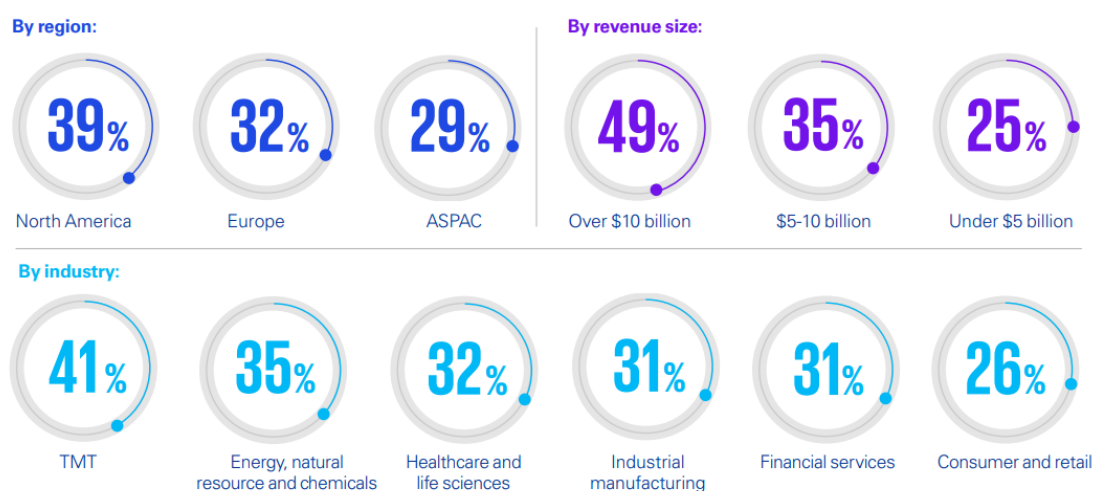
¹⁹ BP plc (British Petroleum) è una grande società multinazionale del Regno Unito che opera nel settore dell'energia e del petrolio. È una delle quattro compagnie petrolifere più grandi del mondo.

dell'Intelligenza Artificiale (IA). Tali processi sono considerati monotoni e molto spesso dispendiosi in termini di tempo, e la limitata capacità dell'uomo di gestire *big data* rappresenta un forte limite. L'introduzione dell'IA interviene aiutando le società a creare flussi informativi più integrati e a migliorare l'identificazione e la gestione dei rischi.

Secondo una ricerca condotta da KPMG nel 2024 su un campione di 1.800 società, diversificate per settore, area geografica e fatturato, quasi tre quarti utilizzano l'IA nel processo di redazione dei report finanziari. Tale tendenza è destinata ad aumentare al 99% entro tre anni (KPMG International, 2024), a conferma di come il fenomeno sia attualmente nel pieno del proprio sviluppo.

Di seguito un'immagine che illustra i risultati ottenuti da questo studio:

Figura 2: La percentuale di aziende che adottano l'IA per il reporting finanziario



Fonte: AI in financial reporting and audit: Navigating the new era – KPMG – p. 4

I dati permettono di cogliere alcune differenze significative nel grado di adozione dell'IA nel *reporting* finanziario. Sul piano geografico, il Nord America si conferma l'area più avanzata (39%), seguita da Europa (32%) e ASPAC (29%). Ancora più marcata è la differenza legata al fatturato. Infatti, quasi la metà delle società con fatturato superiore ai 10 miliardi di dollari (49%) utilizza già l'IA nella rendicontazione, contro un quarto delle imprese con fatturato inferiore ai 5 miliardi

(25%), a conferma di come le risorse economiche e le competenze interne restino un fattore determinante nell'adozione di tali tecnologie. Anche a livello settoriale emergono differenze coerenti con questa lettura: il settore Technology, Media e Telecomunicazioni guida la classifica (41%), forte di una naturale affinità con gli strumenti digitali, mentre i settori più tradizionali, come quello dei beni di consumo e del retail, mostrano un'adozione più contenuta (26%).

Questi dati aprono un interrogativo, direttamente collegato al tema di tale elaborato di tesi: *quale impatto ha l'Intelligenza Artificiale (IA generativa) sulle strategie di Impression Management nella rendicontazione delle società quotate verso il mercato regolamentato?*

La questione può essere letta secondo una duplice prospettiva. Da un lato, gli strumenti di IA generativa possono essere utilizzati dalle società per redigere o perfezionare le parti narrative della comunicazione societaria. Il linguaggio persuasivo, il tono e la struttura retorica del testo possono così essere calibrati con una precisione sconosciuta alla redazione manuale, rendendo potenzialmente più efficaci le strategie di occultamento e di attribuzione descritte nei paragrafi precedenti, e più difficile la loro individuazione attraverso strumenti quantitativi tradizionali come il dizionario di Loughran e McDonald. Dall'altro lato, le medesime tecnologie vengono studiate, con finalità opposte, dai revisori legali e dalle autorità di vigilanza. Ad esempio, CONSOB riconosce nell'IA un fattore propulsivo per l'attività di vigilanza, sebbene ne circoscriva oggi l'impiego al ruolo di 'assistente digitale' a supporto dell'analista umano nella funzione diagnostica e predittiva delle anomalie di mercato (Deriu e Racioppi, 2025).

Non è quindi da escludere che, in futuro, tali strumenti possano estendersi anche all'analisi delle componenti narrative della rendicontazione, superando i limiti degli approcci basati su liste di parole fisse. A questo tipo di minaccia legata all'utilizzo dell'IA si affianca anche un rischio più operativo. L'impiego di questi strumenti nella redazione dei documenti narrativi comporta infatti l'elaborazione

di ingenti quantità di dati aziendali, spesso sensibili, esponendo le società a rischi di sicurezza informatica e a possibili violazioni della privacy dei dati.

A ciò si aggiungono le implicazioni ancora poco definite in materia di copyright e proprietà intellettuale. Si tratta di criticità distinte da quelle finora discusse connesse all'uso dell'IA a fini di *Impression Management*, ma che concorrono ugualmente a delineare l'Intelligenza Artificiale come una tecnologia dal potenziale ancora parzialmente instabile.

Ne emerge un quadro ambivalente, in cui l'Intelligenza Artificiale rappresenta al tempo stesso un'opportunità e una minaccia per le società quotate. È proprio in questo equilibrio instabile che si colloca uno dei terreni di ricerca più promettenti per gli studi futuri sull'*Impression Management* nella rendicontazione finanziaria delle società quotate.

CAPITOLO 3: L'Analisi Empirica sull'Impression Management nella Rendicontazione Finanziaria

3.1 La Scelta del Campione e l'Obiettivo dell'Analisi

L'obiettivo di questo elaborato è quello di comprendere il comportamento adottato dal management di società quotate nella redazione della componente narrativa della rendicontazione finanziaria, con particolare riferimento all'applicazione di strategie di *Impression Management*, ed interpretare i risultati riscontrati. Questo è stato possibile selezionando cinquantanove società quotate sul mercato italiano operanti in differenti settori, escludendo gli enti pubblici, gli Stati e i governi. Le aziende oggetto dell'analisi sono state scelte attraverso l'utilizzo della banca dati di *Moody's*, denominata *Orbis*, dove è possibile reperire dati anagrafici e finanziari di società di tutto il mondo. L'estrazione è avvenuta includendo società formalmente attive e in possesso di documentazione contabile consolidata.

Il campione presenta una composizione non del tutto omogenea che è opportuno precisare. Delle cinquantanove imprese selezionate, cinquantadue hanno sede legale in Italia, mentre sette risultano formalmente domiciliate all'estero. Tuttavia, si tratta, nella maggior parte dei casi, di società di origine e tradizione industriale italiana, negoziate su *Euronext Milan*, il cui collocamento o trasferimento della sede legale all'estero risponde a ragioni fiscali, di governance societaria o legate a operazioni straordinarie. Ad esse si aggiunge *Eurocommercial Properties N.V.*, società olandese inclusa nel campione poiché quotata a Piazza Affari tramite *dual listing*²⁰ e fortemente attiva nel settore immobiliare del nostro Paese. Tale eterogeneità non intacca l'appartenenza sostanziale al mercato azionario italiano, che rappresenta il criterio della selezione. Per tale motivo, nel resto della ricerca ci si riferirà a tutte le cinquantanove società con l'espressione "società quotate italiane", da intendersi non in senso strettamente giuridico-formale, bensì con riferimento al mercato di negoziazione.

²⁰ La doppia quotazione (*dual listing*) si verifica quando una società decide di quotarsi non solo su un mercato "principale", ma anche su una o più Borse "secondarie".

BIBLIOGRAFIA

- Akerlof, G. A. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. <https://www.jstor.org/stable/1879431>
- Beatty, R. P. (1989). Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings. *The Accounting Review*, 64(4), 693–709. <https://www.jstor.org/stable/247856>
- Benedetti, A. M. (2026). *Quel corto circuito nei meccanismi di governance*. https://www.ilsole24ore.com/art/quel-corto-circuito-meccanismi-governance-AI9tkIHC?refresh_ce=1
- Berrone, P., Fosfuri, A., & Gelabert, L. (2017). Does Greenwashing Pay Off? Understanding the Relationship Between Environmental Actions and Environmental Legitimacy. *Journal of Business Ethics* 2015, 144(2), 363–379. <https://doi.org/10.1007/S10551-015-2816-9>
- Bettman, J. R., & Weitz, B. A. (1983). Attributions in the Board Room: Causal Reasoning in Corporate Annual Reports. *Administrative Science Quarterly*, 28(2), 165–183. <https://www.jstor.org/stable/2392616>
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270. <https://www.jstor.org/stable/3003330>
- Chong, S., Narayan, A. K., & Ali, I. (2019). Photographs depicting CSR: captured reality or creative illusion? *Pacific Accounting Review*, 31(3), 313–335. <https://doi.org/10.1108/PAR-10-2017-0086>
- Cimmarusti, & Vesentini. (2019). Accordi fittizi e contratti falsi: così funzionava il sistema Bio-on. *Il Sole 24 ORE*. <https://www.ilsole24ore.com/art/accordi-fittizi-e-contratti-falsi-cosi-funzionava-sistema-bio-on-ACvENMu>

- Coffee, J. C. (1984). Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System. *Virginia Law Review*, 70(4), 717–753.
<https://www.jstor.org/stable/1879020>
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011b). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67.
<https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Cüre, T., Esen, E., & Çalışkan, A. Ö. (2020). Impression Management in Graphical Representation of Economic, Social, and Environmental Issues: An Empirical Study. *Sustainability*, 12(1). <https://doi.org/10.3390/SU12010379>
- Deriu, P., & Racioppi, S. (2025). *Riflessioni in tema di intelligenza artificiale e attività di vigilanza* (Quaderni FinTech, n. 15).
<https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/fintech15>
- Dowling, J., & Pfeffer, J. (1975). Organizational Legitimacy: Social Values and Organizational Behavior. *Pacific Sociological Review*, 18(1), 122–136.
<https://www.jstor.org/stable/1388226>
- Dye, R. A. (1986). Proprietary and Nonproprietary Disclosures. *The Journal of Business*, 59(2), 331–366. <https://www.jstor.org/stable/2353023>
- Eisbach, K. D., Sutton, R. I., & Principe, K. E. (1998). Averting Expected Challenges Through Anticipatory Impression Management: A Study of Hospital Billing. *Organization Science*, 9(1), 68–86.
<https://doi.org/10.1287/orsc.9.1.68>
- Ferraro, T. (2019). Caso Bio-on, parla Grego (Quintessential): su produzione numeri assurdi, ma vero problema è la contabilità. *FinanzaOnline*.
<https://www.finanzaonline.com/notizie/caso-bio-on-parla-grego-quintessential-su-produzione-numeri-assurdi-ma-vero-problema-e-la-contabilita>

- Gelb, D. S., & Zarowin, P. (2002). Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices. *Review of Accounting Studies*, 7(1), 33–52. <https://doi.org/10.1023/A:1017927530007>
- Goffman, E. (1955). On Face-Work: An Analysis of Ritual Elements in Social Interaction. *Psychiatry: Journal for the Study of Interpersonal Processes*, 18, 213–231.
- Goffman, E. (1956). *The Presentation of Self in Everyday Life*. University of Edinburgh, Social Sciences Research Centre.
- Goffman, E. (1969). *Strategic Interaction*. University of Pennsylvania Press.
- Gouldner. (1970). *The Coming Crisis of Western Sociology*. Basic Books.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Hrasky, S. (2012). Visual disclosure strategies adopted by more and less sustainability-driven companies. *Accounting Forum*, 36(3), 154–165. <https://doi.org/10.1016/J.ACCFOR.2012.02.001>
- International Accounting Standards Board (IASB). (2018). *Conceptual Framework for Financial Reporting*. IFRS Foundation.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jones & Pittman. (1982). Toward a General Theory of Strategic Self-Presentation. In J. Suls (Ed.), *Psychological Perspectives on the Self* (Vol. 1, pp. 231–262). Lawrence Erlbaum Associates, Publishers.

- Khazaeli, B. (2013). Impression management in corporate social reporting, Evidence from Bp. Plb. *SSRN*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.2314965>
- KPMG International. (2024). *AI in financial reporting and audit: Navigating the new era*. <https://kpmg.com/NavigatingAlinAudit>
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371–387. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03277.x>
- Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a Liability not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks. *The Journal of Finance*, 66(1), 35–65. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01625.x>
- Manning, P. (1992). *Erving Goffman and Modern Sociology*. Polity Press.
- Market, J., Author, S., & Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://www.jstor.org/stable/1882010>
- Melis, A. (2005). Corporate Governance Failures: to what extent is Parmalat a particularly Italian Case? *Corporate Governance: An International Review*, 13(4), 478–488. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00443.x>
- Merkel-Davies, D. M., & Brennan, N. M. (2007). Discretionary Disclosure Strategies in Corporate Narratives: Incremental Information or Impression Management? *Journal of Accounting Literature*, 26, 119–196. <http://ssrn.com/abstract=1089447> (<http://ssrn.com/abstract=1089447>)
- Merkel-Davies, D. M., & Brennan, N. M. (2011). A Conceptual Framework of Impression Management: New Insights from Psychology, Sociology, and Critical Perspectives. *Accounting and Business Research*, 41(5), 415–437.
- Michael, R., & Shaw, W. H. (1995). Does the Choice of Auditor Convey Quality in an Initial Public Offering? *Financial Management*, 24(4), 15–30. <https://www.jstor.org/stable/3665948>

- Paredes, T. A. (2003). Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation. *SSRN Electronic Journal*, 81(2), 417–485. <https://doi.org/10.2139/SSRN.413180>
- Picone, I. (2015). Impression Management in Social Media. In R. A. P. H. Mansell (Ed.), *The International Encyclopedia of Digital Communication and Society* (1st Edition). John Wiley & Sons, Inc. <https://doi.org/10.1002/9781118767771.wbiedcs071>
- Quagli. (2008). *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*. Franco Angeli. <https://www.ibs.it/comunicare-futuro-informativa-economico-finanziaria-libro-alberto-quagli/e/9788846463869?srsItid=AfmBOop44hqAseIpnNdfIEA8Sk-XKW-AcIloE4pevk1Ga4apGsE3Xlox>
- Redazione FinanzaOnline. (2019). Bio-on e il contratto fantasma da 55 milioni (con Ikea), annunciato nel 2016 ma mai siglato. *FinanzaOnline*. <https://www.finanzeonline.com/notizie/bio-on-e-il-contratto-fantasma-da-55-milioni-con-ikea-annunciato-nel-2016-ma-mai-siglato>
- Riggins, S. H. (1990). *Beyond Goffman: Studies on communication, institution, and social interaction*. De Gruyter Mouton.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. <https://www.jstor.org/stable/3003485>
- Salancik, G. R., & Meindl, J. R. (1984). Corporate Attributions as Strategic Illusions of Management Control. *Administrative Science Quarterly*, 29(2), 238–254. <https://www.jstor.org/stable/2393176>

- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123–139. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90099-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90099-8)
- Staw, B. M., McKechnie, P. I., & Puffer, S. M. (1983). The Justification of Organizational Performance. *Administrative Science Quarterly*, 28(4), 582–600. <https://www.jstor.org/stable/2393010>
- Trevis Certo, S. (2003). Influencing Initial Public Offering Investors with Prestige: Signaling with Board Structures. *The Academy of Management Review*, 28(3), 432–446. <https://www.jstor.org/stable/30040731>
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (2001). Decoupling Policy from Practice: The Case of Stock Repurchase Programs. *Administrative Science Quarterly*, 46(2), 202–228. <http://www.jstor.org/stable/2667086>
- Zhang, Y., & Wiersema, M. F. (2009). Stock Market Reaction to CEO Certification: The Signaling Role of CEO Background. *Strategic Management Journal*, 30(7), 693–710. <https://www.jstor.org/stable/20536072>