

CASE STUDY

IL VALORE DEI REPORT DEGLI ANALISTI FINANZIARI NELLA QUOTAZIONE DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE ITALIANE

di Cristina Musetti ¹

1. Introduzione

Un tema ampiamente dibattuto nel nostro Paese e ad oggi di grande attualità è rappresentato dalla prudenza e la cautela con cui le Pmi si affacciano al mercato dei capitali. Tra le motivazioni che portano al concretizzarsi di questo fenomeno sussistono l'opacità informativa delle Pmi e il relativo costo di acquisizione dell'informazione che gli investitori devono sopportare. Oltre all'informazione obbligatoria e a quella volontaria cui le imprese generalmente sono soggette esiste un'ulteriore via di comunicazione economico-finanziaria, l'*informazione derivata* (Branciarì, 2004). L'informazione derivata si concretizza nell'attività di verifica, di analisi e di elaborazione dei contenuti delle comunicazioni obbligatorie e volontarie al fine di emettere una raccomandazione di investimento. L'informazione che viene trasmessa dagli analisti finanziari al mercato potrebbe essere particolarmente preziosa per le imprese di piccole dimensioni e tra di loro, in particolar modo, per le imprese che hanno recentemente intrapreso la via della quotazione, data la loro situazione di assoluto svantaggio informativo.

La presente analisi ha lo scopo principale di indagare sulla reazione del mercato all'emissione di raccomandazioni di investimento riguardo a piccole e medie imprese che si sono quotate sul mercato azionario italiano, al fine di indagare se l'impatto degli studi degli analisti sia consistente per tali imprese come lo è per la pluralità di imprese quotate nel mercato italiano. Le imprese selezionate per la costruzione del campione rispecchiano infatti la particolare conformazione del mercato italiano e sono quindi *small cap* ammesse per la prima volta a quotazione sull'MTA gestito da Borsa Italiana tra il 1° Gennaio 2003 e il 31 Dicembre 2013 e appartenenti al paniere dell'indice FTSE Italia Small Cap².

¹ L'autore, ferma restando la sua responsabilità riguardo a quanto scritto, desidera ringraziare la Prof.ssa Paola De Martini, il Prof. Massimo Caratelli e la Dott.ssa Ornella Ricci per le osservazioni e i commenti ricevuti.

² La parola "cap" si riferisce alla dimensione della capitalizzazione di mercato della società, pertanto, nel definire una società small cap si sta dando un'informazione relativa al numero delle

2. Review della letteratura

La comunità scientifica internazionale ha riconosciuto che le previsioni racchiuse nel report di un analista sono effettivamente *price-informative* e che la pubblicazione di raccomandazioni di investimento e le variazioni di raccomandazione sono in grado di produrre un effetto sui prezzi di mercato. E' innanzitutto opportuno sottolineare come il mercato italiano si differenzi dagli altri contesti internazionali rispetto agli obblighi posti in capo agli analisti. Ai sensi del Regolamento Emittenti Consob art. 69-novies, gli analisti che diffondono raccomandazioni contenute in report redatti in forma scritta "ne trasmettono copia alla Consob contestualmente all'inizio della loro distribuzione". La data in cui la raccomandazione è effettivamente resa disponibile o distribuita per la prima volta è la data che deve essere indicata all'interno della raccomandazione nonché la data in cui la raccomandazione è stata diffusa per la prima volta (art. 4 punto e) della Direttiva 2003/125/EC). Date le peculiarità normative italiane, in questa sede ci occuperemo di passare in rassegna la letteratura nazionale, evidenziando come le passate ricerche si sono molto differenziate nella scelta del campione e delle variabili d'indagine, ma hanno avanzato le medesime ipotesi di ricerca e utilizzato la stessa metodologia d'analisi.

Nel primo studio effettuato in Italia "in materia" gli autori, Belcredi, Bozzi e Rigamonti (2003), hanno analizzato l'impatto sui prezzi azionari dei cambiamenti di raccomandazione emessi dagli analisti finanziari. Il campione, costituito da 4.990 report pubblicati sul sito di Borsa Italiana tra il 1999 e il 2002 e riguardanti 237 società al tempo quotate sul listino ufficiale di Borsa, non prevede distinzioni rispetto alla classe dimensionale o alla capitalizzazione delle società. La metodologia utilizzata, che sarà comune ai successivi studi svolti nel contesto italiano, è quella dell'*Event Study*. I risultati dell'indagine empirica mostrano volumi anomali statisticamente significativi intorno all'event date (0,90% per upgrade e -2,29% per downgrade) e in $t = -2$ (0,31% e -0,50%). I rendimenti anomali cumulati registrati nella finestra temporale più ristretta intorno alla *report date*, in $[-1; +1]$, sono del 2,52% per i casi di *upgrade* e -2,63% *downgrade*. Tuttavia la presente analisi non considera che la presenza di rendimenti e volumi anomali associati alla report date potrebbe essere legata in primo luogo alla diffusione di altre informazioni rilevanti sulla società per il mercato. In linea con i presupposti di ricerca del primo studio, si conferma l'analisi

quote emesse, moltiplicato per il valore corrente del titolo. Investire in titoli small cap, significa innanzitutto partecipare al risultato di società di piccole dimensioni solitamente non così ben seguite dagli analisti e dagli investitori professionisti come le società a larga capitalizzazione. Ciò accade perché il numero delle società più piccole è elevato ma ciascuna di esse ha una quota di mercato relativamente modesta (Davison, 2001).

operata da Cervellati, Della Bina e Giulianelli (2005). Gli autori però, in contrasto con diversi studi presenti in letteratura, osservano una maggiore percentuale di *downgrade* all'interno del campione rispetto a quella degli *upgrade*. La spiegazione addotta riconduce le cause di questa sproporzione al fatto che il periodo analizzato comprende una delle fasi ribassiste di mercato peggiori del tempo (2000-2001). I due studi sopra citati, hanno il merito di aver indagato non solo sugli effetti legati alla report date ma anche su quelli relativi alla public access date, cioè la data in cui l'informazione viene effettivamente resa pubblica al mercato. Tuttavia l'evidenza empirica sembra dimostrare come non ci siano effetti significativi legati a questa seconda data, tutta l'informazione è già stata assorbita dal mercato e per questo motivo gli studi più recenti, compreso il presente, incentrano l'attenzione sulla sola report date.

Lo studio di Cavezzali, Cervellati, Pattitoni e Rigoni (2011) invece non si limita all'analisi dell'impatto sul mercato di cambiamenti di raccomandazioni, ma allarga il campo di ricerca allo studio dei cambiamenti del target price, la valutazione del quale è tradizionalmente contenuta all'interno del report, e dell'interazione tra queste due variazioni. I risultati mostrano che il mercato, seppur interessato ai diversi elementi di valutazione contenuti nel report, per esempio il target price, attribuisce tuttavia alla raccomandazione d'investimento un peso maggiore.

Infine, uno studio più recente (Guagliano, Linciano e Magistro Contento, 2013) orienta l'attenzione sulle sole imprese di piccola dimensione, sintomo del nuovo interesse nei confronti della problematica legata alle Pmi. Le autrici, su un campione di 37 imprese quotate tra il 2003 e il 2011, indagano gli effetti di quattro categorie di giudizio: *Buy*, *Hold*, *Sell* e *No Rate*. Nell'intero campione, i rendimenti anomali cumulati sono significativi sia per la categoria *Buy* che per quella *Hold*, mentre nel sotto-campione che considera la presenza di cosiddetti *contemporaneous events*, i rendimenti anomali cumulati sono positivi e significativi per le sole raccomandazioni di tipo *Buy*.

3. L'impatto dei report degli analisti finanziari sui rendimenti delle small cap

3.1 Il campione e la metodologia dell'Event Study

La presente analisi è basata sull'utilizzo di un dataset comprendente i report emessi dagli analisti finanziari su 29 small cap italiane che sono state ammesse a quotazione tra il 1° Gennaio 2003 e il 31 Dicembre 2013. La selezione di tali società è stata possibile tramite la piattaforma informativa sul sito di Borsa Italiana nella sezione "Ipo e Matricole". Sul medesimo sito,

nella sezione “Studi e Ricerche Società Quotate”, sono poi stati analizzati i report degli analisti finanziari che sono agevolmente consultabili dal pubblico. I report i cui giudizi sono stati valutati sono in totale 1.015 poiché, rispetto ai 1.180 selezionati in via sono stati rimossi sia quelli emessi in una stessa data da analisti diversi e contenenti raccomandazioni di investimento tra loro contrastanti sia quelli privi di raccomandazione specifica. Tale adattamento del dataset è stato necessario al fine di rendere il dataset stesso agibile per lo svolgimento dell’*Event Study*. Le 29 società componenti il campione sono caratterizzate da bassa capitalizzazione di mercato e rappresentano poco più del 25% delle imprese appartenenti all’indice FTSE Italia Small Cap. Le seguenti tabelle riassumono alcuni tratti principali della distribuzione del campione e dei report.

Tab. 1 - La distribuzione delle società per settore e numero di report

Settore	Società	N° report
Beni di consumo (10)	Aeffe, B&C Speakers, Bialetti Industrie, Bioera, Caleffi, Cobra, Elica, Landi Renzo, Piquadro, Ross	352
Prodotti e servizi industriali (6)	Biancamano, Bolzoni, D’Amico International Ship., Panaria Group, Servizi Italia, Tesmec	317
Tecnologico (4)	Eems, Eurotech, Sesa, Screen Service	83
Servizi di consumo (2)	Il Sole 24 Ore, Damiani	71
Immobiliare (1)	IGD-ImmobiliareGrandiDistribuzioni	58
Finanziario (1)	Conafi prestito	17
Sanitario (3)	Eukedos, Molmed, Pierrel	44
Altri settori (2)	Isagro, Ternienergia	73

Tab. 2 - La distribuzione dei report per anno e tipologia di raccomandazione

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Totale
Positive	-	7	25	36	71	121	83	90	93	61	61	648
Neutral	-	-	8	14	21	47	51	37	31	49	33	291
Negative	-	-	-	1	4	21	20	18	11	1	-	76
totale		7	33	51	96	189	154	145	135	111	94	1.015

I report inseriti nel campione sono stati classificati in base all’informazione contenuta e ricondotti a tre diverse categorie di raccomandazione: *Positive recommendations*, *Neutral recommendations* e *Negative recommendations*. Nella seguente tabella viene illustrata la classificazione delle raccomandazioni secondo la scala a tre livelli utilizzata nel presente studio.

Tab. 3 - Classificazione delle raccomandazioni di investimento

Positive (se il target price è superiore del 10% al prezzo di mercato) ³	<i>Buy, Outperform, Add, Accumulate</i>
Neutral (se il target price è compreso tra -10% e +10% del prezzo di mercato)	<i>Hold, Marketperform</i>
Negative (se il target price è inferiore al -10% dell prezzo di mercato)	<i>Sell, Underperform, Reduce</i>

La reazione del mercato all'emissione di raccomandazioni da parte degli analisti e della loro variazione è stata esaminata tramite la metodologia dell'*Event Study*. Un *Event Study* è infatti un metodo di analisi che studia il comportamento di una serie storica in corrispondenza di un dato avvenimento. La finalità principale è quella di valutare l'impatto dell'evento della pubblicazione dei report sui corsi azionari delle società small cap.

L'approccio di *Event Study* più comune prevede in linea generale tre passaggi:

1. Il calcolo dei parametri nell'*estimation period* prescelto;
2. La valutazione del risultato aggregato per l'insieme delle imprese e, contestualmente, la considerazione dell'effetto medio;
3. La stima degli *Abnormal Returns* in modo tale che sia possibile isolare quelle caratteristiche rilevanti del titolo che si pensa possano influenzare l'impatto della pubblicazione dell'evento⁴.

L'*Abnormal Return* dell'*i*-esima azione, AR_{it} , è ottenuto come differenza tra il rendimento normale e atteso in assenza del verificarsi dell'evento della pubblicazione, $E(R_{it})$, e il rendimento attuale calcolato nel periodo dell'evento, R_{it} :

$$AR_t = R_{it} - E(R_{it}) \quad (3.1)$$

Per procedere alla stima del rendimento normale di ogni *i*-esima impresa, R_{it} , in relazione al rendimento del portafoglio di mercato, R_{mt} , viene adottato il *market model* (MacKinlay, 1991):

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3.2)$$

$$\text{dove } E(\varepsilon_{it}) = 0$$

$$= var(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

I parametri del *market model*, α_i e β_i , sono stati ottenuti attraverso i rendimenti logaritmici giornalieri dei titoli e degli indici di mercato al tempo

³ La descrizione della classificazione è quella che in media viene utilizzata dagli analisti finanziari italiani per classificare i giudizi positivi negativi e neutri in una scala a 5 giudizi.

⁴ La metodologia dell'*Event Study* si fonda tradizionalmente su tre ordini di ipotesi: la prima riguarda l'efficienza dei mercati, per cui ogni nuova informazione sull'impresa è prontamente incorporata nei prezzi e qualsiasi variazione di essi sintetizza la valutazione degli investitori sull'informazione; la seconda è che non sussistano "rumors" sulla pubblicazione del report; e infine non devono essere intervenuti altri eventi idonei a sortire ulteriori effetti sui prezzi (McWilliams e Siegel, 1997).

t , FTSE Italia e FTSE Italia Small Cap. I rendimenti logaritmici giornalieri dei titoli delle 29 small cap italiane selezionate nel campione, come quelli degli indici di mercato, sono stati ricavati dalla banca dati Datastream. I dati per la stima del modello sono relativi ad un estimation period di 252 giorni, che si conclude 20 giorni prima del verificarsi dell'evento, cioè della pubblicazione del report. In considerazione della scarsa liquidità che tipicamente contraddistingue i mercati small cap, il modello utilizzato ha operato una selezione delle serie storiche dei prezzi per cui, nel corso dell'estimation period, ci sia stata, in media, meno di una variazione di prezzo per ciascuna settimana di negoziazione e li ha esclusi dalla stima.

Le *event windows* selezionate per la stima dei *Cumulative Abnormal Returns* sono più o meno centrate sulla report date. Tuttavia nell'analisi dei risultati una maggiore attenzione è stata dedicata alla finestra strettamente centrata sulla data di pubblicazione del report, $[-1; +1]$, data in cui i report degli analisti sono stati distribuiti ai clienti e contestualmente alla Consob.

L'*Abnormal Return* nelle differenti *event windows* è calcolato rispetto ai rendimenti attuali durante l'*event period* e ai coefficienti stimati nell'*estimation period*:

$$(3.3) \quad AR_t = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt})$$

I *Cumulative Abnormal Returns* (CAR) per la finestra $[t, T]$ sono definiti secondo la seguente espressione:

$$(3.4) \quad CAR_{(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$$

ove t_1 e t_2 sono la data di apertura e di chiusura della *event window* considerata.

E' poi possibile calcolare la risposta media nell'intero campione (Cumulative Average Abnormal Return, CAAR):

$$(3.5) \quad CAAR_{(t_1, t_2)} = \sum_{i=1}^N CAR_{(t_1, t_2)}$$

In seguito al calcolo dei rendimenti anomali cumulati medi, è stata testata l'ipotesi che sussista una reazione di mercato significativamente diversa da zero. Al fine di testare tale ipotesi, è stato innanzitutto calcolato lo *standardization factor*⁵:

$$(3.6) \quad SR_i = \frac{CAR_{i(t_1, t_2)}}{\hat{\sigma}_{\varepsilon i} \sqrt{T_S + \frac{T_S^2}{T} + \frac{\sum_{t=t_1}^{t_2} (R_{mt} - T_S(R_M))^2}{\sum_{t=1}^T (R_{Mt} - R_M)^2}}$$

dove $\hat{\sigma}_{\varepsilon i}$ rappresenta la deviazione standard dei rendimenti anomali stimati con il *market model*, T_S è il numero di giorni nella *event window*

⁵ Il primo approccio a tale metodologia è stato proposto da Mikkelsen e Partch (1988) e successivamente adottato in alcuni recenti studi (Harrington and Shrider, 2007; Mentz and Schiereck, 2008). In linea con la letteratura precedente è stato calcolato il Boehmer et al. t-statistic (1991). L'obiettivo di tale standardizzazione è quello di considerare l'eventuale incremento di volatilità dei rendimenti nell'*event window*, rispetto all'*estimation period*, al fine di evitare di considerare statisticamente significativi rendimenti anomali che in realtà non lo sono.

considerata $(t1, t2)$; T è il numero di giorni nell'*estimation period*; R_M è il rendimento del portafoglio di mercato e $\bar{R}_M$ è il rendimento medio del portafoglio di mercato durante l'*estimation period*.

Per testare la significatività statistica dei rendimenti anomali, è stata utilizzata la seguente statistica (con una t -distribution con $T-2$ gradi di libertà, che converge ad una normale standard):

$$(3.7) \quad Z = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SR_i}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (SR_i - \sum_{i=1}^N \frac{SR_i}{N})^2}}$$

3.2 I risultati del lavoro

In linea con la letteratura precedente e il contesto regolamentare, l'informazione contenuta nei report degli analisti è stata valutata tenendo in considerazione alcuni fattori chiave ai fini dell'analisi.

Innanzitutto l'indagine ha interessato il diverso effetto che ogni categoria di giudizio (*Positive, Neutral, Negative*) può avere sui prezzi dei titoli, in modo tale da individuare da dove provenga l'informazione più rilevante. In secondo luogo, sono stati individuati gli eventi che possono in qualche modo "contaminare" i report:

- a) Comunicazioni societarie pubblicate periodicamente sul sito della società o sul calendario degli eventi societari di Borsa Italiana, principalmente le Relazioni semestrali, le comunicazioni trimestrali o l'approvazione dei Bilanci;
- b) Particolari eventi che sono intervenuti dal momento della quotazione della società come, a titolo di esempio, acquisizioni, accordi con paesi esteri, apertura impianti, e altro (eventi che principalmente si registrano per le imprese con dimensioni maggiori e operanti in settori industriali e automobilistici)⁶;
- c) Eventi riguardanti le società che gli stessi analisti hanno citato nella stesura del report.

In terzo luogo, è stato ulteriormente suddiviso il campione per poter prendere in considerazione, oltre ai semplici livelli di raccomandazione, i cambiamenti di raccomandazione intervenuti nel corso della *coverage* da parte dell'analista, distinti in *upgrade* e *downgrade*.

Un determinante accorgimento che è stato applicato all'analisi, e che ha messo in evidenza le caratteristiche del campione, risulta essere l'eliminazione da parte del modello utilizzato delle serie storiche dei prezzi limitatamente liquide. Il campione preventivamente selezionato e inserito nel modello di 1.015 report è stato in tal modo ridotto a 829 report analizzabili. L'applicazione di tale accorgimento ha il pregio di non essere mai stata

⁶La fonte da cui sono state reperite le informazioni su tali eventi è l'Archivio Radiocor del Sole 24 Ore, <http://archivio-radiocor.ilsole24ore.com/>

utilizzata nelle ricerche precedenti e registra l'evidenza comunemente nota di una limitata liquidità del mercati delle small cap.

Il primo importante risultato si registra in merito alla presenza di CAR statisticamente significativi in corrispondenza della event window centrata sulla report date [-1; +1] per i soli giudizi di tipo Positive (0,52%). Non è stata invece registrata significatività statistica per i giudizi Neutral e Negative in detta finestra centrata sulla data dell'evento. Tuttavia, rendimenti anomali cumulati sono registrati per i giudizi Neutral (-1,31%) in *event windows* più ampie come quella [-5; +5]. Un elemento interessante rispetto a tale analisi è la presenza di CAR statisticamente significativi (0,45%) nella finestra asimmetricamente centrata sulla report date [-1, 0], riconducibile alla possibile fuga di notizie o indiscrezione nel giorno precedente alla pubblicazione del report.

Tab. 4 - I rendimenti anomali cumulati per l'intero campione

Event windows	Positive	Neutral	Negative
[-5; +5]	1,02% (0,009347) 52,79%	-1,31% (0,067456) 43,95%	-1,77% (0,268894) 46,38%
[-1; +1]	0,52% (0,016098) 51,79%	-0,38% (0,469442) 44,76%	-0,83% (0,314630) 40,58%
[-1; 0]	0,45% (0,010170) 50,80%	-0,46% (0,312940) 43,55%	-0,10% (0,838797) 40,58%
[0; +1]	0,33% (0,057263) 50,60%	-0,20% (0,553899) 43,95%	-1,48% (0,013008) 36,23%

Il campione è stato poi ristretto in considerazione dei possibili *confounding events* che potrebbero alterare o influenzare l'impatto della pubblicazione della raccomandazione sulla serie storica dei prezzi azionari. In tale sotto-campione, risulta confermata la significatività dei rendimenti anomali cumulati dei soli giudizi *Positive* (0,60%) nella finestra centrata sull'evento [-1; +1], in linea con l'evidenza empirica passata. Ma un elemento di rottura con le precedenti ricerche è rappresentato dalla presenza di rendimenti anomali cumulati significativi e del segno atteso (negativo) per le raccomandazioni *Negative* (-1,50%) nella finestra centrata sull'evento [-1; +1]. Nonostante la significatività dei CAR per tali giudizi risulti parzialmente compromessa dalla limitata numerosità del campione (solo 69 di 819 sono *Negative Recommendations*), è stato scelto di riportare il risultato per dimostrare la tendenza generale dei giudizi negativi ad avere un impatto negativo sui corsi azionari. Inoltre tale risultato può essere ricondotto al repentino intensificarsi dei giudizi negativi a partire dalla crisi finanziaria del 2007-2008. I giudizi di tipo *Negative*, come osservato nel paragrafo precedente, sono aumentati dal 2007 al 2008 di circa il 90%, restando tuttavia poco rappresentativi dell'intero campione dei report.

Tab. 5 - I rendimenti anomali cumulati per il sotto-campione dei No confounding events

Event windows	Positive	Neutral	Negative
[-5; +5]	1,58% (0,003847) 52,33%	-0,57% (0,611952) 42,76%	-2,04% (0,207255) 42,0%
[-1; +1]	0,60% (0,022608) 50,0%	-0,67% (0,462789) 43,45%	-1,50% (0,087827) 36,0%
[-1; 0]	0,28% (0,191190) 47,67%	-0,49% (0,525822) 40,69%	-0,85% (0,256374) 36,0%
[0; +1]	0,51% (0,013800) 53,0%	-0,47% (0,450809) 43,45%	-1,71% (0,023117) 34,0%

Ulteriori approfondimenti sono poi stati svolti all'interno dell'analisi spostando l'attenzione sui cambiamenti e le revisioni di raccomandazione contenuti nel report. L'analisi sull'intero campione di report studiati ha restituito un segnale positivo per i soli *upgrade*. I CAR relativi a revisioni positive dei giudizi dell'analista sono statisticamente significativi (2,26%) nell'*event window* centrata sull'evento [-1; +1] e sulla quasi totalità delle finestre studiate. Non sono stati invece rilevati CAR statisticamente significativi per i *downgrade* nelle *event windows* selezionate. La situazione non cambia per il sotto-campione che tiene in considerazione i *confounding events*, dove si registrano CAR statisticamente significativi per le sole raccomandazioni contenenti *upgrade* di giudizio (1,93%). Questo risultato deve essere considerato alla luce della numerosità del campione, per cui i giudizi *unchanged* rappresentano più dell'80% del numero intero di report appartenenti al sotto-campione, mentre gli *upgrade* e i *downgrade* rappresentano rispettivamente il 5% e il 7%.

Tab. 6 - I rendimenti anomali cumulati calcolati per il campione delle revisioni di raccomandazione.

Event windows	Upgrade	Unchanged	Downgrade
[-5; +5]	2,08% (0,103728) 52%	0,61% (0,120101) 49,31%	-0,49% (0,536190) 38,89%
[-1; +1]	1,93% (0,041484) 56,0%	0,04 (0,504274) 46,53%	-1,15% (0,311601) 44,44%
[-1; 0]	1,49% (0,039836) 56,0%	-0,11% (0,989097) 43,06%	-1,15% (0,567488) 58,33%
[0;+1]	2,06% (0,027365) 68,0%	0,09% (0,445122) 48,84%	-2,31% (0,058183) 30,56%

La presente analisi è stata svolta derivando i parametri del *market model* non solo dall'indice di mercato FTSE Italia, ma anche da un indice più rappresentativo del campione di limitate dimensioni, il FTSE Italia Small Cap. Tuttavia non sono state rilevate differenze nella stima dei CAR sia in termini di segno sia in termini di intensità dell'effetto.

Per concludere, l'analisi svolta sui rendimenti anomali cumulati nel presente lavoro ha confermato i più rilevanti risultati proposti in passato. In corrispondenza della *report date* sono stati registrati CAR positivi e statisticamente significativi dello 0,52% per i giudizi *Positive*, mentre nessun CAR significativamente diverso da zero è stato registrato nella finestra $[-1; +1]$ per le altre categorie di giudizio. Lo stesso risultato è confermato dal sotto-campione caratterizzato dalla rimozione di possibili *confounding events*, per cui si registrano CAR per i giudizi positivi dello 0,60% statisticamente significativi. Un punto di rottura con le ricerche precedenti può essere ricondotto alla presenza di rendimenti anomali cumulati significativi per le raccomandazioni di tipo *Negative* (-1,50%) nella finestra centrata sull'evento $[-1; +1]$ che, nonostante il limitato numero di report negativi all'interno del campione, ci permette di riconoscere un impatto negativo sui prezzi dei titoli soggetti ad una negativa opinione dell'analista.

4. Conclusioni

Dato il ruolo di primaria importanza giocato dagli analisti finanziari nell'elaborazione delle informazioni fornite dalle società quotate in Borsa e nell'emissione di un giudizio di investimento, l'analisi empirica svolta nel presente lavoro ha l'intento di valutare se e con che intensità le ricerche e gli studi prodotti dagli analisti emettono una nuova e rilevante informazione al mercato. Si analizza infatti l'impatto dell'emissione di tre categorie di giudizi (*Positive, Neutral e Negative Recommendations*) sui prezzi dei titoli, passando per il calcolo dei rendimenti anomali cumulati associati alla pubblicazione dei report. Il lavoro si occupa di analizzare la reazione del mercato rispetto all'emissione di 1.015 report, elaborati rispetto a 29 società a bassa capitalizzazione ammesse a quotazione sull'MTA tra il 1° Gennaio 2003 e il 31 Dicembre 2013. I giudizi di tipo *Positive* rappresentano più del 60% dell'intero campione, confermando la tendenza degli analisti, ampiamente confermata dalla letteratura, ad emettere per lo più giudizi ottimistici.

La metodologia utilizzata in questa analisi è quella dell'Event Study, la medesima impiegata dai precedenti studi italiani sull'argomento. Tale metodologia consente di stimare i *Cumulative Abnormal Returns* osservabili per ogni finestra temporale strettamente centrata sulla cosiddetta report

date oppure più ampia rispetto a tale data. L'impatto dei report sui corsi azionari delle small cap italiane è stato stimato dapprima sull'intero campione, per ogni categoria di giudizio, e in secondo luogo selezionando le sole date non affette da *confounding events*, eventi la cui presenza potrebbe influenzare l'andamento normale dei titoli in questione. L'analisi è stata poi riproposta per il sotto-campione che comprende la variazioni di giudizio da parte dell'analista nel corso della copertura della società.

I maggiori risultati ottenuti confermano che i report degli analisti finanziari relativi producono effetti degni di nota sui prezzi azionari delle società di piccole dimensioni. Per l'intero campione si registrano CAR positivi e statisticamente significativi per i giudizi *Positive* nella event window centrata sull'evento $[-1; +1]$ sia nel campione comprendente la totalità dei report sia in quello che esclude i *confounding events* (rispettivamente 0,52% e 0,60%). Nel campione che include la totalità dei report presi in considerazione nell'analisi, i giudizi *Neutral* e *Negative* non risultano essere statisticamente significativi e non risulta di conseguenza che abbiano un impatto rilevante sull'andamento dei prezzi. Un tale risultato deve essere interpretato alla luce della distribuzione dei giudizi nel campione, per cui si osserva una netta prevalenza di giudizi *Positive*. Tuttavia, in contrasto con quanto stimato nelle passate ricerche, nel sotto-campione dei *no confounding events* i CAR relativi ai giudizi *Negative* nella sola finestra centrata sull'evento $[-1; +1]$ risultano statisticamente significativi e del segno atteso (-1,50%). Il risultato può essere adeguatamente spiegato con l'intensificarsi dei giudizi di tipo *Negative* negli anni che hanno seguito la crisi finanziaria. Infine sono stati rilevati CAR statisticamente significativi in corrispondenza delle sole variazioni positive di giudizio, gli *Upgrade*, mentre nessuna significatività è stata registrata per i CAR nel caso di *Downgrade*.

L'informazione contenuta nelle raccomandazioni di investimento sembra dunque avere un valore per il mercato e per gli investitori che vi operano all'interno. Tuttavia, è opportuno sottolineare alcuni limiti dell'analisi svolta in questa sede in modo da comprendere come essi possano essere attenuati e superati in una futura ricerca. I primi limiti sono quelli riconducibili alla metodologia stessa d'analisi. L'Event Study trova il suo fondamento teorico nell'assunzione di ipotesi di efficienza dei mercati, assenza di "rumors" legati all'evento e assenza di eventi, diversi dall'evento studiato, che possano "contaminare" l'analisi. Il presente studio ha tentato in primo luogo di eliminare le serie storiche dei prezzi per cui in media non si è registrata alcuna variazione in ogni settimana di negoziazione, e in secondo luogo, di eliminare i possibili *confounding events* costruendo un sotto-campione che riducesse il rischio di contaminazione. Tuttavia, la presenza di "rumors" è di più complicato controllo e, nell'analisi svolta, è stata assunta l'assenza di fughe di notizie riguardo ai contenuti dei report,

le quali oltretutto rappresenterebbero un caso di violazione della normativa Consob sulla trasmissione dei report ai clienti e contestualmente all'ente di vigilanza.

Per quanto riguarda i limiti riconducibili alla costruzione del dataset, l'impatto dei report sull'andamento dei prezzi azionari è stato stimato sull'intero campione e sul campione dei no confounding events per ognuna delle tre categorie di giudizio (Positive, Neutral e Negative Recommendations). Nel presente lavoro, la classificazione dei giudizi è stata ricondotta a tali categorie, anche se semplificando la più complessa classificazione dei giudizi espressi dagli analisti nel corso della stesura dei propri report. A titolo di esempio, i giudizi di natura più moderata quali *Outperform*, *Add*, *Underperform* o *Reduce* sono stati considerati nel presente lavoro dei giudizi rispettivamente di tipo *Positive* e *Negative*, alla stregua delle raccomandazioni *Buy* e *Sell*. A livello internazionale sono comunemente utilizzate differenti terminologie e delle scale di classificazione più ampie, che comprendono sino a 8 livelli di giudizio. La futura ricerca avrà quindi il compito di estendere l'analisi svolta sui report riguardanti le sole società small cap ad una scala di giudizi più articolata di quella a tre categorie presa in considerazione nel presente lavoro, per garantire così un confronto internazionale.

Un interessante estensione del lavoro potrebbe poi focalizzare il campo dell'indagine alle imprese presenti su AIM Italia-Mercato Alternativo del Capitale, il mercato di Borsa Italiana appositamente dedicato alle piccole e medie imprese. Un'analisi di questo tipo potrà essere svolta in futuro solo a seguito di un'intensificarsi della copertura da parte degli analisti nei confronti delle imprese quotate su tale mercato, dato che, ad oggi, il numero di imprese coperte risulta essere ancora contenuto (solo 9 delle 38 imprese attualmente quotate sui AIM Italia è oggetto di studi da parte degli analisti finanziari).

Infine, è auspicabile che la presente analisi sia ampliata alla totalità delle piccole e medie imprese quotate e appartenenti all'indice FTSE Italia Small Cap al fine di verificare se i risultati ottenuti possano essere estesi a tutte le società o siano distintivi di quelle oggetto di offerta pubblica iniziale.

Per concludere, il lavoro ha dimostrato che i report emessi dagli analisti finanziari e contenenti una particolare raccomandazione di investimento hanno un valore per gli investitori. Si conferma quindi la rilevanza del contributo dell'informazione derivata nella trasmissione delle informazioni al mercato, in modo particolare per le Pmi i cui vincoli informativi sono più difficili da superare rispetto ad altre imprese. Tale informazione può dunque essere veicolata al mercato al fine di ridurre le asimmetrie che tipicamente caratterizzano le imprese di piccole dimensioni quotate o che intendono quotarsi nel mercato italiano, e garantendo un migliore accesso

al mercato dei capitali. Perché questo scopo sia garantito si rende necessaria un'ampia e adeguata copertura da parte degli analisti finanziari nei confronti di questa particolare categoria di imprese, fortemente rappresentativa del contesto imprenditoriale italiano.

Musetti Cristina
Università degli Studi Roma Tre
musetti.cristina@gmail.com

Riassunto

Il case study conduce un'indagine sugli effetti che le raccomandazioni di investimento contenute in 1.015 report di analisti finanziari hanno sui prezzi azionari di 29 Pmi, caratterizzate da limitata capitalizzazione e ammesse sull'MTA tra il 2003 e il 2013. Gli effetti sono stati esaminati mediante un *Event Study* che studiasse i *Cumulative Abnormal Returns* associati a diverse finestre temporali più o meno centrate sulla *report date*, data di pubblicazione dei report. I risultati dell'analisi mostrano che tali effetti esistono e variano in corrispondenza di diversi sottocampioni e rispetto a diverse tipologie di raccomandazione.

Abstract

The case study conducts a survey on the effects of investment recommendations contained in 1.015 financial analyst's reports on stock prices of 29 SMEs, characterized by limited capitalization and admitted to listing on the MTA between 2003 and 2013. The effects were examined through an *Event Study* that studies the *Cumulative Abnormal Returns* associated with different event windows around the *report date*, the publication date of the reports. The analysis's results show that these effects exist and vary across sub-sample and with respect to different recommendation's categories.

Classificazione JEL: G14, G24

Parole chiave (Keywords): Pmi, small caps, raccomandazioni di investimento, report degli analisti finanziari, Event Study (SME, small caps, investment recommendations, financial analyst's reports, Event Study)

Bibliografia

Belcredi M., Bozzi S. e Rigamonti S. (2003), "The impact of research reports on stock prices in Italy", working paper Università Cattolica del S.Cuore Milano.

Boehmer E., Masumeci J., Poulsen A. (1991), "Event-study methodology under conditions of event-induced variance", *Journal of Financial Economics*, vol.30(2), p.253-272.

Branciarri S. (2004), *La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari*, Franco Angeli editore.

Cavezzali E., Cervellati E. M., Pattitoni P., Rigoni U. (2011), "Report degli analisti e impatto delle variazioni delle raccomandazioni e dei target price: evidenze sul mercato italiano", *Rivista Bancaria*.

Cervellati E. M., Della Bina A. C.F., Giulianelli S. (2005), "Il valore dell'informazione prodotta dagli analisti finanziari. La reazione del mercato azionario italiano ai cambi di raccomandazione", *Banca Impresa e Società*, vol.24(2), p.175-210.

Guagliano G., Linciano N., Magistro Contento C. (2013), "The impact of financial analyst reports on small caps prices in Italy", *Quaderno di Finanza Consob*.

MacKinlay, A. C. (1997), "Event studies in economics and finance", *Journal of economic literature* vol.35(1), p.13-39.

McWilliams A., Siegel D. (1997), "Event studies in management research: Theoretical and empirical issues", *Academy of management journal*, vol.40(3), p.626-657.