

REPORT DEGLI ANALISTI E IMPATTO DELLE VARIAZIONI DELLE RACCOMANDAZIONI E DEI *TARGET PRICE*: EVIDENZE SUL MERCATO ITALIANO

ELISA CAVEZZALI*, ENRICO MARIA CERVELLATI**,
PIERPAOLO PATTITONI***, UGO RIGONI****

Sintesi

In questo lavoro esaminiamo la reazione del mercato a seguito della pubblicazione dei report emessi dagli analisti finanziari sulle società quotate in Italia contenenti un cambio di raccomandazione o di *target price*. I risultati mostrano come la reazione sia negativa in caso di *downgrade* e positiva in caso di *upgrade*, sia per i cambi di raccomandazione che di *target price*. La reazione è maggiore in valore assoluto per i *downgrade* piuttosto che per gli *upgrade*. Inoltre, quando i report riportano sia un cambio di raccomandazione sia un cambio di *target price*, la reazione è intensificata in caso di doppio *upgrade* o doppio *downgrade*. Nei casi in cui la direzione della revisione di raccomandazione è opposta a quella del *target price*, invece, i risultati suggeriscono che a prevalere sia l'informazione contenuta nel cambio di raccomandazione.

Analysts' Reports and the Impact of Recommendation Changes and Target Price Variations: Evidences on the Italian Market - Abstract

In this paper, we examine the market reaction to the publication of reports issued by financial analysts on companies listed in the Italian Stock Exchange and containing a change of recommendation or in the target price. The results show that the market reaction is negative in case of downgrade, while it is positive following an upgrade, both for the changes

* Università Ca' Foscari, Dipartimento di Management: Fondamenta San Giobbe 873 Cannaregio – 30121, Venezia; Cass Business School, City University London; tel: +39 041 2348770; email: elisa.cavezzali@unive.it.

** Università di Bologna, Dipartimento di Scienze Aziendali: Via Capo di Lucca, 34 – 40126, Bologna; tel: +39 051 2098103; Luiss Guido Carli Roma; email: enrico.cervellati@unibo.it; ecervellati@luiss.it.

*** Università di Bologna, Dipartimento di Scienze Aziendali: Via Capo di Lucca, 34 – 40126, Bologna; tel: +39 051 2098103; The Rimini Centre for Economic Analysis (RCEA), Rimini; email: pierpaolo.pattitoni@unibo.it.

**** Università Ca' Foscari, Dipartimento di Management: Fondamenta San Giobbe 873 Cannaregio – 30121, Venezia; tel: +39 041 2348770; Scuola di Studi Avanzati Venezia; email: rigons@unive.it.

of recommendation or target price. The reaction is greater in magnitude for downgrades than for upgrades. Furthermore, when the reports contain both a change of recommendation and a change of target price, then the market reaction is more intense in case of double upgrade, or double downgrade. When, instead, the direction of the change of recommendation is different from the one followed by the change of target price, then the information contained in the change of recommendation prevails.

JEL Classification: G14; G24; M41

Parole chiave: analisti finanziari, metodi di valutazione, reazione del mercato, content analysis, comportamenti naïve

Keywords: security analysts; valuation methods; market reaction; content analysis; naïve behaviors.

Sommario:

1. Introduzione. 2. Rassegna della letteratura. 3. Descrizione del dataset. 4. Metodologia di ricerca. 5. Risultati empirici 5.1. La reazione di mercato ai cambi di raccomandazione. 5.2. La reazione di mercato ai cambi di target price. 5.3. Le interazioni tra cambi di raccomandazione e di target price. 6. Conclusioni. Bibliografia

1. Introduzione

L'evolversi di sistemi finanziari sempre più orientati al mercato ha fatto emergere l'esigenza che le informazioni riguardanti la qualità degli emittenti siano il più possibile condivise. La determinazione delle scelte degli investitori è sempre più influenzata dalla cosiddetta "informativa derivata", rilasciata dalle società e intermediata da operatori specializzati quali, ad esempio, gli analisti finanziari. La funzione economica di questi professionisti è quella di ridurre le asimmetrie informative esistenti nei mercati. Gli analisti elaborano le informazioni che le società forniscono loro al fine di valutare il valore dell'azienda seguita e di determinare un prezzo obiettivo (*target price*) per le sue azioni. Confrontando tale prezzo con quello corrente di mercato, ma anche analizzando altre variabili di interesse, gli analisti identificano una eventuale sovra/sottovalutazione ed emettono di conseguenza una raccomandazione sintetica d'investimento. Le valutazioni e i giudizi, diffusi dagli analisti attraverso la pubblicazione dei report, indirizzano le scelte degli investitori. Come dimostrato da numerosi studi in letteratura, infatti, l'output dei report arricchisce la base informativa a disposizione dei soggetti che operano sul mercato, fornendo dei segnali relativi alle società analizzate.

Gli analisti finanziari pubblicano grandi quantità di studi che riportano l'analisi prospettica e la valutazione delle principali società quotate in Borsa. Anche a seguito dei più recenti scandali finanziari, l'attenzione degli studiosi si è concentrata sull'attività di diffusione degli studi emessi da questi intermediari dell'informazione. Il presente lavoro s'inserisce in questo filone di ricerche e analizza il valore del contenuto informativo di sintesi dei report degli analisti finanziari, verificando come i cambiamenti nei *target price* e nelle raccomandazioni di investimento influenzano il mercato.

L'attività degli analisti è regolata dalla direttiva comunitaria nota come *Market Abuse*¹, che disciplina obblighi di *disclosure* e di trasparenza, so-

1 L'art. 9 della legge n. 62 del 18 aprile 2005 (la legge comunitaria 2004) ha disposto il recepimento della direttiva 2003/6/CE sugli abusi di mercato (c.d. Market Abuse), apportando una serie di modifiche al D. Lgs. n. 58/98 (c.d. Testo Unico della Finanza, TUF).

prattutto con riferimento agli elementi di sintesi delle valutazioni condotte, quali previsioni, *target price* e raccomandazioni di investimento. Tuttavia, il mercato italiano ha una caratteristica particolare che lo contraddistingue rispetto ad altri contesti in quanto il cosiddetto “regolamento emittenti”² obbliga gli analisti finanziari a trasmettere i report emessi alla Consob il giorno stesso in cui vengono pubblicati (*report date*) ed entro sessanta³ giorni da tale data a Borsa Italiana S.p.A. che li rende liberamente disponibili sul suo sito internet (*public access date*).

Questa peculiarità regolamentare ha permesso di raccogliere i dati relativi a raccomandazioni d’investimento e *target price* direttamente dai report redatti dagli analisti. Il dataset su cui è stata condotta l’indagine è pertanto più attendibile rispetto agli esistenti database commerciali e quest’aspetto conferisce una maggior validità ai risultati raggiunti. Come è stato dimostrato anche da un recente lavoro di Ljungqvist *et al.* (2009), i database commerciali comunemente impiegati nelle ricerche sugli analisti finanziari (ad esempio I/B/E/S) spesso forniscono informazioni poco precise e scarsamente attendibili. Se da un lato questa scelta ha ristretto l’analisi alle società italiane, dall’altro ha permesso un’indagine più approfondita e dettagliata rispetto a quanto sarebbe stato possibile utilizzando database commerciali.

Per costruire il dataset, sono stati raccolti tutti i 25.422 report disponibili sul sito di Borsa Italiana, emessi da intermediari finanziari e banche d’investimento nel periodo compreso tra settembre 1999 ad aprile 2009. Considerando solo i cambi di raccomandazione e di *target price*, che costituiscono l’oggetto dell’analisi, il dataset finale comprende 2.811 report emessi da 57 intermediari su 226 società. Questo approccio estensivo di raccolta dei report ha consentito, da un lato, di raggiungere un’elevata numerosità di dati analizzati e, dall’altro lato, di svolgere un’indagine ad ampio respiro, coprendo un orizzonte temporale di quasi dieci anni.

I risultati ottenuti confermano in primo luogo quanto già ottenuto dagli studi precedenti che hanno analizzato i principali mercati mondiali, compreso quello italiano: sia la raccomandazione che il *target price* hanno un contenuto informativo rilevante per il mercato, che reagisce significativamente quando essi sono rivisti dagli analisti e in modo ancor più accentuato quando le revisioni sono negative. In secondo luogo, quanto trovato contribuisce a comprendere meglio l’importanza relativa dei due tipi di revisione, di-

2 Regolamento di attuazione del TUF, concernente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato. In particolare, la disciplina sulle “raccomandazioni” è normata dagli articoli 69 – 69-novies, capo II, sezione II.

3 See Berry and Tamer, 2006, Cerasi *et al.* 2010, Montesano, 2009.

mostrando che, a parità di altre condizioni, l'impatto delle revisioni della raccomandazione appare più rilevante di quello del *target price*. Ciò è ragionevole perché la raccomandazione è la sintesi di un insieme più ricco e articolato di considerazioni di quanto non possa essere il *target price*.

2. Rassegna della letteratura

Negli ultimi decenni, l'attività degli analisti finanziari è stata oggetto di numerose ricerche empiriche da parte della comunità scientifica sia nazionale, sia internazionale. Molti studi si sono concentrati sull'impatto che la divulgazione delle informazioni contenute nei report degli analisti ha sul mercato. È stato, infatti, evidenziato come le previsioni degli analisti siano "price-informative": la pubblicazione di previsioni, raccomandazioni, target price, e loro variazioni, ha un impatto rilevante sui prezzi di mercato. Stickel (1995) dimostra come i report che contengono un cambio di raccomandazione, piuttosto che una mera reiterazione del giudizio precedente, veicolano un maggiore contenuto informativo e hanno dunque più valore. Fra questi, quelli più estremi (*added-to-buy* o *addedto-sell*) fanno registrare l'impatto più significativo sul mercato (Womack, 1996). Per questo motivo, si è deciso in questo studio di focalizzare l'analisi sui soli studi contenenti un cambio di raccomandazione.

Lys e Sohn (1990) mostrano come le previsioni dei singoli analisti siano *price informative* anche quando precedute da altri tipi di *disclosure*, comprese le revisioni di previsioni di altri analisti.

Francis e Soffer (1997) trovano che le reazioni di mercato dipendono congiuntamente dai cambiamenti di previsione degli utili e dalle raccomandazioni d'investimento degli analisti. Jurgens (2000), analizzando il valore delle sole raccomandazioni d'investimento, riscontra che queste hanno un impatto tanto sui rendimenti giornalieri, quanto su quelli intragiornalieri, tenuto anche conto di altre notizie pubbliche concomitanti. I risultati suggeriscono, inoltre, che i report degli analisti sono ben più "informativi" rispetto a quanto lo siano altre notizie pubbliche.

Gleason e Lee (2000) registrano reazioni di mercato anche dopo il cambiamento di previsione sugli utili, per i due anni successivi. Ditmar et al. (2007) interpretano questi andamenti come fenomeni di *underreaction*⁴ alle informazioni contenute nelle revisioni. Elgers et al. (2001) riscontrano

⁴ Secondo la teoria dei mercati efficienti, questi dovrebbero recepire immediatamente le nuove informazioni disponibili. Tuttavia, l'evidenza sull'*underreaction* mostra come gli investitori sotto-reagiscano, ossia la loro reazione iniziale risulta incompleta e non si esaurisce istantaneamente, ma perdura per un certo lasso temporale. Questa sotto-reazione potrebbe essere spiegata dal fatto che nel predire il futuro le persone rimangono ancorate a evidenze passate e pertanto reagiscono lentamente alle novità (Hong e Stein, 1999).

invece una reazione ritardata dei prezzi alle previsioni sugli utili. Il risultato è più evidente nel trimestre successivo all'annuncio degli utili, in particolar modo per le imprese con scarsa copertura da parte degli analisti. Brav e Lehavy (2003) indagano sulla reazione di mercato alla pubblicazione di cambiamenti nei *target price*. Gli autori riscontrano che i *target price* sono informativi sia singolarmente, sia quando si accompagnano a cambiamenti di raccomandazione o di altre previsioni.

Altri contributi sono invece specificatamente rivolti all'analisi del mercato italiano. Lo studio di Belcredi et al. (2003) riscontra una marcata reazione di mercato ai cambiamenti di raccomandazione che avviene anche anticipatamente alla data di pubblicazione del report. Coerentemente con quanto riscontrato nel caso statunitense (Frankel et al., 2002), Barucci et al. (2005) evidenziano che il mercato reagisce in modo asimmetrico alla pubblicazione degli studi societari e, in particolare, la reazione è più accentuata in corrispondenza a raccomandazioni negative. I risultati di questi studi appaiono in contraddizione con quanto riscontrato da Jegadeesh e Kim (2006) in un confronto internazionale tra i Paesi del G7 nel quale sembra che non vi sia alcuna reazione sul mercato azionario italiano ai cambi di raccomandazione degli analisti finanziari. Tuttavia, la peculiare regolamentazione italiana che ha creato il sistema a “doppia data” potrebbe essere la causa di questa apparente contraddizione tra i risultati dei confronti internazionali e quelli trovati dai ricercatori italiani. Mentre questi ultimi si basano sull'analisi dei report disponibili sul sito internet di Borsa Italiana, gli studi di autori stranieri utilizzano database commerciali che non sembrano tenere conto di questa doppia data. Dato che il mercato non reagisce alla mera pubblicazione ritardata in internet dei report, ma prima, a seguito della loro pubblicazione, è possibile che i risultati degli studiosi stranieri si basino su una data che non coincide con la *report date*, ma con la *public access date* o comunque con una data diversa, e che dunque non trovino alcuna reazione del mercato⁵.

3. Descrizione del dataset

In questo lavoro utilizziamo un dataset proprietario costruito tramite l'analisi dei report emessi dagli analisti finanziari sulle società quotate nel mercato azionario italiano. Il dataset include tutti i 25.422 report disponibili sul sito di Borsa Italiana S.p.A. emessi da intermediari finanziari e banche

⁵ La prima analisi della reazione del mercato italiano a seguito della *report date* e della *public access date* è di Belcredi et al. (2003).

d'investimento nel periodo compreso tra settembre 1999 ad aprile 2009. Come si accennava, le informazioni necessarie a costituire il dataset sono state dedotte da un'analisi dettagliata dei report e non da un semplice utilizzo dei dati contenuti in database commerciali, che in alcuni casi si sono rilevati inattendibili. Considerando solo i cambi di raccomandazione e di *target price*, il dataset finale comprende 2.811 report emessi da 57 intermediari su 226 società. Si riscontra un elevato livello di concentrazione sia dal lato degli intermediari sia da quello delle società oggetto di studio: il 10% degli intermediari più attivi produce circa il 50% degli studi, mentre il primo 10% delle società (quelle maggiormente capitalizzate) riceve circa il 40% degli studi. Dei 2.811 cambi di raccomandazione analizzati, 1.481 (52,7%) sono *downgrade* e 1.330 (47,3%) *upgrade* (Tabella 1, Parte A).

Tabella 1 - Cambi di raccomandazione e di *target price*

Parte A - Cambi di raccomandazione	Numero	%
<i>Downgrade</i>	1.481	52,7
<i>Upgrade</i>	1.330	47,3
Totale	2.811	100

Parte B - Cambi di <i>target price</i>	Numero	%
<i>Downgrade</i>	565	47,5
<i>Upgrade</i>	624	52,5
Totale	1.189	100

Se da un lato si nota una equa distribuzione tra *downgrade* e *upgrade* della raccomandazione nel periodo considerato, si deve sottolineare che tra i primi solo 118 (l'8% dei *downgrade*) sono cambi verso la classe estrema *sell* (*added-to-sell*), mentre ben 612 (il 46% degli *upgrade*) sono *upgrade* verso la classe *buy* (*added-to-buy*). Considerando solo le variazioni estreme di giudizio, si nota come i *downgrade* che portano alla raccomandazione estrema di vendita siano numericamente limitati, a dimostrazione del generalizzato livello di "ottimismo" che si riscontra tipicamente nell'analisi dei report degli analisti.

I report che prevedono anche un cambio di *target price* sono 1.189 (Tabella 1, Parte B), un sotto-insieme dunque di quelli analizzati. È, infatti, possibile che un report contenga un cambio di raccomandazione, ma che il *target price* non vari. Il motivo risiede nel fatto che la raccomandazione si basa sul confronto tra prezzo corrente e prezzo obiettivo. Se il primo varia, mentre il secondo rimane invariato, è possibile che l'analista cambi la

propria raccomandazione. La variazione percentuale tra *target price* e prezzo corrente rappresenta, infatti, il rendimento implicito del titolo se al termine dell'orizzonte di valutazione (tipicamente un anno) il prezzo di mercato corrisponde al *target price* previsto. Anche per quanto concerne i cambi di *target price*, si segnala una sostanziale simmetria nelle variazioni: 565 (il 47,5% del totale) sono *downgrade* e 624 (52,5%) *upgrade*.

Considerando la distribuzione congiunta dei cambi di raccomandazione e di *target price*, si osserva nella maggior parte dei casi una coerenza tra la direzione del cambio di raccomandazione e quella della variazione di *target price*. Tuttavia in alcuni casi vi è incoerenza tra le due: in 117 casi si riscontra, infatti, un *downgrade* nel *target price*, ma un *upgrade* nella raccomandazione (cella in basso a sinistra nella Tabella 2, parte A), mentre in 166 report (cella in alto a destra nella Tabella 2, parte A) avviene il contrario (*upgrade* nel *target price* e *downgrade* nella raccomandazione).

Tabella 2 - Interazione cambi di raccomandazione e di *target price*

Parte A	Numero cambi di <i>target price</i>		
	<i>Downgrade</i>	<i>Upgrade</i>	Totale
Numero cambi di raccomandazione			
<i>Downgrade</i>	448	166	614
<i>Upgrade</i>	117	458	575
Totale	565	624	1.189

Parte B	% cambi di <i>target price</i>		
	<i>Downgrade</i>	<i>Upgrade</i>	Totale
% cambi di raccomandazione			
<i>Downgrade</i>	37,7	14	51,6
<i>Upgrade</i>	9,8	38,5	48,4
Totale	47,5	52,5	100

Le 283 osservazioni in cui il cambio di raccomandazione va in direzione opposta rispetto alla variazione di *target price* rappresentano il 23,8% dei report analizzati: nel 9,8% dei casi, infatti, si ha un *upgrade* nella raccomandazione e un *downgrade* nel prezzo obiettivo, mentre nel 14% dei report si osserva la situazione opposta. Queste evidenze sembrano suggerire una situazione di incoerenza tra l'indicazione fornita dal cambio di raccomandazione e quella suggerita della variazione di *target price*, che tuttavia è solo apparente. È utile ricordare che la raccomandazione dipende dal confronto tra prezzo corrente e prezzo obiettivo. Se è possibile che al variare del prezzo corrente il *target price* rimanga invariato (e dunque cambi solo la raccomandazione), spesso a variazioni del prezzo di mercato

corrispondono cambi anche nel prezzo obiettivo⁶. Ad esempio, se il prezzo corrente di mercato scende è possibile che l'analista diminuisca il *target price*, ma meno che proporzionalmente rispetto al calo del prezzo corrente, giustificando un *upgrade* della raccomandazione. Se al contrario il prezzo di mercato aumenta, ma l'analista decide di aumentare il prezzo obiettivo meno che proporzionalmente, si avrebbe un *upgrade* nel *target price* e un simultaneo *downgrade* nella raccomandazione.

4. Metodologia di ricerca

Per misurare la reazione di mercato ai cambi di raccomandazione e di *target price*, utilizziamo una tradizionale metodologia *event study* di breve periodo. In linea con Asquith et al. (2005), definiamo il rendimento anomalo a seguito di un evento come differenza tra il rendimento percentuale del titolo e quello del mercato⁷. I rendimenti anomali medi calcolati per ogni evento sono utilizzati, in seguito, come variabile dipendente nell'analisi di regressione.

In un primo momento, si analizza la reazione di mercato a seguito di cambi di raccomandazione. Si definiscono con R_d e R_u due variabili *dummy* che assumono il valore 1 rispettivamente in caso di *downgrade* e di *upgrade*. Il primo modello di regressione può essere formalizzato come segue:

$$AR_i = \alpha_1 R_{d_i} + \alpha_2 R_{u_i} + \varepsilon_i \quad (1)$$

dove α_1 e α_2 sono, rispettivamente, il rendimento anomalo medio in caso di *downgrade* e *upgrade*. Dato che i *downgrade* rappresentano una notizia negativa e gli *upgrade* una positiva, ci si aspetta che $\alpha_1 < 0$ e $\alpha_2 > 0$. Inoltre, coerentemente con precedenti studi, ci si attende che il primo coefficiente sia maggiore in livello assoluto del secondo: $|\alpha_1| > |\alpha_2|$.

Per approfondire l'analisi, si verifica se la reazione del mercato sia legata all'intensità della revisione. A questo scopo, si considerano quattro variabili *dummy*, AtS , AtB , IR_d e IR_u , acronimi di *Added-to-Sell*, *Added-to-Buy*, *Intermediate Recommendation downgrade* e *Intermediate Recommendation*

6 A tale proposito, si veda l'analisi del caso British Petroleum (BP) contenente il confronto tra variazioni di *target price* e di raccomandazioni a seguito dell'incidente nel Golfo del Messico del 20 aprile 2010 (Shefrin e Cervellati, 2011).

7 Esistono ovviamente modelli più sofisticati per calcolare i rendimenti anomali. A questo proposito, come controllo di robustezza, abbiamo utilizzato anche il *market model* per determinare la componente normale dei rendimenti. Tuttavia, coerentemente con le precedenti evidenze nella letteratura sugli *event study* di breve periodo (Campbell et al., 1997), abbiamo verificato che i risultati non sono influenzati dalla scelta del modello per il calcolo dei rendimenti normali.

upgrade. AtS e AtB assumono il valore 1 rispettivamente quando l'analista cambia il suo giudizio in direzione di raccomandazioni estreme: *sell* e *buy*. IRd e IRu, invece, assumono il valore 1 quando il *downgrade* e l'*upgrade* fanno riferimento a tutti gli altri cambi di raccomandazione intermedi. Il secondo modello può, dunque, essere espresso come:

$$AR_i = \alpha_1 IR_{d_i} + \alpha_2 IR_{u_i} + \alpha_3 AtS_i + \alpha_4 AtB_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

dove il rendimento anomalo medio è misurato da α_1 e α_2 nei casi di *downgrade* e *upgrade* intermedi e da α_3 e α_4 in quelli estremi (rispettivamente *added-to-sell* e *added-to-buy*).

In linea con Womack (1996), ci si aspetta una maggiore reazione a seguito di cambi di raccomandazione verso raccomandazioni estreme, in quanto in questi casi il valore segnaletico al mercato è più elevato. Dunque, ci si attende che: $\alpha_3 < \alpha_1 < 0$ e $\alpha_4 > \alpha_2 > 0$.

Dopo aver determinato la reazione di mercato ai cambi di raccomandazione, si esamina come gli investitori reagiscono a variazioni nel *target price*. Si indicano con TPd e TPu due variabili *dummy* che assumono il valore 1 rispettivamente in caso di *downgrade* e *upgrade* di *target price*. Il modello considerato può essere formalizzato come:

$$AR_i = \alpha_1 TP_{d_i} + \alpha_2 TP_{u_i} + \varepsilon_i \quad (3)$$

dove α_1 e α_2 rappresentano qui, rispettivamente, il rendimento anomalo medio registrato a seguito di variazioni del *target price*, e non della raccomandazione come in precedenza. In linea con questo riportato da studi precedenti, ci si attende che: $\alpha_1 < 0$ e $\alpha_2 > 0$ e $|\alpha_1| > |\alpha_2|$.

Infine, si considera il seguente modello con le interazioni fra le *dummy* dei cambi di raccomandazione e quelle delle variazioni di *target price*:

$$AR_i = \alpha_1 Rd_i TP_{d_i} + \alpha_2 Rd_i TP_{u_i} + \alpha_3 Ru_i TP_{d_i} + \alpha_4 Ru_i TP_{u_i} + \varepsilon_i \quad (4)$$

dove il rendimento anomalo medio è misurato da α_1 in caso di doppio *downgrade*, da α_2 quando vi è un *downgrade* nella raccomandazione e un *upgrade* nel *target price*, da α_3 nel caso contrario al precedente e da α_4 in caso di doppio *upgrade*. I coefficienti attesi in casi di variazione concordi sono $\alpha_1 < 0$ e $\alpha_4 > 0$, mentre il segno atteso di α_2 e α_3 è incerto poiché si riferiscono a eventi ambigui. Il loro segno sarà dunque determinato dal fatto che a prevalere sia la forza dell'informazione relativa al cambio della raccomandazione o al cambio di *target price*.

5. Risultati Empirici

5.1. La reazione di mercato ai cambi di raccomandazione

La Tabella 3 fa riferimento al modello 1 presentato nella sezione metodologica⁸. Coerentemente con le attese, il rendimento anomalo medio in caso di *downgrade* è negativo (0,853%) e maggiore in livello assoluto rispetto a quello positivo in caso di *upgrade* (0,648%).

Tabella 3 - Reazione di mercato ai cambi di raccomandazione

Descrizione	Variabile	Modello 1	
Downgrade	Rd	-0,853 (0,086)	***
Upgrade	Ru	0,648 (0,078)	***
F-test		86,073	***
N		2.811	
R ²		0,058	

***, **, e * indicano rispettivamente significatività statistica a un livello dell'1%, 5%, e 10%.
Errori standard robusti fra parentesi.

La Tabella 4, riferita al modello 2, evidenzia come i cambi di raccomandazione estremi abbiano un impatto maggiore sul mercato rispetto alle variazioni intermedie.

Tabella 4 - Reazione di mercato a *Added-to-Buy* e *Added-to-Sell*

Descrizione	Variabile	Modello 2	
<i>Downgrade</i> intermedio	IRd	-0,832 (0,085)	***
<i>Upgrade</i> intermedio	IRu	0,632 (0,110)	***
<i>Added-to-Sell</i>	AtS	-1,096 (0,436)	**
<i>Added-to-Buy</i>	AtB	0,667 (0,109)	***
F-test		43,228	***
N		2.811	
R ²		0,058	

Mentre la differenza tra reazione di mercato a seguito di *added-to-buy* e gli altri *upgrade* intermedi non è economicamente rilevante (0,632%

8 Tutti i modelli presentati sono stati stimati anche includendo variabili di controllo come il *market value*, il numero di report emessi da ogni analista e *dummies* per indicare la presenza di potenziali *confounding effect* nell'intervallo [-10; + 10] intorno alla data di pubblicazione del report. Tuttavia, nessuna di queste variabili influenza in maniera rilevante i risultati.

contro 0,667%), quella a seguito di un *added-to-sell* è significativamente superiore a quella dei *downgrade* intermedi (-1,096% vs. -0,832%). Una possibile spiegazione di questa evidenza può derivare dal fatto che i *downgrade* verso la classe sell sono poco diffusi e quindi hanno un maggior valore informativo.

Una spiegazione alternativa, secondo l'ottica della finanza comportamentale, vede questo risultato come la conseguenza dell'avversione alle perdite degli investitori (Kahneman e Tversky, 1979). L'avversione alle perdite fa sì che gli individui percepiscano una perdita con un impatto emotivo che è pari a circa due volte e mezzo quello derivante da un guadagno di pari ammontare.

Se gli individui reagiscono emotivamente di più in caso di evento negativo (come un *downgrade*) rispetto a uno positivo (un *upgrade*), allora è possibile registrare sul mercato un maggiore rendimento anomalo a seguito di un peggioramento nelle raccomandazioni.

5.2. La reazione di mercato ai cambi di target price

La Tabella 5, riferita al modello 3, riporta la reazione di mercato conseguente ai cambi di *target price*. In linea con le attese, il rendimento anomalo in caso di *downgrade* è negativo (-0,885%) e quello a seguito di un *upgrade* è positivo (0,305%) e, come nel caso dei cambi di raccomandazione, l'effetto dei *downgrade* è maggiore in termini assoluti rispetto a quello degli *upgrade*. La differenza in valore assoluto tra i due casi è rilevante: una riduzione del target price ha un impatto sul mercato quasi triplo rispetto a un suo incremento.

Tabella 5 - Reazione di mercato ai cambi di target price

Descrizione	Variabile	Modello 3	
Downgrade	TPd	-0,885 (0,171)	***
Upgrade	Tpu	0,305 (0,106)	***
F-test		21,556	***
N		1.189	
R ²		0,035	

***, **, e * indicano rispettivamente significatività statistica a un livello dell'1%, 5%, e 10%.

Errori standard robusti fra parentesi.

5.3. Le interazioni tra cambi di raccomandazione e di target price

La reazione degli investitori nel caso in cui le revisioni della raccomandazione o del *target price* vadano nella stessa direzione o in direzione opposta hanno diversa intensità. Brav *et al.* (2003) mostrano che la coerenza tra le due revisioni (sia per i *downgrade* che per gli *upgrade*) intensifica la reazione di mercato. La tabella 6 riporta le stime riferite al modello 4, mostrando come nel caso di doppio *downgrade* si osservi un rendimento anomalo pari a -1,28%, mentre nel caso di doppio *upgrade* l'extra-rendimento è pari a 0,588%. Quando le revisioni sono di segno opposto, invece, il rendimento anomalo è negativo (-0,475%), anche se solo lievemente significativo, nel caso di *downgrade* nella raccomandazione e *upgrade* nel *target price*, mentre nel caso opposto l'*abnormal return* non è statisticamente diverso da zero (i due effetti si compensano a vicenda).

Tabella 6 - Interazioni tra cambi di raccomandazione e di target price

Descrizione	Variabile	Modello 4
<i>Downgrade</i> raccomandazione e <i>downgrade target price</i>	Rd TPd	-1,280 *** (0,185)
<i>Downgrade</i> raccomandazione e <i>upgrade target price</i>	Rd TPu	-0,475 * (0,256)
<i>Upgrade</i> raccomandazione e <i>downgrade target price</i>	Ru TPd	0,630 (0,399)
<i>Upgrade</i> raccomandazione e <i>upgrade target price</i>	Ru Tpu	0,588 *** (0,109)
F-test		21,754 ***
N		1.189
R ²		0,068

***, **, e * indicano rispettivamente significatività statistica a un livello dell'1%, 5%, e 10%.

Errori standard robusti fra parentesi.

I risultati mostrano che se la variazione del target price è coerente con quella della raccomandazione, allora tale revisione fornisce al mercato un'informazione aggiuntiva rispetto al caso in cui si analizzi solo il cambio della raccomandazione. Tuttavia, questo effetto sembra essere rilevante solo quando si tratta di notizie negative: il rendimento anomalo in caso di doppio *downgrade* è, infatti, chiaramente maggiore in valore assoluto rispetto al caso in cui si analizza semplicemente il *downgrade* della raccomandazione⁹.

9 Le stime del modello 1 e del modello 4 sono basate su un numero diverso di osservazioni. Dunque, occorre cautela nel confronto tra i coefficienti dei due modelli. L'interpretazione dei risultati rimane, tuttavia, inalterata ristimando il modello 1 sulle stesse osservazioni su cui è stimato il modello 4.

Quando, invece, vi è un doppio *upgrade* la reazione del mercato non è maggiore di quella che si avrebbe semplicemente in caso di *upgrade* della raccomandazione. Occorre però sottolineare come la revisione del *target price* abbia valore anche nel caso di divergenza tra la revisione della raccomandazione e del *target price*, visto che un *upgrade* della raccomandazione unito a un *downgrade* del *target price* non fa registrare alcun rendimento anomalo. Tuttavia, quando vi è un *downgrade* della raccomandazione insieme con un *upgrade* del *target price* il mercato reagisce negativamente, sebbene la significatività statistica sia più debole.

Sintetizzando, si può dunque affermare che le notizie negative, siano esse la revisione del *target price* o della raccomandazione, esercitano un maggiore impatto sul mercato e che il contenuto informativo del cambio di raccomandazione è, *coeteris paribus*, più influente di quello dei *target price*. Nel complesso ciò significa che una revisione negativa del *target price* è in grado di annullare l'impatto positivo di una revisione positiva della raccomandazione, mentre non è vero il contrario, ovvero che una revisione positiva del *target price* sia in grado di annullare l'impatto di una revisione negativa della raccomandazione. La maggiore importanza della revisione della raccomandazione appare ragionevole, perché essa contiene un giudizio decisamente più articolato e ricco sulle prospettive di un'impresa della semplice revisione del *target price*.

A tale riguardo, sembra dunque importante analizzare le motivazioni che stanno alla base della raccomandazione e che non si esauriscono nel calcolo del prezzo obiettivo o nella stima degli utili attesi. Un tema fondamentale, ma ancora poco investigato in letteratura (Asquith *et al.*, 2005, Cavezzali *et al.*, 2011), riguarda ad esempio l'analisi dei metodi di valutazione utilizzati dagli analisti finanziari, per verificare se il mercato reagisca in modo differenziato a seconda del credito che attribuisce ai diversi metodi impiegati nei report, o al numero degli stessi. Si tratta essenzialmente di cercare di aprire la "scatola nera" della valutazione per capire non solo quali sono le fonti informative utilizzate dagli analisti e considerate più rilevanti, ma anche come queste sono aggregate per arrivare a quella che si rileva essere la variabile sintetica più importante per il mercato: la raccomandazione.

6. Conclusioni

Questo studio è il primo che copre pressoché integralmente l'attività degli analisti finanziari sul mercato italiano nel periodo intercorrente tra la fine del secolo scorso e la prima decade del nuovo millennio. Ciò è stato possibile grazie a un database proprietario costruito tramite l'analisi

dettagliata di tutti i report pubblicamente disponibili.

Il vantaggio di questo dataset deriva dall'evidenza che spesso i database commerciali utilizzati in altri studi si sono rilevati inaffidabili, con particolare riferimento al caso italiano. Già in precedenti studi si è, infatti, dimostrato come alcune evidenze in termini di reazione del mercato azionario italiano riscontrate in confronti internazionali non erano attendibili in quanto non consideravano il sistema a "doppia data" creato dalla peculiare regolamentazione in vigore nel nostro Paese in ambito di "raccomandazioni". I risultati ottenuti confermano, da un lato, quelli della letteratura, sia essa relativa al mercato italiano o ad altri importanti mercati. In particolare, si mostra come il contenuto informativo dei report degli analisti sia rilevante per gli investitori che reagiscono alla pubblicazione di questi ultimi, facendo registrare rendimenti anomali sul mercato sui titoli oggetto di analisi.

La reazione negativa in caso di *downgrade* della raccomandazione è più rilevante in magnitudo rispetto a quella positiva risultante a seguito di un *upgrade* nella stessa. Lo stesso vale a seguito di una variazione nel *target price*, anche se in questo caso la differenza relativa tra *downgrade* e *upgrade* appare ancora più marcata, con i primi che fanno registrare un rendimento anomalo quasi triplo rispetto ai secondi.

D'altro canto, la presente ricerca introduce nuovi spunti di riflessione perché dimostra che il mercato, pur prestando attenzione a diversi elementi valutativi compresi nel report, quali i *target price*, attribuisce tuttavia un peso maggiore alla raccomandazione finale con cui si sintetizza il giudizio dell'analista. È, infatti, interessante verificare quale sia la reazione del mercato quando si analizzano congiuntamente cambi di raccomandazione e di *target price*. Mentre quando il prezzo obiettivo varia nella stessa direzione della raccomandazione, l'effetto è concorde e sembra essere amplificato rispetto al caso in cui occorra solo quest'ultima, quando le due variazioni sono discordi, il risultato è poco significativo e non è univoco. Infatti, quando la variazione di *target price* è negativa, mentre quella sulla raccomandazione è positiva, non si registra alcun rendimento anomalo significativo sul mercato. Al contrario, quando il report contiene un *downgrade* nella raccomandazione, ma un *upgrade* nel *target price*, allora la reazione è negativa, anche se solo lievemente significativa.

In generale, dunque, il cambio di raccomandazione riveste una maggiore importanza rispetto alla variazione di *target price*, quando la valutazione dell'impatto sul mercato avviene congiuntamente. Questo risultato è in linea con le aspettative e può essere giustificato dal fatto che la raccomandazione sintetizza il giudizio complessivo dell'analista che si basa in maniera rilevante, ma non esclusiva, sulle considerazioni riguardo al *target price*.

A dieci anni di distanza rispetto ai primi studi sugli analisti finanziari in Italia, a prescindere dalla peculiare regolamentazione sulle “raccomandazioni” in vigore, sembrano confermate le evidenze riscontrate a livello internazionale. Occorre tuttavia non trascurare che il sistema a doppia data preclude l'utilizzo di database commerciali, aprendo d'altro canto nuove e interessanti opportunità di ricerca. In altri termini, è possibile che le evidenze riscontrate in altri Paesi non siano verificate anche nel nostro. Solo un'analisi dettagliata dei metodi di valutazione utilizzati nei report degli analisti può rispondere a questa domanda.

Bibliografia

Asquith P., Mikhail M., Au A. (2005) “Information content of equity analyst reports”, in *Journal of Financial Economics*, 75, pp. 245-82.

Barucci E., Bianchi C. e Passaponti A. (2005) “Comportamenti imitativi tra gli analisti finanziari”, *Rivista di Politica Economica*, pp. 103-136.

Belcredi M., Bozzi S., Rigamonti S. (2003) “The impact of research reports on stock prices in Italy”, *working paper*, Università Cattolica del S. Cuore, Università Luiss G. Carli.

Brav A., Lehavy R. (2003) “An empirical analysis of analysts' target prices: short term informativeness and long term dynamics”, in *The Journal of Finance*, 58 (5), pp. 1933-1967.

Campbell J.Y., MacKinlay A.C., Lo A.W. (1997) *The econometrics of financial markets*, Princeton, Princeton University Press.

Cavezzali E., Cervellati E.M, Pattitoni P., Rigoni U. (2011) “Tell me more. Analysts' Recommendations and the Market Impact of the Valuation Methods”, *working paper* Università di Bologna e Università Cà Foscari di Venezia.

Ditmar, R.F., Kaul, G., Lei, Q., (2007) “Momentum is not an anomaly”, University of Michigan, working paper.

Elgers, P., M. Lo, and R. Pfeiffer (2001) “Delayed security price adjustments to financial analysts' forecasts of annual earnings”, in *The Accounting Review*, 76, pp. 613-32.

Francis J., Soffer L. (1997) “The relative informativeness of analysts' stock recommendations and earnings forecast revision”, in *Journal of Accounting Research*, 35 (2), pp. 193-211.

Frankel R., Kothari S.P., Weber J. (2006) “Determinants of the informativeness of analyst research”, *Journal of Accounting and Economics*, 41, pp. 29-54.

Gleason C., Lee C. (2000) "Characteristics of price informative analyst forecast", University of Iowa - Department of Accounting and Cornell University - Samuel Curtis Johnson Graduate School of Management.

Jegadeesh, N. and Kim, W. (2006), "Value of Analyst Recommendations: International Evidence", *Journal of Financial Markets*, Vol. 9, pp. 274-309.

Hong H., Stein J.C. (1999) "A unified theory of underreaction, momentum trading and overreaction in asset markets", in *The Journal of Finance*, 54 (6), pp. 2143 – 2184.

Jurgens J. (2000) "How do stock markets process analysts' recommendation?", *working paper*, The Pennsylvania State University.

Kahneman D, Tversky A (1979) "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", in *Econometrica*, 47 (2), pp. 263-291.

Ljungqvist A., Malloy C., Marston F., 2009, "Rewriting History", in *The Journal of Finance*, 64 (4), pp. 1935 – 1960.

Lys T., Sohn S. (1990) "The association between revisions of financial analysts' earnings forecasts and securities price-changes", in *Journal of Accounting and Economics*, 13 (4), pp. 341-63.

Mokoaleli-Mokoteli T., Taffler R. J. e Agarwal V. (2009) "Behavioural Bias and Conflicts of Interest in Analyst Stock Recommendations", in *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(3) & (4), April/May, pp. 384–418.

Shefrin H., Cervellati E.M. (2011) "BP's Failure to Debias: Underscoring the Importance of Behavioral Corporate Finance", *The Quarterly Journal of Finance*, forthcoming.

Stickel S.E. (1995) "The anatomy of the performance of buy and sell recommendations", *Financial Analysts Journal*, 51, pp. 25–39.

Womack K. (1996) "Do brokerage analysts' recommendations have investment value?", in *The Journal of Finance*, 51 (1), pp. 137-67.