Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale (*ordinamento ex D.M. 270/2004*)
in Amministrazione, Finanza e Controllo,
curriculum Gestione Aziendale

Tesi di Laurea

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Report Integrato ed Analisti Finanziari

Relatori
Ch. Prof.ssa Elisa Cavezzali
Ch. Prof. Ugo Rigoni

Correlatore
Ch. Prof. Giorgio Stefano Bertinetti

Laureando
Gregorio Cavinato
Matricola 828835

Anno Accademico
2014 / 2015

Ringraziamenti

Dedico questo mio lavoro di tesi ai miei genitori, il cui contributo è stato fondamentale sotto tutti gli aspetti, alla mia famiglia in generale, alla mia fidanzata ed a tutte le persone che in modi diversi mi hanno sostenuto, stimolato e creduto in me in questi anni.

Un ringraziamento particolare al prof. Ugo Rigoni ed alla prof.ssa Elisa Cavezzali per la pazienza, disponibilità e professionalità con cui mi hanno seguito e supportato.

Per realizzare grandi cose,
non dobbiamo solo agire,
ma anche sognare;
non solo progettare ma anche credere.[*]

[*] France A. (1995), *Il giardino di Epicuro*, Scipioni, Viterbo.

Indice

REPORT INTEGRATO ED ANALISTI FINANZIARI

Introduzione…….….……...pag. 7

Capitolo 1. Il report integrato…….……....pag. 9

1.1. Introduzione…….…….…...pag. 9

1.2. Analisi del concetto di sostenibilità e delle sue applicazioni……..…pag. 11

1.2.1. Le sfide della sostenibilità integrata.....pag. 11

1.2.2. Sostenibilità integrata: dalla *governance* al report integrato……..……pag. 14

1.2.3. Il primo livello: la *Governance* Integrata…….....pag. 14

1.2.4. Il secondo livello: strategia e modelli di *business* per la sostenibilità integrata…….……pag. 16

1.2.5. Il terzo livello: il ruolo del *management*, della misurazione e dei sistemi di rendicontazione…….pag. 17

1.3. Il report integrato……...……pag. 19

1.3.1. Le informazioni "non finanaziarie".....pag. 20

1.3.2. Le linee guida per la redazione del Report Integrato….……pag. 21

1.3.3. La Direttiva dell'Unione Europea…….....pag. 22

1.3.4. Gli argomenti a sostegno del Report Integrato……...pag. 23

1.3.5. Obiezioni al Report Integrato...…….pag. 26

Capitolo 2. Gli analisti finanziari……..…pag. 29

2.1. Introduzione……...pag. 29

2.2. Chi sono gli analisti finanziari?.....pag. 29

2.3. Le fonti utilizzate dagli analisti finanziari...……..…….…pag. 31

2.4. I metodi di valutazione utilizzati dagli analisti finanziari....……..……pag. 33

2.5. Utilizzo dei metodi per settore……...……..…….…pag. 35

2.6. I centri di competenza e di informazione....……..…….…pag. 37

Capitolo 3. La natura del Report Integrato……..…pag. 41

3.1. Introduzione……...…pag. 41

3.2. "*GRI Guidelines*" e "*IIRC Framework*": un confronto…….……..…pag. 42

3.2.1. Il principio della materialità…….....pag. 43

3.3. Le *conference calls*..……..…pag. 44

3.4. Report Integrato: evoluzione della normativa sulla sostenibilità oppure della normativa finanziaria?……...……pag. 46

3.4.1. Ipotesi di ricerca e campioni di riferimento.....pag. 47

3.4.2. La "*content analysis*" …….....pag. 53

3.4.3. Il processo di raffinamento……pag. 60

3.4.4. Il processo di raffinamento per la dimensione economica...……..…pag. 62

3.4.5. Il processo di raffinamento per la dimensione ambientale.....pag. 67

3.4.6. Il processo di raffinamento per la dimensione sociale.……..……pag. 73

3.4.7. L'annessione di altre parole chiave.…….....pag. 78

3.4.8. Analisi dei risultati trovati..…….....pag. 80

Conclusione..…….....…pag. 91

Bibliografia e Sitografia…….....…pag. 93

Introduzione

La maggior attenzione de parte dell'opinione pubblica verso i grandi cambiamenti climatici in atto, le questioni ambientali, la riduzione degli sprechi e la sostenibilità del mondo stesso in generale, stanno obbligando anche il mondo dell'impresa verso un cambiamento radicale: non più il proseguimento di una logica basata sulla produzione senza freni e senza regole per ottenere maggiori profitti, ma basata invece sulla produzione sostenibile. Una logica cioè che consente alle imprese non solo di integrare nel loro *modus operandi* la nozione di sostenibilità intesa in tutte le sue sfaccettature, ma di stabilire relazioni di fiducia con i propri clienti e, più in generale, con i propri *stakeholder*. Ma come può l'impresa che ha integrato nella sua strategia la sostenibilità distinguersi dalle altre imprese? Dotandosi di un documento unico che racchiude sia le informazioni finanziarie racchiuse nel bilancio di esercizio, sia le informazioni non finanziarie contenute nei bilanci di sostenibilità, in altre parole il Report Integrato.

Tuttavia ci si chiede se questo nuovo strumento di *reporting* si distingua veramente dal tradizionale mezzo di rendicontazione utilizzato dalle imprese, ossia il Bilancio di Esercizio: in altre parole ci si chiede se il Report Integrato focalizzi maggiormente la sua attenzione sulla sostenibilità anziché al principio della materialità (creazione del valore da parte delle imprese e attenzione verso i fornitori del capitale finanziario) tipico del Bilancio di Esercizio. Questo lavoro di ricerca ha cercato di rispondere al seguente quesito: il Report Integrato è evoluzione delle normative e dei *report* di sostenibilità oppure è evoluzione della normativa economico-finanziaria?

Per fare ciò si è deciso di confrontare i contenuti delle *earning conference calls* di due campioni di riferimento: il primo costituito da imprese che si sono dotate del Report Integrato ed il secondo costituito da imprese che redigono il classico Bilancio di Esercizio. Si è quindi definito un insieme di parole chiave evocative delle tre dimensioni della sostenibilità (economica, ambientale e sociale) e tramite un *software* di ricerca si sono confrontate le ricorrenze delle suddette parole chiave nei due campioni di riferimento.

Si è scelto di analizzare le *conference calls* perché queste rappresentano lo strumento con il quale le imprese esprimono agli analisti finanziari la loro strategia, pertanto se il Report Integrato rappresenta l'evoluzione delle normative sulla sostenibilità (piuttosto che di quelle sulla comunicazione economico-finanziaria) e si concentra pertanto sulle tre

dimensioni della sostenibilità, allora anche le *conference calls* rifletteranno il medesimo approccio e si concentreranno sulle azioni intraprese dall'impresa in quelle direzioni piuttosto che sulla capacità da parte dell'impresa stessa di creare valore nel breve, medio e lungo termine. In altre parole, se il Report Integrato è evoluzione delle normative e dei *report* di sostenibilità, allora nelle *earning conference calls* delle imprese che redigono tale *report* ci si aspetta di trovare un numero molto più elevato di ricorrenze di parole chiave evocative delle tre dimensioni della sostenibilità rispetto a quelle trovate nelle *earning conference calls* delle imprese che redigono invece il Bilancio di Esercizio.

Allo stesso tempo si potrà anche indirettamente valutare dove vertono gli interessi degli analisti finanziari e più in generale del mercato: infatti gli analisti, agendo da intermediari tra il *management* ed il mercato stesso, cercano di ottenere quelle informazioni che ritengono essere più consone ai loro scopi quali esempio valutazioni di aziende (*target price*), elaborazioni di *rating* sul mercato di credito (*credit rating*) di società emittenti di prestiti obbligazionari o di altri titoli di debito, stime degli utili delle imprese (*earnings forecasts*) e raccomandazioni di investimento (Bertinetti *et al*., 2009). In altre parole, se gli analisti per le loro valutazioni ritengono che le informazioni non finanziarie siano utili, ci si aspetta, nelle *earning conference calls* del campione di riferimento delle imprese che redigono il Report Integrato, di trovare a maggior ragione un elevato numero di ricorrenze delle parole chiave evocative delle tre dimensioni della sostenibilità.

In sintesi questo lavoro di tesi verte su tre capitoli:

- il primo si dedica dapprima alla definizione del concetto di sostenibilità e alla sua integrazione nel *modus operandi* delle imprese per poi arrivare a definire il Report Integrato;
- il secondo capitolo definisce invece gli analisti finanziari ed analizza quali sono le loro fonti e metodi di valutazione;
- il terzo capitolo infine sviluppa la *content analysis* condotta sulle *earning conference calls* dei due campioni di riferimento atta a capire quale sia la vera natura del Report Integrato.

Capitolo 1. Il Report Integrato

1.1. Introduzione

In questi ultimi anni i problemi crescenti riguardanti il cambiamento ambientale e climatico uniti alla crescente disparità tra le classi sociali e le tensioni causate proprio dalle differenze di quest'ultime, hanno posto al centro dell'attenzione lo sviluppo sostenibile. In particolare le istituzioni nazionali e internazionali, i *policy makers*, le iniziative di diversi paesi e le società di revisione, come ad esempio KPMG e PWC, hanno indirizzato molti dei loro sforzi verso la sostenibilità sociale e ambientale a livello mondiale.

Il collasso del sistema finanziario e la crisi economia strutturale del 2009 hanno ulteriormente evidenziato la necessità di ripensare e ricostruire molte delle istituzioni e delle organizzazioni attorno ad una nuova serie di principi e comportamenti. È infatti evidente che la crisi e le sue conseguenze rappresentano un taglio netto rispetto al passato: infatti se prima le risposte per uscire dalla crisi erano introdurre nuovi capitali nell'economia, dettare nuovi regolamenti e/o ridurre i costi, oggi la sfida più importante a cui sono chiamate le imprese è quella di integrare nel proprio modello di *business* una strategia sostenibile non solo per l'ambiente esterno, ma anche per la sopravvivenza delle imprese stesse.

Allo stesso tempo, nel mondo delle imprese sta riprendendo grande importanza un fattore già noto le cui potenzialità, se sfruttate, sono in grado di far prosperare le imprese stesse.

Questo fattore è la "trasparenza" ovvero le imprese consentono agli *stakeholder* l'accesso libero a diverse informazioni che, una volta ottenute, possono risultare particolarmente utili e che, invece, se ignorate, rischiano di rivelarsi controproducenti. (Eccles e Kurz, 2012).

Fenomeni quali la globalizzazione e lo sviluppo dei mezzi di comunicazione istantanea hanno fatto sì che il mondo delle imprese sia diventato ultra-trasparente, fatto di comunicazioni immediate, al punto che ogni singolo passo o errore da parte delle stesse sia soggetto a valutazioni. In questo modo le imprese sono quindi costrette a riconsiderare in meglio i valori e comportamenti da porre in essere.

I clienti oggi possono valutare non solo il valore dei prodotti e dei servizi offerti dalle imprese, ma anche le loro strategie e gestione aziendale e ciò può contribuire a far sì che gli stessi clienti preferiscano un certo *brand* rispetto ad un altro che offra un modo di fare impresa più sostenibile come ad esempio il sito di *Greenpeace* che fornisce la classifica sulla sostenibilità delle scatolette di tonno vendute nel nostro Paese. (Greenpeace, 2015).

Le imprese quindi, per stabilire relazioni di fiducia con i propri clienti e, più in generale, con i propri *stakeholder* e per aver successo in un'economia trasparente, sono costrette a comportarsi in modo responsabile e sostenibile, non solo per dar vita ad un ambiente imprenditoriale salutare, ma per la loro stessa sostenibilità, per ottenere vantaggi competitivi e generare profitti più alti.

La trasparenza si rivela una nuova forma di potere che se usata in modo corretto diventa alquanto redditizia: non a caso le imprese più all'avanguardia scelgono di essere "aperte" scelgono cioè di operare con onestà, integrità e coinvolgimento degli *stakeholder*, al fine di sopravvivere e di avere successo.

Non a caso ad oggi molte imprese hanno già redatto oltre al classico bilancio di esercizio anche il bilancio "Sociale" o "di Sostenibilità": mentre il primo comunica ai propri azionisti e *stakeholder* informazioni di carattere principalmente finanziario, il secondo fornisce informazioni non finanziarie che permettono di avere una quadro più chiaro circa la situazione dell'azienda. Tuttavia questi bilanci, ora separati, per avere un impatto reale nelle imprese devono necessariamente integrarsi l'uno con l'altro: solo così le imprese dimostrano sia di aver inserito nelle loro strategie e nel loro modo di fare l'attenzione verso le tematiche ambientali e sociali, sia di tener conto non solo dei propri azionisti, ma di tutti gli *stakeholder*.

Questo nuovo modello di rendicontazione prende il nome di Report Integrato: si tratta appunto di un unico documento contenente informazioni di natura finanziaria e non di un'impresa e rappresenta il risultato di una comunicazione integrata che può concretizzarsi solo se la sostenibilità entra a far parte della strategia aziendale.

In questo capitolo, prima di arrivare a definire e ad analizzare il Report Integrato, si discuterà del concetto di "sostenibilità" e come integrare tale concetto all'interno dei diversi livelli delle imprese. Successivamente si tratterà del Report Integrato analizzando dapprima la definizione di informazioni "non finanziarie", quindi le linee guida per la sua

redazione e la direttiva dell'Unione Europea e infine i pro e i contro che derivano dall'adozione del Report Integrato da parte delle imprese.

1.2. Analisi del concetto di sostenibilità e delle sue applicazioni

1.2.1. Le sfide della sostenibilità integrata

Cosa è lo "sviluppo sostenibile"? E come è possibile integrarlo dentro l'impresa? Prima di arrivare a definire il concetto di Report Integrato, è necessario fornire una definizione di questo concetto e delle sue dimensioni. Infatti lo sviluppo sostenibile non può essere ottenuto attraverso iniziative isolate, ma richiede uno sforzo integrato su più livelli, comprendendo gli aspetti sociali, ambientali ed economici. Da qui nasce il concetto di "sostenibilità integrata": ovvero lo sviluppo sostenibile richiede non solo la simultanea realizzazione dei suoi tre punti chiave (economici, ambientali e sociali), ma anche la gestione dei contrasti, dei *trade-off* e delle sinergie tra queste dimensioni.

Ma partiamo con ordine e definiamo, brevemente, le tre dimensioni della sostenibilità (si veda Figura 1). Per fare ciò prendiamo in esame il Vertice Mondiale sullo Sviluppo Sostenibile (in inglese, *World Summit on Sustainable Development – WSSD*), tenutosi nel Settembre del 2002 a Johannesburg, che definisce così le suddette dimensioni (ARPAV FVG, 2015):

1. per dimensione ambientale si intende la capacità di riconoscere l'impatto che hanno le decisioni e le attività umane sulle risorse naturali al fine di garantirne la tutela e la rinnovabilità (ARPAV FVG, 2015);
2. per dimensione economica si intende la capacità di generare in modo duraturo reddito e lavoro per il sostentamento della popolazione, attraverso l'uso razionale ed efficiente delle risorse e diminuendo l'utilizzo di quelle non rinnovabili (ARPAV FVG, 2015);
3. per dimensione sociale, infine, si intende la capacità di garantire pari condizioni di accesso alle opportunità (sicurezza, salute, istruzione, socialità, tempo libero...) equamente distribuite tra strati sociali, età, generi e tra le generazioni presenti e quelle future (ARPAV FVG, 2015).

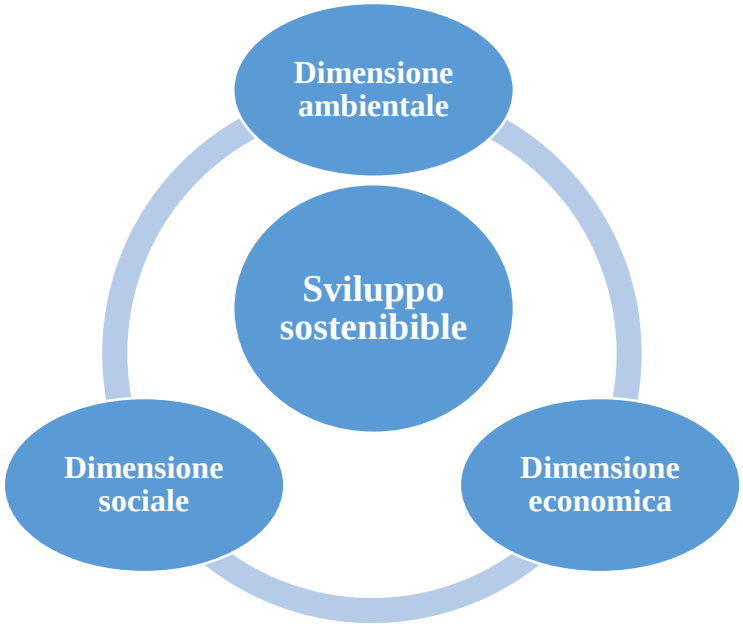

Figura 1: le tre dimensioni della sostenibilità. Fonte: adattato da ARPAV FVG, 2015.

Quando si tenta di attuare contemporaneamente tutte e tre le dimensioni della sostenibilità appena descritte all'interno del *modus operandi* di un'impresa, secondo un approccio integrato, possono nascere 3 possibili contrasti (Giovannoni e Fabietti, 2014):

1. tra la dimensione economica e la dimensione sociale: mentre alcuni studi dimostrano che migliorando le *performance* sociali migliorano anche quelle economiche, altri studi dimostrano invece che tra le due dimensioni nascono diversi conflitti in numerose circostanze. Ciò accade perché le *performance* sociali richiedono libertà e flessibilità dai vincoli finanziari e dalle logiche di *business* al fine di trovare soluzioni ai problemi sociali. Ancora. Mentre le *performance* sociali mirano a creare valore soprattutto per la società nel suo complesso piuttosto che per l'azienda, quelle economiche, invece, lavorano in senso opposto. Le contraddizioni tra le due dimensioni sono relative alle varie pressioni istituzionali e agli *stakeholders* che convergono nella società, in cui i clienti, dipendenti, fornitori, beneficiari, partner e investitori affrontano molteplici esigenze sociali o economiche. Infine, queste tensioni aumentano durante i processi di ampliamento di impresa, quando cioè le prestazioni sociali

devono essere valutate tenendo conto del fabbisogno finanziario di un numero maggiore di *stakeholder*;

2. tra la dimensione ambientale e la dimensione economica: diversi studi dimostrano che un'efficace gestione ambientale può portare ad una maggiore efficienza della produzione, riduzione dei costi e miglioramento della reputazione sul mercato con benefici per la *performance* finanziaria. Tuttavia allo stesso tempo la ricerca di prestazioni ambientali può comportare elevati costi di investimenti per il riutilizzo delle risorse consumate, investimenti che possono limitare le opportunità di crescita e di competitività, a discapito della *performance* economica. Inoltre, su larga scala, le *performance* economiche e commerciali possono implicare l'uso di tecnologie per aumentare il consumo di risorse, a discapito delle prestazioni ambientali (Giovannoni e Fabietti, 2014);
3. infine tra la dimensione sociale e la dimensione ambientale: anche in questo caso, una nuova soluzione per una gestione più efficace delle risorse ambientali potrebbe entrare in conflitto con le esigenze sociali. Al contrario, una nuova soluzione ai problemi sociali potrebbe entrare in conflitto a sua volta con la necessità di preservare le risorse naturali. In questo contesto si parla di "sostenibilità debole" e "sostenibilità forte": la prima si basa sull'idea che le risorse prodotte dall'uomo possono compensare il consumo delle risorse ambientali; mentre la seconda afferma che la vita umana non è compatibile con la sostenibilità. Le società cercano ovviamente di adoperarsi per la sostenibilità debole nella misura in cui esse cercano soluzioni per compensare il consumo di risorse naturali (Giovannoni e Fabietti, 2014).

Le tre contraddizioni appena descritte in sede di attuazione della sostenibilità integrata devono essere gestite adeguatamente: ciò non significa necessariamente raggiungere una proporzione stabile tra tutte e tre le dimensioni, ma piuttosto la gestione diventa indispensabile sia per evitare la deriva in favore di una singola dimensione a scapito delle altre, sia per realizzare i potenziali di tutte e tre le dimensioni contemporaneamente.

Nel prossimo paragrafo, si analizzerà il ruolo chiave che, all'interno delle società, deve essere interpretato dai sistemi di *governance*, dai modelli di *business*, nonché dai sistemi

di *management*, misurazione e di rendicontazione per gestire, progettare e praticare la sostenibilità integrata.

1.2.2. Sostenibilità integrata: dalla *governance* al Report Integrato

L'attuazione effettiva della sostenibilità integrata all'interno dell'impresa deve avvenire a diversi livelli organizzativi che vanno dal livello di *corporate governance* a quello del modello strategico e di *business*, comprendendo anche il livello del sistema di *management*, misurazione e di rendicontazione (si veda Figura 2). Nei prossimi tre sottoparagrafi verranno analizzati i tre diversi livelli.

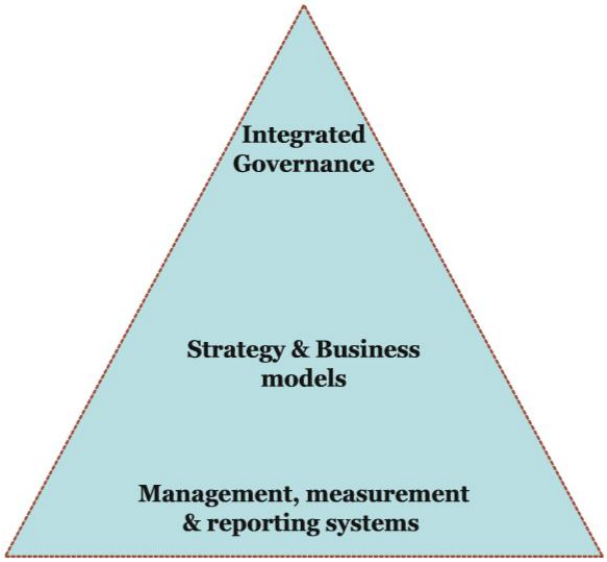

Figura 2: i livelli organizzativi chiave per la sostenibilità integrata. Fonte: Giovannoni e Fabietti (2014).

1.2.3. Il primo livello: la *Governance* Integrata

A seguito di recenti scandali aziendali ed episodi di cattiva condotta manageriale, il dibattito sulla *governance* societaria ha sottolineato che diverse società hanno modi di fare *business* troppo orientati al profitto ed eccessivamente focalizzati sugli aspetti economici della performance organizzativa. In particolare il dibattito ha evidenziato che la sola creazione di valore per gli azionisti non è sufficiente; piuttosto la creazione di valore è un processo integrato che affonda le sue radici intorno ad un'ampia prospettiva

di *governance*, che comprende l'interesse di molteplici *stakeholder*. All'interno di questo dibattito recenti studi hanno suggerito un approccio integrato di *governance* (chiamato appunto "*governance* integrata") che comprende quattro dimensioni principali (si veda Figura 3) fortemente legate tra di loro e che pertanto devono essere gestite simultaneamente (Giovannoni e Fabietti, 2014):

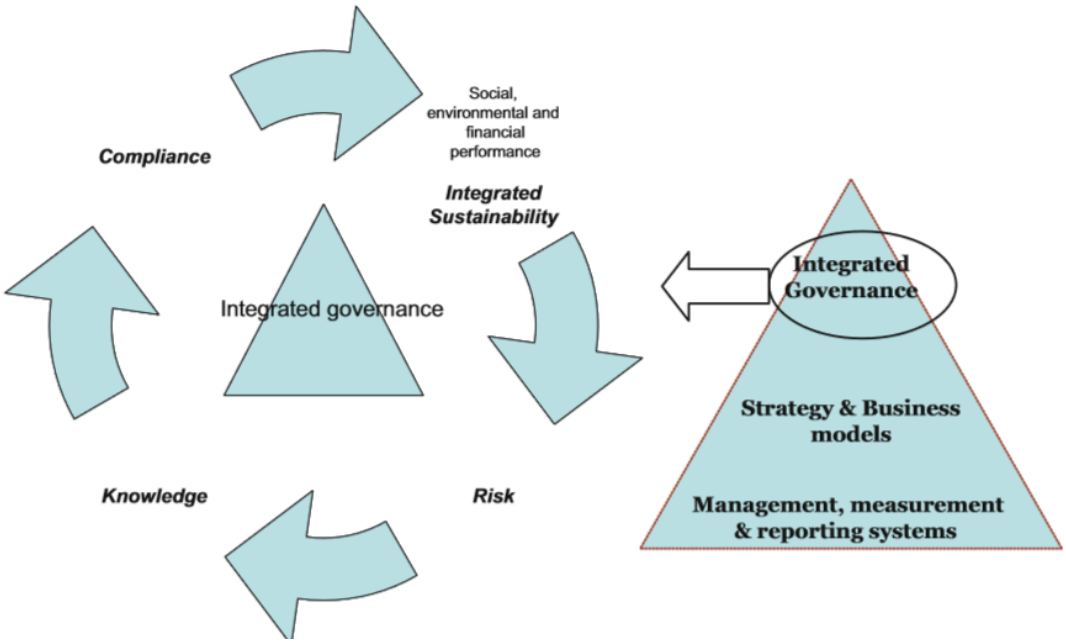

Figura 3: la *governance* integrata. Fonte: Giovannoni e Fabietti (2014).

1. il rispetto delle leggi, norme e regolamenti a livello nazionale ed internazionale;
2. la sostenibilità integrata che combina le *performance* sociali, ambientali ed economiche;
3. la gestione del rischio, ampliata attraverso un approccio olistico tale da includere sia i rischi quantificabili che quelli non-quantificabili, fornendo ai *manager* una prospettiva più strategica e migliorando la responsabilità nei confronti di tutti gli *stakeholders* interessati nel processo strategico del *decision-making*;
4. la conoscenza del *management*: quest'ultimo deve possedere le competenze, le capacità e le basi culturali ed etiche necessarie a garantire i collegamenti per integrare non solo le dimensioni appena descritte, ma anche quelle della sostenibilità.

Dopo aver discusso dell'integrazione della sostenibilità a livello della *governance*, è possibile analizzare la strategia e i modelli di *business* per la sostenibilità integrata.

1.2.4. Il secondo livello: strategia e modelli di *business* per la sostenibilità integrata

Oltre ad un approccio integrato per il sistema di *governance*, l'attuazione della sostenibilità integrata esige la definizione di strategie *ad hoc* e di modelli di *business* che dovrebbero catturare le dimensioni sociali, ambientali ed economiche, nonché le relazioni che si intrecciano tra esse. Nei modelli di *business* risultanti, i programmi sociali ed ambientali sono stati semplicemente aggiunti a quelli economici: in questo contesto quindi le *performance* di sostenibilità e di *business* sono gestite separatamente e rappresentano gli oggetti di due strategie distinte condotte da una società. Tuttavia, la separazione tra le strategie di sostenibilità e di *business* può minare l'effettiva attuazione della sostenibilità, relegandola a soluzione inefficace. Questa situazione richiede la definizione e l'attuazione di nuovi e più efficaci modelli di *business* nei quali fare dei passi in avanti verso la sostenibilità rafforzando la strategia integrata (Giovannoni e Fabietti, 2014).

Di fronte a questa sfida sono emersi nuovi modelli di business definiti "modelli ibridi di *business*" nei quali le *performance* sociali e/o ambientali e quelle economiche sono ricercate contemporaneamente attraverso un'unica strategia (si veda Figura 4).

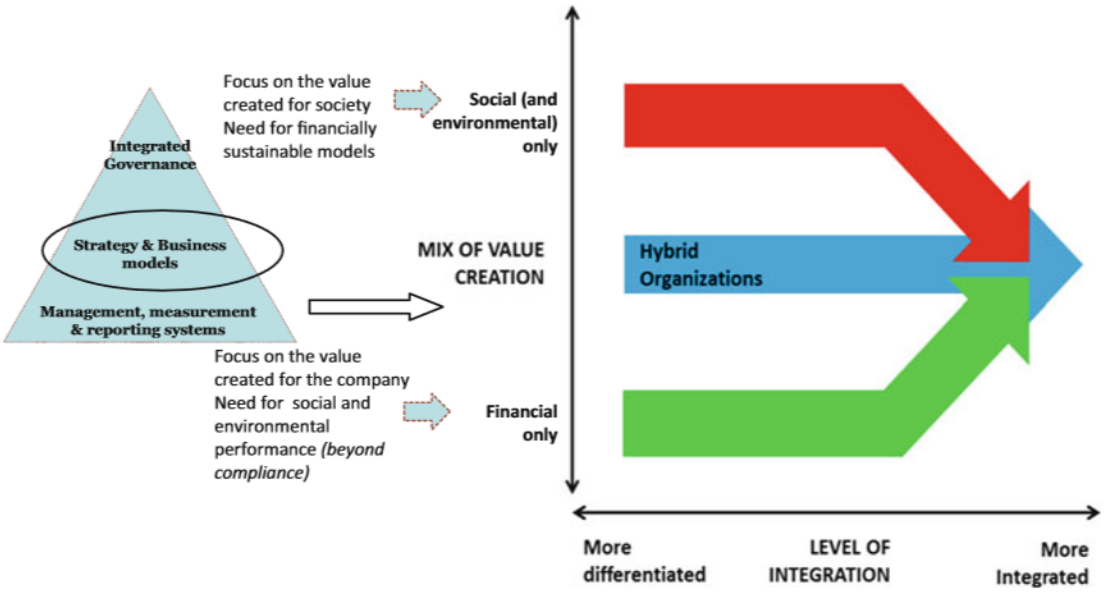

Figura 4: modelli ibridi di *business*. Fonte: Giovannoni e Fabietti (2014).

Secondo studi recenti, questi modelli ibridi di *business* stanno sperimentando una rapida crescita in un certo numero di settori: ad esempio molte società nate come forme di impresa sociale, si sono poi trasformate in ibride cercando l'autonomia attraverso le donazioni e i sussidi, nonché cercando di ingrandirsi al fine di raggiungere un mercato più ampio. Più recentemente, i modelli di business stanno crescendo in nuovi settori come ad esempio nella consulenza, nella vendita al dettaglio, nei prodotti di consumo e nell'*Information Technology* (*IT*). Infine stanno anche emergendo nei reparti di Ricerca e Sviluppo (R&S) delle imprese come risultato di sforzi congiunti e di collaborazioni tra industria e mondo accademico.

In sostanza, nei modelli ibridi i *manager* non devono scegliere tra la *performance* sociale (o ambientale) e quella economica in quanto la co-esistenza delle differenti dimensioni di *performance* permette di ottenere un ciclo virtuoso che consente di ottenere risultati finanziari a lungo termine e il reinvestimento nella missione sociale. D'altro canto questa coesistenza può creare tensioni che possono sfociare in una deriva verso una dimensione a discapito dell'altra e della natura del modello ibrido stesso. Di conseguenza i modelli ibridi di *business* si dice che sono caratterizzati da una natura ubiquitaria ed instabile.

Infine, come vedremo nel prossimo paragrafo, per sostenere un approccio integrato alla sostenibilità, i sistemi di *governance* e i modelli di *business* necessitano di essere gestiti da un *management*, da misurazioni e da un sistema di rendicontazione adeguati.

1.2.5. Il terzo livello: il ruolo del management, della misurazione e dei sistemi di rendicontazione

Il ruolo dei sistemi di *management* e di misurazione per affrontare le differenti dimensioni (ambientale, sociale ed economica) di *performance* è stato oggetto di numerosi studi che hanno fornito risultati contrastanti. Alcuni studi sostengono che i sistemi di controllo di gestione tradizionali sono limitati nella ricerca delle *performance* sociali o ambientali in quanto concentrano maggiormente la loro attenzione sui problemi finanziari dei *manager*. Altri studi invece hanno sottolineato che se i sistemi di controllo di gestione includono anche le questioni sociali ed ambientali, allora possono essere di aiuto in quelle stesse tematiche. Le ragioni di questi risultati contrastanti possono essere

ricondotte al fatto che questi studi si sono concentrati principalmente su elementi o sistemi isolati e frammentati senza considerare il più ampio spettro di controllo di gestione che può essere coinvolto nella gestione delle diverse dimensioni della sostenibilità.

Vi è quindi la necessità di superare la frammentazione sottolineata in precedenza: le imprese devono infatti pensare in modo integrato comprendendo tutte le gamme di fattori che prendono parte al processo di creazione del valore, nonché le loro interazioni.

Ancora. Il "pensiero integrato" non implica la semplice somma o sistematizzazione delle dimensioni economica, ambientale e sociale, ma piuttosto l'adozione di tale pensiero da parte delle imprese dovrebbe fornire l'opportunità di un più ampio ridimensionamento di tutti i sistemi preesistenti, suggerendo come superare l'isolamento tra di loro al fine di attuare e praticare la sostenibilità integrata (Giovannoni e Fabietti, 2014).

In definitiva, il *management*, i sistemi di misurazione e di rendicontazione devono essere in grado di offrire un approccio integrato alla sostenibilità attraverso 4 fasi (si veda Figura 5):

1. nel processo di pianificazione (*plan*): il *management* delle imprese deve redigere il *business plan* utilizzando le logiche del "pensiero integrato" e i sistemi di misurazione adeguati;
2. nel metterlo in atto (*do*): il *business plan* deve essere realizzato adottando processi ibridi e di integrazione tra le dimensioni sociale, ambientale ed economiche di *performance*;
3. nel monitoraggio (*check*): la realizzazione del *business plan* deve essere costantemente monitorata al fine di impedire che una delle dimensioni di *performance* prevalga sulle altre;
4. infine la comunicazione (*communicate*): l'impresa comunica agli *stakeholder* di essere in possesso di una strategia sostenibile e che quindi tiene conto non solo delle *performance* economiche, ma anche di quelle ambientali e sociali.

Nel prossimo paragrafo verrà approfondito il tema della comunicazione: verrà quindi definito il Report Integrato che è, in estrema sintesi, il mezzo con cui le imprese comunicano ai propri *stakeholder* i risultati delle proprie *performance* finanziarie e quelle non finanziarie.

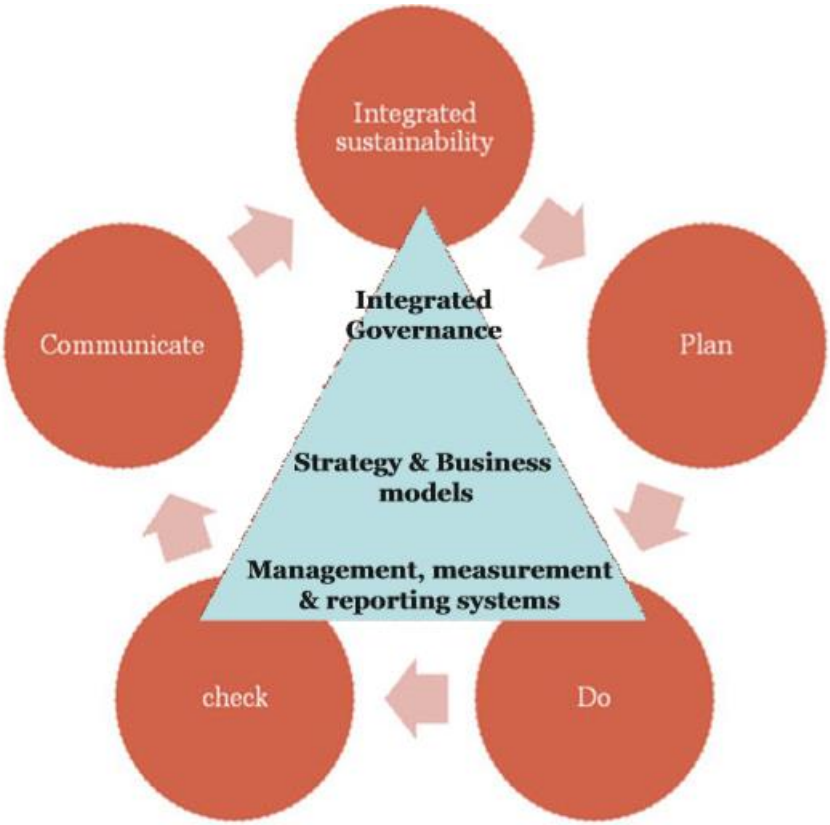

Figura 5: *management* e sistemi di misurazione e di rendicontazione. Fonte: Giovannoni e Fabietti (2014).

1.3. Il Report Integrato

Come già visto, la natura della responsabilità di impresa è cambiata negli ultimi anni: molti governi mondiali e nazionali hanno intrapreso numerosi azioni volte a spingere le imprese ad utilizzare un *modus operandi* più sostenibile e cioè più attento alle questioni ambientali e sociali e non solo a quelle economiche. Conseguentemente, come già detto, molte imprese hanno cominciato ad adottare una strategia volta ad ottenere quel concetto di "sostenibilità integrata" definito precedentemente. Adesso è importante ed interessante osservare come le stesse imprese divulgano le informazioni e danno comunicazione ai propri *stakeholder*, relativamente alle proprie azioni e comportamenti verso le tematiche ambientali, sociali e di *governance* per contribuire allo sviluppo sostenibile.

Attualmente un numero sempre maggiore di imprese, per raggiungere il sopracitato obiettivo, pubblica volontariamente bilanci "Sociali" o bilanci "di Sostenibilità" per

rendere più esaustivi i bilanci di esercizio che invece contengono le sole informazioni finanziarie che ogni società quotata deve presentare per legge. Tuttavia per avere un impatto reale, questi documenti separati devono essere necessariamente integrati l'uno con l'altro: si parla appunto di Report Integrato. Quest'ultimo è quindi un documento unico che racchiude sia le informazioni finanziarie racchiuse nel bilancio di esercizio sia le informazioni non finanziarie contenute nei bilanci di sostenibilità.

Nei prossimi paragrafi si discuterà prima della definizione del concetto di informazioni "non finanziarie", quindi si analizzeranno le linee guida per la redazione del Report Integrato, la normativa Europea ed infine si analizzeranno i pro e i contro che tale documento di rendicontazione porta alle imprese.

1.3.1. Le informazioni "non finanziarie"

Cosa si intende per informazioni "non finanziarie"? Si intende un'ampia categoria di informazioni, comunicate non solo agli azionisti, ma anche agli altri *stakeholder*, che non sono definite da uno standard di *accounting*. Questa ampia categoria può essere suddivisa in tre sottocategorie (Eccles e Kurz, 2012):

1. gli *asset* intangibili: ovvero quei beni immateriali che possono creare valore e che non vanno confusi con i beni materiali o tangibili (ad esempio le giacenze, le proprietà, gli impianti e l'equipaggiamento) anch'essi utilizzati per creare valore. Esempi comuni sono il capitale umano (che contribuisce alla qualità e quindi al prezzo), il capitale intellettuale (che porta a nuovi prodotti), il marchio (utile per le quote di mercato e i margini di profitto) e la fedeltà dei clienti (che porta a mantenere la quota di mercato acquisita e a ridurre i costi di vendita e di *marketing*);
2. i *Key Performance Indicators* (*KPI*) non finanziari: strumenti di misurazione quantitativi dei risultati di una determinata attività o processo (ad esempio il numero di visitatori in un sito, quanti si iscrivono alla *newsletter* del sito e così via…). Si distinguono da quelli finanziari in quanto accolgono numeri che non provengono dalla contabilità;

3. i parametri ambientali, sociali e di governance (in inglese, *ESG – Environmental, Social and corporate Governance*) che misurano le *performance* di un'azienda in ognuno di questi campi.

A sostegno dell'importanza delle sopracitate informazioni non finanziarie, la società *Ocean Tomo* annualmente effettua un'indagine relativa alla differenza tra il valore di mercato e il valore contabile delle aziende che compongono l'indice *S&P 500*: il risultato ottenuto è che questa differenza è giustificata per un'ampia quota di fattori non finanziari che non trovano espressione nei tradizionali bilanci di esercizio (si veda Figura 6). In definitiva, è ancora una volta avvertita la necessità di adottare a fini sia gestionali interni sia di comunicazione verso l'esterno di un nuovo metodo di rendicontazione, il Report Integrato appunto, che contenga un patrimonio informativo aziendale più ampio rispetto a questa tipologia di informazioni non finanziarie (adattato da Gasperini, 2013 e da OceanTomo, 2015).

Figura 6*:* Differenza tra valore contabile e valore di mercato delle imprese. Fonte: adattato da OceanTomo, 2015.

1.3.2. Le linee guida per la redazione del Report Integrato

Un'altra tematica da affrontare è la seguente: mentre il *reporting* finanziario è sottoposto a molte regole e le pratiche di rendicontazione di un'impresa si basano su

standard universalmente accettati e condivisi (ad esempio gli *International Financial Reporting Standards – IFRS*), la rendicontazione non finanziaria non ha *standard* ben definiti a causa della natura (ad oggi) volontaria e non obbligatoria del *reporting*. Tuttavia molte imprese, per divulgare questo tipo di informazioni, utilizzano le linee guida del *Global Reporting Initiative* (*GRI*): un'organizzazione internazionale indipendente che promuove appunto il *reporting* delle informazioni non finanziarie quale strumento per favorire lo sviluppo economico sostenibile attraverso la comunicazione di informazioni specifiche collegate a *performance* ambientali, sociali e di *governance* (Iaccolingo, 2014).

Su iniziativa del *GRI* viene costituito nel 2010 l'*International Integrated Reporting Council* (*IIRC*): un ente globale formato da rappresentanti di organismi regolatori, investitori, aziende, *standard setters*, professioni contabili e organizzazioni non governative, con l'obiettivo sia di standardizzare a livello internazionale i principi e i criteri di elaborazione dell'informazione integrata, sia di gettare le basi per sviluppare un nuovo modello di comunicazione aziendale fondato sulle informazioni non finanziarie.

1.3.3. La Direttiva dell'Unione Europea

È necessario segnalare anche una novità di grande interesse per l'Europa: infatti il 5 novembre 2014 è stata pubblicata, nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, la Direttiva 2014/95/UE e del Consiglio del 22 Ottobre 2014, che modifica la direttiva 2013/34/UE, per quanto concerne la comunicazione di informazioni non finanziarie da parte di talune imprese e gruppi di grandi dimensioni.

La *ratio* di tale Direttiva è quella sia di tenere conto della responsabilità sociale delle imprese, sia di rispondere alle esigenze informative degli investitori, degli azionisti e degli altri *stakeholder*, nonché alla necessità di assicurare ai consumatori un facile accesso alle informazioni relative all'impatto delle imprese sull'ambiente e sulla società.

In particolare tale Direttiva si applica alle "imprese di grandi dimensioni che costituiscono enti di interesse pubblico e che, alla data di chiusura del bilancio, presentano un numero di dipendenti occupati in media durante l'esercizio pari a 500". (EUR-Lex, 2015).

La Direttiva ha inoltre un impatto significativo sulla relazione della gestione: infatti in essa le imprese interessate devono includere "una dichiarazione di carattere non finanziario contenente almeno informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività, tra cui:

a) una breve descrizione del modello aziendale dell'impresa;
b) una descrizione delle politiche applicate dall'impresa in merito ai predetti aspetti, comprese le procedure di dovuta diligenza applicate;
c) il risultato di tali politiche;
d) i principali rischi connessi a tali aspetti legati alle attività dell'impresa anche in riferimento, ove opportuno e proporzionato, ai suoi rapporti, prodotti e servizi commerciali che possono avere ripercussioni negative in tali ambiti, nonché le relative modalità di gestione adottate dall'impresa;
e) gli indicatori fondamentali di prestazione di carattere non finanziario (*KPI* E ESG) pertinenti per l'attività specifica dell'impresa". (EUR-Lex, 2015).

Inoltre la Direttiva deve essere recepita dagli Stati membri nel proprio ordinamento entro il 6 Dicembre 2016 e la sua applicazione deve decorrere dall'esercizio avente inizio il 1° gennaio 2017 o durante tale anno.

In definitiva, appare ormai imminente, in Europa, che questa Direttiva venga applicata non solo alle imprese che presentano un numero di dipendenti occupati in media durante l'esercizio pari a 500, ma che venga estesa anche a tutte le altre.

1.3.4. Gli argomenti a sostegno del Report Integrato

Due sono le ragioni principali per cui le imprese dovrebbero adottare il Report Integrato per la loro comunicazione esterna (Eccles e Kurz, 2012):

1. dotarsi di tale mezzo per la comunicazione esterna significa che l'impresa ha adottato una strategia sostenibile, rispondendo alle opportunità e ai rischi legati alla necessità di contribuire alla costruzione di una società sostenibile;

2. racchiudere in unico documento il messaggio rivolto a tutti gli *stakeholder* significa migliorare in modo netto la comunicazione aziendale e la relativa trasparenza.

Redigere il Report Integrato prelude inoltre all'ottenimento di cinque benefici importanti per le aziende (adattato da Bilanciarsi, 2015 e da Eccles e Kurz, 2012):

1. fornisce maggiore chiarezza sulle relazioni e sugli impegni: adottando il Report Integrato i *manager* vengono costretti a porre in una relazione di causa-effetto i risultati positivi raggiunti in materia di specifici elementi *ESG* e i relativi buoni risultati in materia di specifici parametri finanziari;
2. aiuta a prendere decisioni migliori: nel cercare di essere il più chiari possibile circa le relazioni fra i risultati finanziari e quelli non, i *manager* devono affinare gli attuali metodi di misurazione e cercarne di nuovi. Tutto ciò ovviamente favorisce un'informazione migliore e di conseguenza migliora il *decision making*;
3. aumenta il livello di coinvolgimento di tutti gli *stakeholder*: infatti, migliorando la comunicazione e la qualità delle informazioni fornite, si innescano dei processi comunicativi bidirezionali: da un lato l'impresa comunica i risultati delle proprie *performance*, finanziarie e non, ai propri *stakeholders*; dall'altro lato vengono integrate le considerazioni e le attese dei diversi portatori di interesse nelle strategie e decisioni di impresa;
4. migliora la trasparenza: il Report Integrato fornisce infatti un quadro chiaro sia tra le relazioni fra l'impresa e i suoi *stakeholder* e sia degli obiettivi che l'impresa stessa si è prefissata e i relativi risultati ottenuti;
5. riduce il rischio reputazionale: il Report Integrato svolge infatti un duplice ruolo fondamentale: in primo luogo, fornendo una visione integrata delle *performance* finanziarie e non finanziarie dell'impresa, aiuta l'impresa stessa a colmare il *gap* tra reputazione e realtà (la reputazione esterna dell'azienda può infatti essere migliore o peggiore rispetto alla sua effettiva capacità di soddisfare le aspettative degli *stakeholder*) identificando i suoi fattori di rischio e mostrando con chiarezza quali sono le aree in cui la reputazione di impresa si basa sui risultati delle *performance*; in secondo luogo, aumentando il livello di coinvolgimento degli *stakeholder*, il Report Integrato è in grado di cogliere

sin dall'inizio quella nuova convinzione o aspettativa che può avere un impatto sull'azienda (tale cambiamento può avvenire in maniera repentina, come ad esempio il verificarsi di un incidente grave che porta a rivedere gli standard di sicurezza, oppure emergere lentamente come nel caso del graduale aumento delle preoccupazioni legate alle emissioni di anidride carbonica nell'atmosfera).

Relativamente ai sopracitati benefici derivanti dal Report Integrato, esiste uno schema che li metti in relazione tra di loro (si veda Figura 7).

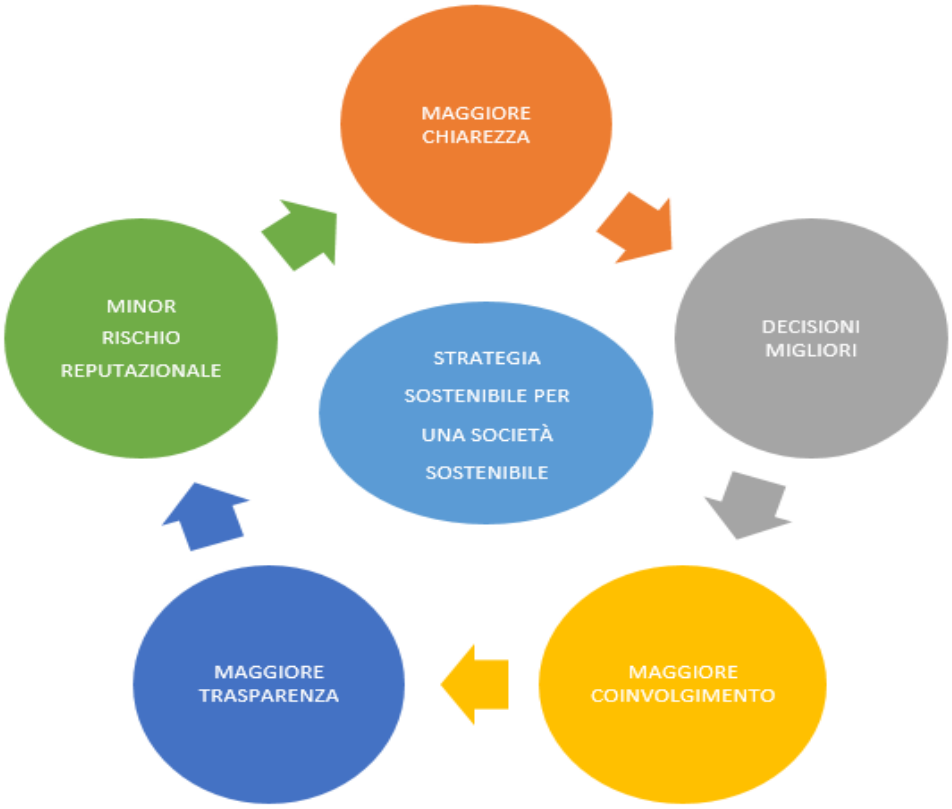

Figura 7: i benefici del Report Integrato. Fonte: adattato da Bilanciarsi, 2015 e da Eccles e Kurz, 2012.

In particolare, puntando all' individuazione del nesso fra i risultati finanziari e non finanziari (maggiore chiarezza), l'impresa realizza di avere bisogno di informazioni più adeguate che, a loro volta, portano a decisioni più ponderate (decisioni migliori). Il processo di *decision making* può essere inoltre migliorato attraverso un potenziamento sia della collaborazione interna all'impresa, sia della collaborazione esterna (maggiore coinvolgimento): la prima si ottiene prestando maggior attenzione al modo in cui le

performance delle singole unità operative influiscono le une sulle altre e, di conseguenza, sull'impresa nel complesso; la seconda si ottiene mantenendo il dialogo con *stakeholder* ed è essenziale per individuare i mutamenti delle aspettative e delle convinzioni. Un maggior coinvolgimento degli *stakeholder* implica anche una maggior trasparenza tra questi ultimi e l'impresa stessa ed inoltre tutto ciò permette di ridurre il rischio reputazionale aumentando la probabilità che l'azienda sia sostenibile nel lungo periodo, nonostante il mutare dei valori sociali.

In definitiva, per l'impresa adottare una tale linea d'azione porta allo sviluppo e all'implementazione di una strategia sostenibile per una società sostenibile.

1.3.5. Obiezioni al Report Integrato

Nonostante i cinque benefici definiti precedentemente derivanti dall'adozione del Report Integrato, esistono anche degli argomenti che vanno contro l'uso di tale documento da parte delle imprese. Le obiezioni all'utilizzo del Report Integrato si riassumono in tre punti principali (Eccles e Kurz, 2012):

1. l'efficienza del mercato è tale da non richiedere alle imprese di cambiare le loro pratiche di rendicontazione (prospettiva del mercato dei capitali): cioè se le informazioni non finanziarie incidessero sul valore dell'azienda, il mercato ne avrebbe già tenuto conto, condizionando il prezzo dei titoli azionari;
2. le imprese gestite in modo ottimale si sarebbero già dotate di tale documento di rendicontazione, rendendolo un modello assai diffuso, se l'adozione del Report Integrato portasse reali benefici (prospettiva delle imprese);
3. il Report Integrato frena lo sviluppo di una società sostenibile (prospettiva degli *stakeholder*): secondo tale obiezione, gli interessi degli azionisti e degli *stakeholder* non sono convergenti e se le imprese adottassero strategie sostenibili solo per creare valore per gli azionisti, allora ci sarebbe il rischio che le imprese riducessero il loro impegno nella sostenibilità a favore di benefici economici.

In ultima analisi, è fondamentale riconoscere che questo lavoro di tesi si basa intorno a tre assunti fondamentali (Eccles e Kurz, 2012):

1. i mercati non sono del tutto efficienti e l'allocazione del capitale può essere sempre più ottimizzata attraverso informazioni migliori;
2. le pratiche di *management* possono essere sempre perfezionate grazie al supporto dell'innovazione che se da un lato implicano rischi e costi, dall'altro lato offrono la possibilità di ottenere benefici di lunga durata;
3. gli interessi degli azionisti e degli altri *stakeholder* non sono né completamente congruenti e né completamente in contrasto tra di loro.

In definitiva, le imprese hanno bisogno del Report Integrato: infatti quest'ultimo permette non solo di raggiungere i cinque benefici precedentemente discussi, ma anche rappresenta un modo per affermare che l'impresa si sta orientando verso la sostenibilità. Inoltre è presumibile che le pressioni derivanti dagli *stakeholder* attorno a questioni legate all'esaurimento di alcune risorse naturali continueranno a crescere e, in quest'ottica, il Report Integrato può contribuire a dimostrare gli impegni presi.

Naturalmente, il Report Integrato non è la panacea di tutti i mali: da solo infatti non è in grado di risolvere tutte le problematiche riguardanti l'ambiente e gli aspetti sociali e tantomeno le comunicazioni aziendali verso tutti gli *stakeholder*.

Di sicuro, è anche vero che un'impresa può essere chiaramente impegnata verso la sostenibilità e non produrre un Report Integrato oppure può puntare su di una comunicazione più chiara ed una rendicontazione più trasparente senza impegnarsi nella sostenibilità.

Ma, se un'azienda è realmente interessata alla sostenibilità e se si impegna davvero in una rendicontazione che sia il più trasparente possibile, allora gli argomenti a sostegno del Report Integrato diventeranno particolarmente convincenti. Tanto più che i *manager* sono interessati a riportare le *performance* finanziare e non finanziarie agli *stakeholder*, soprattutto se a questi sono legati incentivi finanziari o di altro tipo.

Capitolo 2. Gli analisti finanziari

2.1. Introduzione

Nel capitolo precedente si è discusso dell'importanza dell'adozione del Report Integrato da parte delle imprese come strumento di rendicontazione non solo delle informazioni finanziarie, ma anche di quelle non finanziarie. In questo capitolo si analizzerà l'uso di tale Report Integrato e delle sue informazioni da parte degli analisti finanziari: questi sono sostanzialmente dei professionisti che lavorano per istituzioni finanziarie (come ad esempio le banche d'affari) nelle quali vi è un dipartimento apposito dove eseguono operazioni sui libri contabili e stilano dei *report* per consigliare certe operazioni finanziarie agli investitori che ne fanno richiesta.

In questo capitolo, dopo aver definito ed analizzato le fonti preferite di informazione degli stessi analisti finanziari, si tratterà dei loro metodi di valutazione delle aziende e delle loro raccomandazioni di investimento ed infine dell'influenza sull'accuratezza delle loro previsioni esercitata dalla vicinanza a quelli che verranno definiti come "i centri di competenza e di informazione".

2.2. Chi sono gli analisti finanziari?

In generale, gli analisti finanziari sono degli intermediari tra i *manager* delle imprese analizzate e i mercati finanziari. Grazie alla loro formazione, attività ed esperienze professionali, sono in grado di fornire, utilizzando diversi tipi di informazione relativamente alle società, imprese e sistemi economici presi come riferimento, valutazioni di aziende (*target price*), elaborazioni di *rating* sul mercato di credito (*credit rating*) di società emittenti di prestiti obbligazionari o di altri titoli di debito, stime degli utili delle imprese (*earnings forecasts*) e raccomandazioni di investimento (Bertinetti *et al*., 2009).

In sostanza, il processo di valutazione degli analisti finanziari consiste nella seguente struttura sequenziale di tipo *input-modello di analisi-output* (Bertinetti *et al*., 2009):

- nella fase di *input*, l'analista raccoglie varie informazioni, passate o presenti, sia fornite direttamente dalla società, sia reperite attraverso ricerche di settore o relative al contesto macro-economico di riferimento;
- le informazioni raccolte nelle fasi di input vengono quindi elaborate dall'analista usando un opportuno *modello di analisi*;
- infine nella fase di *output*, sulla base della valutazione ottenuta, l'analista emette un *target price* e una raccomandazione di investimento che vengono successivamente diffusi attraverso la pubblicazione di *report*.

Si è soliti distinguere tre principali categorie di analisti finanziari (Bertinetti *et al*., 2009):

1. i *sell-side analysts* che lavorano tipicamente per *broker*, *investment bank* o intermediari polifunzionali e che offrono ai proprio clienti, in cambio di un sostanzioso corrispettivo in denaro, servizi diversificati quali *corporate finance*, *brokering*, raccomandazioni di investimento e così via…
2. i *buy-side analysts* che, operando per investitori istituzionali, indicano ai soli gestori le operazioni da compiere;
3. gli analisti indipendenti che lavorano appunto per conto proprio.

In questo lavoro, quando si parlerà di analisti finanziari, si farà riferimento alla sola prima categoria descritta e quindi agli *sell-side analysts*.

Un altro aspetto molto rilevante da considerare è che non bisogna confondere gli analisti finanziari con le società di *rating*: infatti mentre i primi emettono giudizi sulle azioni e sul capitale proprio, i secondi emettono invece giudizi sulle obbligazioni e quindi sul capitale di debito. In altre parole, gli analisti rappresentano il punto di vista degli investitori azionari; mentre le agenzie di *rating* rappresentano il punto di vista degli obbligazionisti. Di conseguenza queste due tipologie di soggetti hanno pareri diversi relativamente alle azioni intraprese dall'impresa: mentre infatti gli analisti finanziari potrebbero considerare positivamente il riacquisto di azioni proprie effettuato da un'impresa con mediocri opportunità di investimento, le agenzie di *rating* potrebbero considerarlo negativamente in quanto riduce le disponibilità liquide. Pertanto le imprese cercano di adottare determinati comportamenti che, sfruttando le "falle" e le "discordanze" presenti nel mercato, siano volti a soddisfare le aspettative di entrambi i gruppi. Un esempio di questo tipo di comportamento è stato riscontrato nelle imprese

statunitensi: infatti, prima che i principi contabili statunitensi ne richiedessero la capitalizzazione in bilancio, il *leasing* non veniva considerato come strumento di debito e pertanto le imprese potevano aumentare il loro livello di indebitamento reale (e quindi gli utili per azione) senza subire giudizi negativi da parte delle agenzie di *rating* (Damodaran e Roggi, 2011).

Un'ultima osservazione da fare è la seguente: dall'analisi condotta sino ad ora sugli analisti finanziari sembra che le sole società quotate siano interessate ai loro giudizi e pertanto a mantenere con loro una periodica e costante comunicazione. In realtà, anche le società non quotate sono interessate ad avere un giudizio positivo dagli analisti finanziari: infatti, in seguito all'approvazione degli accordi di Basilea[1] III da parte del G20 nel summit di Seoul del novembre 2010, le banche finanziano solo quelle imprese che dimostrano di essere meritevoli e cioè quelle che presentano buone prospettive di redditività, un buon equilibrio finanziario e che rispettano i valori previsti per gli indicatori sintetici di "bancabilità". Ecco che le società, siano esse quotate o non, quando necessitano di finanziamenti, devono fare della comunicazione finanziaria il mezzo fondamentale per convincere gli investitori (non solo le banche) ad ottenere tali capitali.

Dopo aver definito gli analisti finanziari, nel prossimo paragrafo si andranno ad analizzare quali tipi e fonti di informazione adottano nella stesura dei loro *report*.

2.3. Le fonti utilizzate dagli analisti finanziari

Come precedentemente descritto, gli analisti finanziari seguono una struttura sequenziale di tipo *input-modello di analisi-output*. Nella fase di *output*, come già detto, vengono redatti i *report* in cui, in sintesi, gli analisti finanziari raccomandano certi tipi di investimento agli investitori che ne fanno richiesta. La peculiarità di questi *report* è che evidenziano il fatto che gli analisti non limitano le loro ricerche all'informazione contabile (i cosiddetti *financial report*), ma ricercano e usano anche molte altre informazioni di natura non-finanziaria. A rafforzare tale idea, da un'indagine condotta dalla società inglese *Radley Yeldar* (2015), commissionata dalle organizzazioni

[1] Sono accordi di livello internazionale raggiunti dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria: quest'ultimo è un organo consultivo internazionale istituito nel 1974 dalle banche centrali dei paesi del G10 (Enciclopedia Treccani, 2015).

Accounting for Sustainability (*A4S*) e dal *GRI*, riferita ad un campione di 35 analisti, è emerso che più dell'80% dei soggetti intervistati attribuisce un valore molto rilevante o rilevante alle informazioni non finanziarie per le loro analisi (si veda Figura 8).

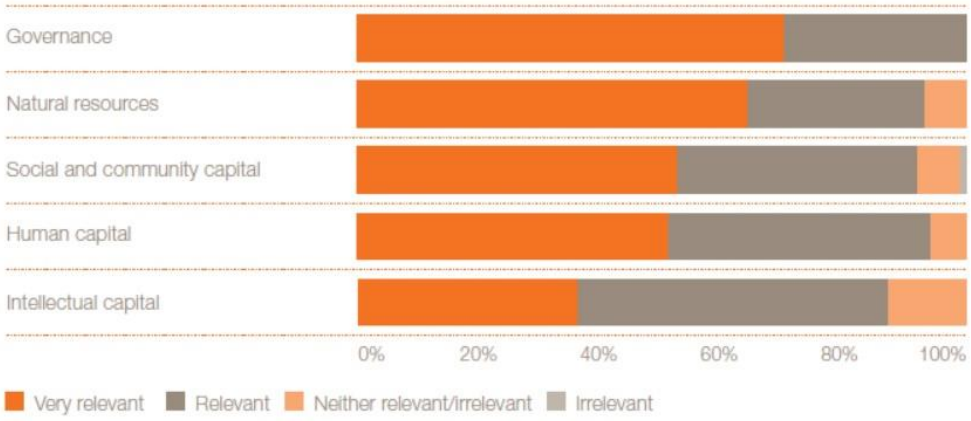

Figura 8: Rilevanza delle informazioni non finanziarie per gli analisti finanziari. Fonte: *Radley Yeldar* (2015).

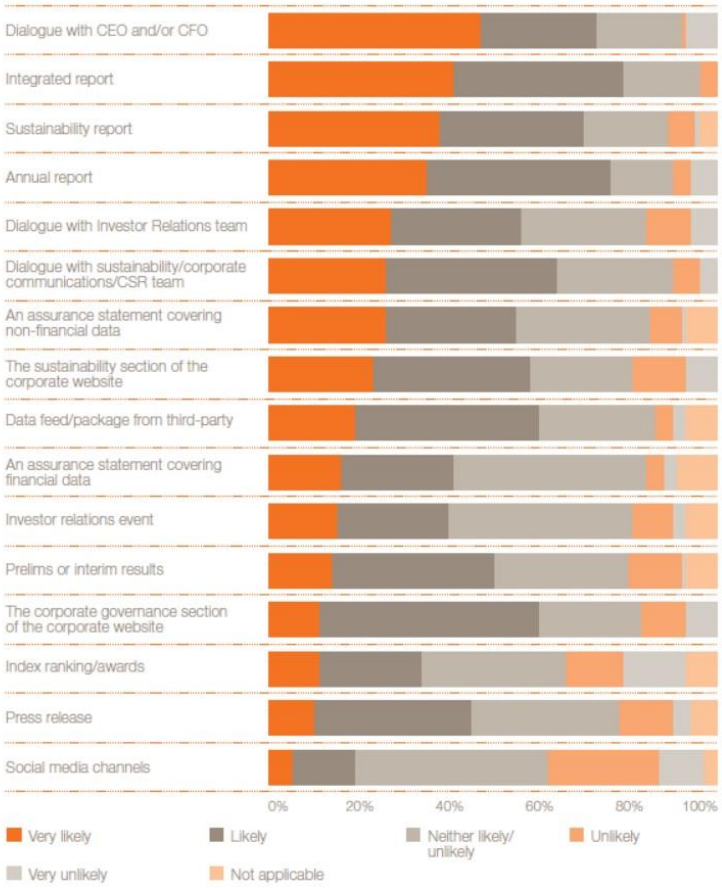

Figura 9: Le fonti di informazione preferite dagli analisti finanziari Fonte: *Radley Yeldar* (2015).

Sempre dalla stessa indagine è anche emerso che gli analisti tra i vari strumenti di *reporting* considerano il Report Integrato molto utile in quanto offre la possibilità di aumentare la rilevanza di tutte queste informazioni contribuendo a migliorarne l'affidabilità, l'accessibilità e la comparabilità e quindi, in ultima analisi, a migliorare la valutazione di tali risorse non finanziarie (si veda Figura 9).

2.4. I metodi di valutazione utilizzati dagli analisti finanziari

Dopo aver osservato che gli analisti finanziari nella stesura dei loro *report* usano ed elaborano anche le informazioni non finanziarie, vengono ora analizzati i metodi di valutazione usati per esprimere il valore di una società. La molteplicità di questi viene ricondotta in due macrocategorie (Bertinetti *et al*., 2009):

a) metodi basati sull'analisi fondamentale;
b) metodi basati sui multipli di mercato.

Consideriamo la prima macrocategoria. All'interno di essa si possono distinguere i seguenti quattro metodi di valutazione (Bertinetti *et al*., 2009 e Potito, 2013):

1. i metodi patrimoniali che consentono di calcolare il valore dell'impresa basandosi sul patrimonio dell'impresa stessa, ma che offrono una visione disaggregata dell'azienda e sono poco orientati ai risultati futuri. Infatti due imprese con lo stesso patrimonio, ma con diversa capacità di generare reddito, in futuro vengono valutate in modo eguale. Nella pratica vengono usati per quelle imprese dove gli elementi patrimoniali sono essenziali come ad esempio le imprese immobiliari e le *holding*. I metodi patrimoniali possono essere (Potito, 2013):
    a. semplici se prevedono all'attivo sostanzialmente solo elementi materiali;
    b. complessi se prevedono anche elementi immateriali (brevetti, rapporto con la clientela, etc…);
2. i metodi reddituali che comprendo sia i metodi che prevedono l'attualizzazione del flusso di reddito per gli azionisti (*Discounted Shareholder Profit*) o degli utili futuri (*Discounted Earnings*), sia quelli definiti "euristici", quali il

Warranty Equity Valuation (*Wev*) o il *Required Roe* (*RR*). La formula matematica per il calcolo del *Wev* è la seguente:

$$E = \frac{Roe - g}{Coe - g} * \frac{P}{Bv}$$

dove: *E* esprime il valore del capitale, *Roe* è il *Return on Equity*, *Coe* è il *Cost of Equity*, *g* è il tasso di crescita di lungo periodo e $\frac{P}{Bv}$ esprime il tradizionale rapporto *Price*/*Book Value*. Mentre la formula matematica del *RR* è identica con l'unica differenza che *g* è assunto pari a zero (Bertinetti *et al*., 2009);

3. i metodi finanziari il cui principio comune ad ogni variante di questo metodo è che il valore del capitale aziendale è definito dal valore attuale dei flussi di cassa prospettici prelevabili. I più noti sono (Potito, 2013):
    a. l'*Asset side approach* (o *Discounted Cash Flow*) che tramite l'attualizzazione finanziaria dei flussi di cassa futuri giunge al valore dell'attivo dell'azienda oggetto di analisi;
    b. l'*Equity side approach* (o *Dividend Discounted Model*) che consente di pervenire direttamente al valore economico del patrimonio netto attualizzando i dividendi futuri;
4. i metodi misti che si dividono in due casi (Potito, 2013):
    a. il metodo della stima autonoma del Goodwill che consiste nella somma tra il patrimonio netto rettificato e l'avviamento. Quest'ultimo è il valore del soprareddito medio futuro che è la differenza tra il reddito medio atteso dell'azienda e quello definito normale per il settore di appartenenza;
    b. il metodo dell'*Economic Value Added* (*EVA*) che presenta un approcio *asset side* perché la nuova ricchezza prodotta è l'incremento che si riesce ad aggiungere al capitale operativo investito nell'azienda (*CI*), determinato dallo *spread* tra il rendimento effettivamente ottenuto (r) e il costo (c) del capitale fornito sia dai terzi finanziatori che dagli azionisti. In formule:

$EVA = (r - c)/CI.$

La seconda macrocategoria fa riferimento invece all'utilizzo dei multipli di mercato ossia alle stime basate sul confronto con aziende simili. Tali stime consentono di calcolare

il valore dell'azienda oggetto di stima attraverso la rilevazione dei prezzi o di negoziazioni effettivamente portate a termine per imprese similari. I prezzi osservati vengono rapportati a tipiche grandezze delle imprese cui si riferiscono (per esempio il reddito) ottenendo così dei multipli con cui valutare un'azienda simile (ad esempio se il prezzo è 10 e il reddito è 5, allora il multiplo sarà pari a 2). I multipli di mercato si distinguono in relazione al valore del numeratore in (Potito, 2013):

a) multipli di capitale (*equity side)*. Tra questi vi sono il *price/earning*, il *price/cash flow* e il *price/book value*;
b) multipli dell'attivo (*asset side*). Tra questi vi sono l'*EV/EBIT*, l'*EV/EBITDA* e l'*EV/Sales* dove *EV* (è il valore di mercato dell'impresa).

Gli analisti finanziari usano tali multipli di mercato in due modi (Bertinetti *et al*., 2009):

1) nel primo modo viene effettuato un confronto tra i multipli medi delle società paragonate;
2) il secondo modo prevede invece il confronto tra società sulla base di due multipli considerati simultaneamente (ad esempio la coppia *Price*/*Book Vakue* e *Roe*).

Dopo aver analizzato i vari metodi di analisi, nel prossimo paragrafo si analizzerà quali dei metodi appena descritti vengono utilizzati nei vari settori.

2.5. Utilizzo dei metodi per settore

Lo studio condotto da Bertinetti *et al.* (2009) ha analizzato più di 4500 *report* redatti da 50 *investment bank* o società di brokeraggio, sia nazionali che internazionali, in riferimento a 4 settori (assicurativo, bancario, industriale e quello delle *utilities*). Come si può osservare dall'analisi del Grafico 1, gli analisti finanziari, nel valutare una determinata società, preferiscono fare ricorso alla prima macrocategoria ovvero a quella dei metodi dei multipli di mercato. Relativamente invece alla prima macrocategoria e cioè ai metodi basati sull'analisi fondamentale è possibile fare le seguenti osservazioni (Bertinetti *et al*., 2009)::

- nel settore industriale e nel settore delle *utilities* prevale il ricorso ai metodi finanziari perché, in entrambi i settori, è possibile identificare con maggiore

precisione i flussi di cassa prospettici prelevabili da attualizzare per giungere alla valutazione aziendale;

- nel settore assicurativo invece si rileva una preferenza nell'utilizzo dei metodi patrimoniali: questo è dovuto dalla caratteristiche specifiche delle imprese assicurative nelle quali è critica l'identificazione del portafoglio polizze già acquisite e di quelle nuove che assicurano all'impresa ricavi pluriennali per gli esercizi futuri;
- nel settore bancario, non è possibile identificare (tra i metodi basati sull'analisi fondamentale) un metodo prevalente, ma piuttosto l'utilizzo di una molteplicità di approcci: questo risultato è coerente con la moderna struttura degli istituti bancari che sono caratterizzati da più *business* di diversa natura.

Nel prossimo paragrafo si passerà a trattare del vantaggio che gli analisti finanziari beneficiano, in termini di maggiore accuratezza, nelle loro previsioni dalla vicinanza fisica a quelli che verranno definiti "centri di informazione e di competenza".

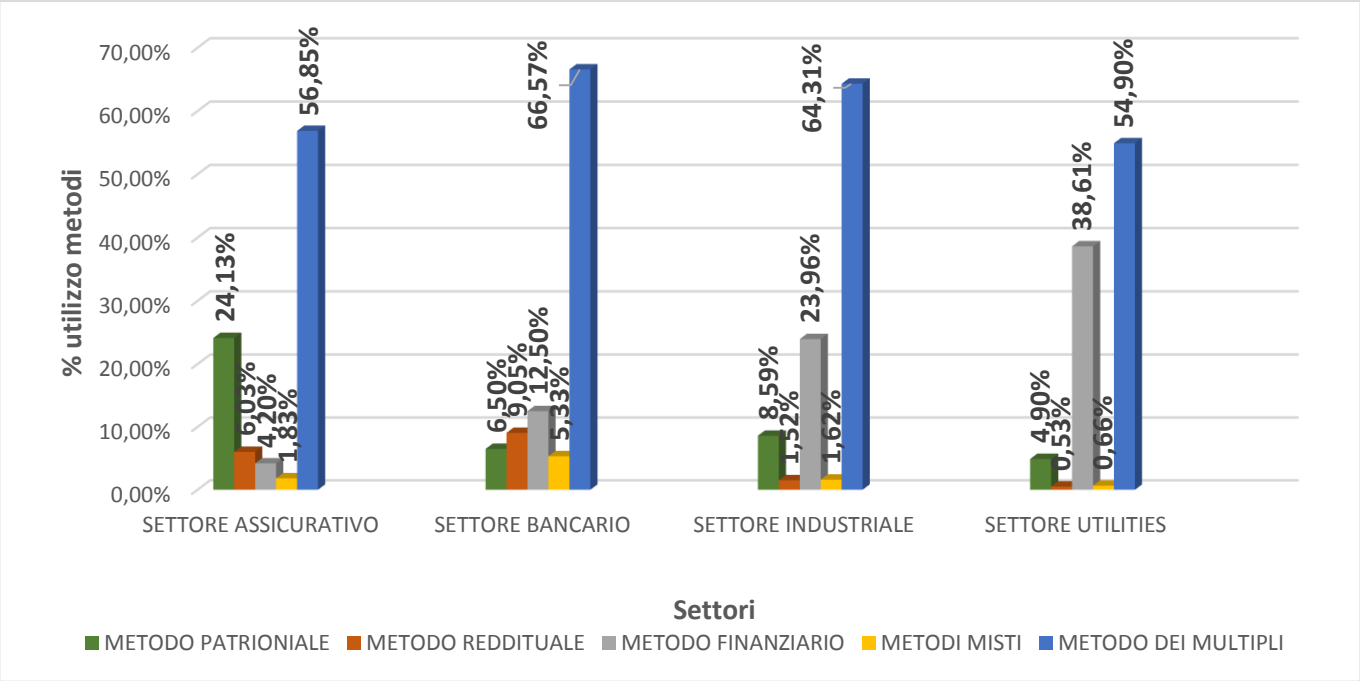

Grafico 1: Percentuali di utilizzo dei metodi complessivamente impiegati tra i settori. Fonte: adattato da Bertinetti et *al.*, 2009.

2.6. I centri di competenza e di informazione

Molti autori hanno effettuato ricerche relativamente al come la vicinanza da parte degli analisti finanziari alle imprese che sono oggetto della loro analisi possa influenzare le loro previsioni. Per esempio Malloy (2005) condusse una ricerca negli USA dove osservò che le valutazioni delle imprese da parte degli analisti finanziari localizzati in prossimità delle stesse imprese oggetto delle loro valutazioni erano molto più precise ed accurate rispetto a quelle elaborate dagli analisti localizzati più distanti. Questo risultato inoltre è supportato anche dai risultati ottenuti dagli studi di Barker (1998): egli infatti fornì quattro possibili ragioni per spiegare queste differenze di valutazioni:

1. i contatti personali migliorano la tempestività della comunicazione dell'informazione;
2. gli analisti possono avere un confronto diretto con i *managers* dell'impresa oggetto della loro valutazione;
3. la vicinanza alle imprese da parte degli analisti permette di avere un vantaggio comparativo rispetto ai loro colleghi più distanti;
4. gli analisti finanziari possono concentrarsi sulle questioni dell'impresa inerenti alla strategia e alle decisioni che avranno un impatto nel medio-lungo termine.

Tuttavia lo studio, preso come riferimento, condotto da Cavezzali *et al.* (2014) non è in perfetta sintonia con i precedenti risultati: infatti sostiene che, in un contesto così fortemente globalizzato, la vicinanza fisica può essere facilmente sostituita dal contatto virtuale e le distanze possono essere accorciate dalle nuove tecnologie che facilitano la telecomunicazione. Ritiene quindi che la vicinanza fisica degli analisti finanziari alle imprese non è necessariamente associata da un vantaggio informativo.

Piuttosto lo studio rileva che il vantaggio informativo per gli analisti finanziari deriva da un'altra tipologia di vicinanza che è più correlata con la conoscenza del settore: si tratta della vicina ai "centri di informazione e di competenza". Questi ultimi sono dei poli industriali che possono costituire degli importanti *spillovers* creando dei *network* formali e informali tra le imprese e gli istituti di ricerca: in sostanza, in un polo così formato e strutturato l'informazione può facilmente affluire e propagarsi. Secondo questa ricerca quindi la prossimità geografica degli analisti finanziari ai suddetti "centri di informazione e di competenza" migliora la qualità della conoscenza del settore e permette agli analisti

di sviluppare delle competenze e delle abilità uniche trasformandole in un vantaggio informativo e in una migliore accuratezza nelle loro previsioni.

In particolare, i *set* di informazioni che gli analisti finanziari usano per valutare una società, come già accennato nel paragrafo dedicato alle fonti, possono essere suddivisi in due gruppi (Cavezzali *et al.*, 2014):

a) il primo gruppo composto dalle informazioni finanziarie che sono facilmente reperibili;
b) ed il secondo gruppo che è invece composto dalle informazioni non finanziarie che, essendo prodotte e favorite dall'ambiente in cui gli analisti lavorano, possono costituire un vantaggio informativo per gli analisti stessi che hanno accesso a questo contesto.

Pertanto la vicinanza da parte degli analisti finanziari a questi "centri di competenza e di informazione" consente loro di avere una maggiore conoscenza delle informazioni non finanziarie, di ottenere quindi un vantaggio informativo e in ultima analisi di migliorare l'accuratezza delle loro previsioni rispetto a quelle degli analisti che sono collocati più distanti dai suddetti centri.

La ricerca identifica inoltre tre modelli alternativi per definire il come si genera la maggiore conoscenza delle informazioni non finanziarie all'interno di questi centri relativamente al loro settore di appartenenza (Cavezzali *et al.*, 2014):

a) il primo è basato sull'idea che la conoscenza deriva dagli scambi intensivi e privilegiati tra le industrie che sono fortemente collegate tra di loro in settori agglomerati (i cosiddetti *clusters*). In questo approccio quindi le relazioni tra i settori che caratterizzano un *cluster* producono conoscenza e gli analisti finanziari che hanno accesso a quest'ultima, in virtù della loro vicinanza geografica ai *clusters*, beneficiano di un vantaggio informativo culturale che migliora l'accuratezza delle loro previsioni per le imprese locali e non che appartengono al medesimo settore del *cluster* di riferimento;
b) il secondo modello è basato su un approccio settoriale: se un settore è molto produttivo, allora possiede una forte posizione competitiva in confronto agli altri settori. Questa posizione di vantaggio posseduta dentro l'economia nazionale genera sia una maggiore specializzazione e sia una miglior conoscenza del settore rispetto agli altri che sono meno rilevanti per

l'economia nazionale stessa. Pertanto essere vicini a settori molto produttivi può essere fonte di un vantaggio informativo;

c) il terzo ed ultimo modello è invece basato sulla logica del *network*: il principio alla base di tale approccio è che la conoscenza sia generata dalla condivisione e che rappresenta l'effetto dell'incrocio delle competenze formatesi tra i vari settori, formando appunto un *network*. L'intensità della conoscenza dipende quindi dagli scambi tra i settori appartenenti al *network*. In questo caso pertanto la vicinanza ai più importanti nodi del *network* può costituire fonte di un vantaggio informativo.

In definitiva si è potuto constatare che gli analisti finanziari nella stesura dei loro *report* utilizzano non solo le informazioni finanziarie, ma anche, se non addirittura soprattutto, le informazioni non finanziarie. Tuttavia allo stato attuale dei principi contabili di rendicontazione si riscontrano alcune difficoltà nel misurare con precisione tali informazioni: infatti il mercato non dispone ancora di sufficienti strumenti di valutazione di tali informazioni non finanziarie, trattandosi in buona parte di informazioni ritenute "private" e che spesso non vengono comunicate all'esterno dell'azienda tramite documenti "ufficiali" come ad esempio il Bilancio di Esercizio, i comunicati stampa ed etc.… A supporto di tale constatazione, la ricerca condotta da Cavezzali *et al.* (2014) ha proprio evidenziato che la vicinanza da parte degli analisti finanziari ai cosiddetti "centri di competenza e di informazione" permette loro di avere una migliore accuratezza nelle loro previsioni in quanto hanno a disposizione migliori informazioni non finanziarie rispetto agli altri analisti che sono collocati più distanti e che si basano sulle informazioni "ufficiali" messe a disposizione dalle società oggetto della loro valutazione (Gasperini, 2013).

Ancora. Dall'indagine condotta della società *Radley Yeldar* è emerso che vi è un consenso da parte degli analisti finanziari sul fatto che gli strumenti di *reporting* che contengono dati sulle informazioni non finanziarie, come ad esempio il Report Integrato, offrono la possibilità di aumentare l'utilità di questo tipo di informazioni contribuendo altresì a migliorarne l'affidabilità, l'accessibilità, la rilevanza, la comparabilità ed infine la valutazione dei risultati futuri.

Infine, gli analisti finanziari auspicano che le aziende si abituino ad indentificare e a misurare le proprie risorse non finanziarie e a darne comunicazione non solo al mercato,

ma anche agli istituti di credito, i quali saranno a questo punto in grado di avviare un processo di *benchmark* tra le varie richieste di accesso al credito innescando una migliore valutazione relativa tra i vari i *competitors*. Ecco che in questa prospettiva la capacità di valutare in modo puntuale ed adeguato le risorse non finanziarie di una società da parte degli analisti finanziari diventerà un vero e proprio valore aggiunto alla loro professione (Gasperini, 2013).

Capitolo 3. La natura del Report Integrato

3.1. Introduzione

Nel primo capitolo si è parlato del Report Integrato quale nuovo modello di rendicontazione delle imprese atto a comunicare ai propri *stakeholder* le informazioni finanziarie e non. Si è detto che questo strumento è frutto dei bisogni avvertiti dalla collettività (clienti, governo, ambiente, etc.) che richiedono alle imprese l'impegno di adottare quello che è stato definito nel primo capitolo come "sostenibilità integrata" nell'ambito della loro *governance*, strategia e *management* e di comunicarlo. Pertanto pare che il Report Integrato sia una naturale conseguenza dell'evoluzione dei *report* di sostenibilità e delle normative ad essa relativa.

In realtà a ben vedere vi è una più recente corrente di pensiero che afferma che il Report Integrato non è altro che l'evoluzione della normativa della comunicazione finanziaria: questo nuovo filone di ricerca ha comparato i principi fondamentali del "*GRI Guidelines*" (la principale struttura del *reporting* non finanziario) con quelli dell'"*IIRC Framework*" (che sviluppa invece la struttura del Report Integrato) riscontrando, appunto, che il Report Integrato sembra essere un'evoluzione dei *report* finanziari annuali piuttosto che di quelli sulla sostenibilità. Il punto principale di questo confronto è il principio della materialità: infatti è qui che emerge l'attenzione del Report Integrato non tanto verso gli aspetti economici, ambientali e sociali e verso gli *stakeholders*, ma verso la creazione del valore da parte delle imprese e i fornitori dei capitali finanziari.

Ancora. L'esame di come l'impresa comunica con il mercato può aiutare a capire come è visto il Report Integrato. A tal proposito lo studio condotto da Cavezzali *et al.* (in corso di stampa) sulle *earning conference calls* (eventi periodici organizzati dalle società in cui il *management* della società stessa illustra agli analisti finanziari i progetti futuri che si intendono realizzare con forte riguardo agli utili) delle imprese che utilizzano tale report si prefigge l'obiettivo di verificare in quale misura queste *conference calls* contengono elementi che siano evocativi della sostenibilità. I risultati di questa analisi dimostrano che gli analisti finanziari sono poco interessati ai temi riguardanti la sostenibilità perché dai mercati finanziari non emerge nessuna pressione al fine di fornire queste informazioni durante le *conference calls*.

È evidente che il risultato delle due ricerche sopracitate generano dubbi sulla natura del Report Integrato: infatti, se da un lato sembrerebbe essere nato come evoluzione dei *report* di sostenibilità, dall'altro potrebbe sembrare l'evoluzione della normativa economico-finanziaria. L'obiettivo ultimo di questo lavoro di tesi sarà dunque quello di svolgere un ulteriore ricerca atta a stabilire quale sia la vera natura del Report Integrato.

Il seguente capitolo nei primi due paragrafi presenterà una breve sintesi delle due ricerche sopracitate, per poi soffermarsi sull'obiettivo principale di questo lavoro di tesi: un confronto tra le *conference calls* delle imprese che redigono il Report Integrato con quelle delle imprese che invece redigono il Bilancio di Esercizio. Si effettuerà cioè una *content analysis* atta a capire quali sono le differenze e le similitudini tra le due tipologie di *conference calls* e pertanto dai risultati ad essa relativi si potrà dimostrare se effettivamente il Report Integrato è un'evoluzione della normativa della comunicazione finanziaria oppure della normativa sulla sostenibilità.

3.2. "*GRI Guidelines*" e "*IIRC Framework*": un confronto

Questo paragrafo riporta i risultati della ricerca condotta da Cavezzali e Rigoni che confronta i principi fondamentali del "*GRI Guidelines*" con quelli dell'"*IIRC Framework*" (Integrated Reporting, 2016 e Global Reporting, 2015). Questo confronto tra la struttura dell'*IIRC* con quella principale della comunicazione delle informazioni non finanziarie permette di sottolineare le differenze tra i due e di capire quale è effettivamente la *ratio* che sottostà al Report Integrato.

In particolare vengono presi in analisi i seguenti principi fondamentali:

1. le relazioni tra gli *stakeholders*;
2. la materialità;
3. la comparabilità;
4. la connettività delle informazioni;
5. l'affidabilità e la completezza.

In questa tesi verrà riportato solamente il confronto relativamente al principio della materialità che, come già detto in precedenza, rappresenta il punto principale di questo confronto in quanto è qui che emerge l'attenzione del Report Integrato non tanto verso gli aspetti economici, ambientali e sociali e verso gli *stakeholders*, ma verso la creazione del valore da parte delle imprese e i fornitori dei capitali finanziari.

3.2.1. Il principio della materialità

La tabella 1 mette a confronto le definizioni del principio di materialità date rispettivamente dal "*GRI Guidelines*" e dall'"*IIRC Framework*" (Integrated Reporting, 2016 e Global Reporting, 2015).

In accordo al *GRI*, la materialità è una soglia che permette di definire quando un determinato elemento diventa sufficientemente importante per la società al punto da darne comunicazione. La soglia dovrebbe considerare sia la forza a livello economico, ambientale e sociale connessa all'elemento, sia la rilevanza di quest'ultimo relativamente agli *stakeholders*.

L'*IIRC*, invece, identifica come materiali quegli elementi che hanno un impatto significativo sulla capacità della società di creare valore nel breve, medio e lungo termine. In altri termini, la società dovrebbe considerare gli impatti di questi elementi sulla strategia, *governance*, *performance* e prospettive future.

GRI	**IIRC**
Il *report* dovrebbe coprire aspetti che: • riflettono gli impatti significativi a livello economico, ambientale e sociale nella società; • influenzano sostanzialmente le valutazioni e le decisioni degli *stakeholders*.	Un Report Integrato dovrebbe comunicare informazioni relativamente a questioni che sostanzialmente influenzano la capacita della società di creare valore nel breve, medio e lungo termine.

Tabella 1: le definizioni del principio di materialità secondo le *"GRI Guidelines"* e l'"*IIRC Framework*" (Integrated Reporting, 2016 e Global Reporting, 2015).

In sostanza, quindi, le differenze più evidenti tra il *GRI* e l'*IIRC* sono:

1. i parametri per la definizione della materialità: gli aspetti economici, ambientali e sociali per il *GRI* e la creazione del valore per l'*IIRC*;
2. i soggetti da considerare in questo processo: gli *stakeholders* principali per il *GRI* e i fornitori del capitale finanziario per l'*IIRC*.

In ultima analisi si nota che il Report Integrato è più strettamente connesso al *reporting* finanziario piuttosto che a quello sostenibile (analoghe conclusioni si possono trarre dal confronto degli altri principi a cui si rimanda (Integrated Reporting, 2016 e Global Reporting, 2015)).

Definito il concetto del principio di materialità secondo la logica del Report Integrato, nel prossimo paragrafo si tratterà delle *conference calls* e dell'attenzione da parte degli analisti al tema della sostenibilità.

3.3. Le *conference calls*

Un secondo punto a favore della natura finanziaria del Report Integrato è stato analizzato nella ricerca condotta da Cavezzali *et al*. (in stampa) sulle *conference calls*: eventi organizzati periodicamente dalle società (di solito con cadenza trimestrale) in cui il *top management*, di solito l'amministratore delegato e il direttore finanziario, presenta agli analisti i progetti e le informazioni future con forte riguardo agli utili.

Come affermato da Eccles e Serafeim (2013), se il Report Integrato fornisce un'utile struttura alle società per esprimere la loro strategia sostenibile, allora le *conference calls* rappresentano l'appropriato mezzo per comunicarla. Tuttavia se, come si suppone, il Report Integrato è un'evoluzione del *reporting* finanziario (piuttosto che di quello sulla sostenibilità) e si concentra sui capitali (anziché sugli *stakeholders*), allora anche le *conference calls* rifletteranno il medesimo approccio e si concentreranno sulla capacità da parte della società di creare valore nel breve, medio e lungo termine e non nel comunicare temi legati alla sostenibilità.

Le *conference calls* sono divise solitamente in due fasi:

1. la discussione manageriale o presentazione in cui il *top management* espone appunto le azioni future che verranno intraprese dalla società;
2. la sessione dedicata alle domande fatte dagli analisti al *top management* e dalle risposte di quest'ultimo.

La ricerca condotta da Cavezzali *et al.* (in stampa), su un campione di 889 *conference calls* trascritte e provenienti da 70 società diverse, ha portato ai seguenti risultati:

1. la maggior parte delle parole legate al concetto di sostenibilità sono state usate durante la sessione della presentazione in cui appunto l'amministratore delegato

e il direttore finanziario mostrano le loro buone intenzioni relativamente alla sostenibilità;

2. durante la sessione dedicata alle domande poste dagli analisti, l'interesse sulle questioni inerenti la sostenibilità subisce un forte calo.

La Tabella 2 riporta i risultati della ricerca: la prima colonna indica le frequenze degli argomenti trattati inerenti la sostenibilità durante la sessione della presentazione, mentre la seconda colonna riporta le frequenze delle parole legate alla sostenibilità durante la sessione delle domande e delle risposte. Infine i numeri tra parentesi indicano quanti argomenti inerenti la sostenibilità sono stati menzionati nelle domande poste dagli analisti. Pertanto si possono trarre due conclusioni:

1. la maggior parte delle informazioni relative alla sostenibilità vengono discusse durante la sessione di presentazione (media del 70%);
2. nella seconda sessione l'interesse per la sostenibilità subisce un forte calo (scende al di sotto del 30%). Inoltre, la quantità delle informazioni sulla sostenibilità richieste direttamente dagli analisti al *top management* è praticamente irrilevante (circa il 7% in media).

Questo è un punto molto interessante perché dimostra che non c'è un forte pressione da parte degli analisti nella richiesta di informazioni sulla sostenibilità, pressione che, anche se bassa, sembra convergere invece sulla dimensione economica della sostenibilità.

La ragione di questo risultato risiede nel mercato: infatti il poco interesse registrato nelle domande degli analisti relativamente agli elementi della sostenibilità indica che non vi è nessuna pressione derivante dal mercato che richieda di fornire questo tipo di informazioni durante le *conference calls*.

Il quesito che sorge a questo punto è se le *conference calls* delle imprese che redigono il Report Integrato contengono più elementi evocativi della sostenibilità rispetto a quelle delle imprese che redigono il Bilancio di Esercizio: se la risposta a tale quesito è positiva, allora si potrà concluderà che il Report Integrato è evoluzione dei report di sostenibilità; viceversa se la risposta è negativa allora si dovrà concludere che il Report Integrato è invece evoluzione della normativa economico-finanziaria. A questo proposito, nel prossimo paragrafo, dopo aver definito un campione di riferimento di imprese che redigono il Report Integrato ed un altro campione di riferimento di imprese che invece redigono il Bilancio di Esercizio, si effettuerà una *content analysis* atta a capire le

differenze e le similitudini insite nelle *conference calls* delle tue tipologie di campioni di riferimento. Se dai risultati di questa analisi emergerà una forte attenzione al principio della materialità (definito nel paragrafo precedente) piuttosto che alle tre dimensioni della sostenibilità, allora è evidente che il Report Integrato è un'evoluzione della normativa finanziaria; viceversa se invece prevarranno i temi legati alla sostenibilità, allora il Report Integrato rappresenterà un'evoluzione della normativa sulla sostenibilità.

Dimensioni della sostenibilità	**Sessione di presentazione**	**Sessione delle domande e risposte**
Economica	62,61%	37,39% (9,57%)
Ambientale	77,00%	23,00% (4,75%)
Sociale	74,67%	25,33% (5,33%)
Media	**71,43%**	**28,57% (6,55%)**

Tabella 2: la frequenza delle dimensioni della sostenibilità in ciascuna delle *conference calls* (Cavezzali *et al*., in stampa).

3.4. Report Integrato: evoluzione della normativa sulla sostenibilità oppure della normativa finanziaria?

Prima di affrontare la *content analysis* di cui si è più volte detto, è necessario fissare due concetti che consentono meglio di chiarire la *ratio* con cui essa verrà svolta:

1. come già precedentemente detto, se il Report Integrato offre alle imprese che lo redigono la possibilità di fornire un ampio quadro dimostrativo per esprimere la propria strategia sostenibile, allora le *conference calls* rappresentano il mezzo appropriato per comunicare a tutti gli *stakeholders* tale strategia (Eccles e Serafeim, 2013). Tuttavia questa considerazione, in virtù di quanto riportato nei paragrafi precedenti, deve essere modificata: infatti si è evidenziato che il Report Integrato si concentra sui prestatori del capitale finanziario e sulla creazione del valore (anziché rispettivamente sugli *stakeholders* e sulle dimensioni della sostenibilità) e pertanto viene giudicato come un'evoluzione del *reporting*

finanziario. Quindi si è anche dimostrato (Cavezzali *et al.*, in stampa) che le *conference calls* rispecchiano lo stesso approccio del Report Integrato, ossia si focalizzano sulla "capacità delle imprese di creare valore nel breve, medio e lungo termine" (principio di materialità);

2. dall'altro lato, per le imprese che non redigono il Report Integrato, i Report Annuali e le *conference calls* rappresentano i due strumenti più importanti per comunicare la propria *performance* dal punto di vista economico-finanziario.

Fatto queste premesse, è ora possibile definire l'obiettivo e la procedura della *content analysis*: dopo aver definito un campione di riferimento di imprese che redigono il Report Integrato ed un altro campione di riferimento di imprese che invece redigono il Bilancio di Esercizio, si confronteranno, evidenziandone le similitudini e le differenze, i contenuti delle *conference calls* di entrambi i gruppi di imprese utilizzando un insieme definito di parole chiavi che siano evocative delle dimensioni della sostenibilità (economica, ambientale e sociale). Pertanto se il *focus* del Report Integrato è l'approccio ai *capitals* (fornitori di capitale finanziario e principio della materialità) piuttosto che alla sostenibilità, come lo è per i Report Annuali per definizione, allora è probabile aspettarsi una basso e simile utilizzo di tali parole definite e pertanto ciò costituirà un'ennesima prova del fatto che il Report Integrato è evoluzione della normativa della comunicazione finanziaria. Viceversa se il *focus* del Report Integrato è la sostenibilità, allora nelle *conference calls* delle imprese che redigono tale report si avrà un maggior utilizzo di tali parole rispetto alle *conference calls* delle imprese che invece redigono il Bilancio di Esercizio e pertanto, in questo caso, si concluderà che il Report Integrato è evoluzione dei report di sostenibilità.

3.4.1. Ipotesi di ricerca e campioni di riferimento

Per quanto riguarda il *dataset* su cui verte la *content analysis* è necessario anche qui fare due premesse:

1. sono state prese in considerazione imprese europee e nord-americane (ad eccezione di "Frutarom" che, pur essendo israeliana, è stata considerata europea in quanto possiede numerosissime sussidiarie in Europa);

2. sono state analizzate le trascrizioni delle *earnings conference calls*[2] dal 2009 al 2015 rese disponibili dalle imprese e scaricate da Bloomberg[3].

In particolare sono state selezionate 41 imprese che redigono il Report Integrato per un totale di 668 *earnings conference calls* (si veda Tabella 3) e altrettante imprese che redigono invece il Bilancio di Esercizio per un totale per un totale di 848 *earnings conference calls* (si veda Tabella 4).

I due campioni di riferimento sono stati costruiti rispettando alcuni criteri di somiglianza: sono cioè quanto più possibili simili in base al settore di appartenenza, alla sede geografica e al fatturato. Nelle Tabelle 5, 6 e 7 vengono proposte le rispettive percentuali comparative che mettono in luce, per le tre diverse dimensioni, le diverse composizioni dei due gruppi di imprese e che permettono di fare le tre seguenti osservazioni:

1. i due suddetti gruppi di imprese per settore di appartenenza sono identici: infatti osservando la Tabella 5 si può notare che le percentuali per ciascun settore di appartenenza sono uguali. Quindi si può dire che dal punto di vista settoriale i due campioni sono omogenei;
2. per quanto riguarda, invece, il fatturato dei due gruppi vi sono delle differenze rilevanti: ad esempio nella Tabella 5 si può notare che per la seconda fascia di fatturato (da 10.001 milioni di € a 50.000 milioni di €) sono state selezionate un numero maggiore di imprese che redigono il Report Integrato rispetto a quelle che invece redigono il Bilancio di Esercizio (51,22% contro 36,59%). Tuttavia le suddette differenze, data la diversa numerosità dei due campioni da analizzare, sono trascurabili: infatti, riconsiderando l'esempio di prima, se si moltiplicano le suddette percentuali per il totale rispettivo delle *earning conference calls* da analizzare dei due gruppi, si potrà osservare che vi è una piccola differenza (infatti, $51{,}22\% \times 648 = 342$ e $36{,}59\% \times 848 = 310$) quantificabile in sole 31 *earning conference calls*;
3. infine per quanto riguarda la sede geografica (vedasi Tabella 7) si può notare che vi sono delle differenze rilevanti: infatti i due campioni di imprese differiscono

[2] Sono state incluse quelle trimestrali, semestrali e quelle annuali.

[3] Bloomberg è una piattaforma multimediale computerizzata che serve a fornire, in tempo reale, servizi circa le variazioni e i movimenti del mercato finanziario per poter operare in maniera informata (Excite, 2015).

sia da un numero maggiore di imprese europee che redigono il Report Integrato rispetto a quelle che invece redigono il Report Integrato (85,37% contro il 48,78%) e sia da un numero maggiore di imprese nord americane che redigono il Bilancio di Esercizio rispetto a quelle che invece redigono il Report Integrato (51,22% contro il 14,63%). Tuttavia queste differenze sono accettabili in virtù del fatto che l'Europa è al primo posto nella classifica dei Paesi che usano il Report Integrato, mentre il Nord America, pur essendo quarto, è molto distante dalla prima posizione (si veda Cavezzali *et al.*, in stampa). Pertanto se da un lato è stato possibile mantenere l'uniformità settoriale e una certa eguaglianza per livello di fatturato, dall'altro lato non è stato possibile mantenere certe similitudini dal lato geografico.

In ultima analisi quindi si ritiene che i due suddetti campioni di riferimento, pur presentando delle differenze, sono simili e pertanto confrontabili e consoni alla *content analysis* che si vuole eseguire con questo lavoro di tesi.

Campione di riferimento delle imprese che redigono il Report Integrato	
Nome impresa	**Earning conference calls scaricate**
Aggreko	11
American Electric Power	20
Anglo American	12
ARM	25
AstraZeneca	25
Atlantia	5
BAE System	13
BHP Billiton	14
BP	22
British America Tobacco	11
Cairn Energy	11
Coca-cola	21
Coca-cola Hellenic Bottling Company	20
Danone	13
Diageo	18
Enel	21
Eni	22
Entergy Corporation	21

Fresnillo	10
Go ahead	11
Iberdrola	22
Indra	2
Interserve	9
J Sainsbury plc	11
Kingfisher	11
Mark & Spencer	21
National Grid	15
Novo Nordisk	34
Potashcorp	25
Rio Tinto	12
Royal DSM	22
Sage	11
Smithfield	22
Syngenta	12
The Clorox Company	22
TUI Travel	18
Tullow Oil	17
Unilever	16
Uralkali	13
Vodafone	21
Xstrata (acquistata dalla Glencore nel 2013)	6
TOTALE	**668**

Tabella 3: campione di riferimento delle imprese che redigono il Report Integrato.

Campione di riferimento di imprese che redigono il Bilancio di Esercizio	
Nome impresa	**Earnings conference calls scaricate**
ABM Industries	28
Alcoa Inc	27
Associated British Food plc	14
Aurubis ag	14
Barrick Gold Corp	27
Centrica plc	13
Costco wholesale corp	27
Dell inc	18
Deutsche telekom	25

Edison S.p.A.	14
Exxon Mobil corp	27
Family Dollar Stores Inc	25
Frutarom	4
Hormel Foods corp	27
Iamgold corp	27
Iren S.p.A.	21
Just Energy group inc	20
Marathon oil corp	27
Merck & co inc	27
Merlin entertainment	4
Mitie group plc	12
Monsanto	28
Mosaic co	26
Navistar International Corp	27
Nestlè S.A.	13
Newmont Mining corp	27
Parmalat S.p.A.	17
Philip Morris International	27
Procter e gamble co	27
Royal Dutch Shell plc	27
Saab AB	27
Sanofi	24
Società iniziative autostradali e servizi S.p.A. - SIAS	1
Synthomer plc	7
Thales sa	13
Thomas Cook Group	15
Total S.A.	25
Tyson Foods inc	28
Vattenfall	23
Vedanta resources plc	12
Wal Mart stores inc	26
TOTALE	**848**

Tabella 4: campione di riferimento di imprese che redigono il Bilancio di Esercizio.

Settore di appartenenza	Imprese che redigono il Report Integrato	Imprese che redigono il Bilancio di Esercizio
Basic Materials	14,63%	14,63%
Consumer goods	19,51%	19,51%
Consumer services	12,20%	12,20%
Healthcare	7,32%	7,32%
Industriale	17,07%	17,07%
Oil and gas	9,76%	9,76%
Technology	4,88%	4,88%
Telecomunicazioni	2,44%	2,44%
Utilities	12,20%	12,20%
Totale	**100%**	**100%**

Tabella 5: percentuale dei due gruppi per settore di appartenenza delle imprese.

Sede geografica	Imprese che redigono il Report Integrato	Imprese che redigono il Bilancio di Esercizio
Europa	85,37%	48,78%
Nord America	14,63%	51,22%
Totale	**41**	**41**

Tabella 6: percentuale dei due gruppi per fatturato delle imprese.

Fatturato (in milioni di €)	Imprese che redigono il Report Integrato	Imprese che redigono il Bilancio di Esercizio
da 0 a 10.000	34,15%	39,02%
da 10.001 a 50.000	51,22%	36,59%
da 50.001 a 100.000	9,76%	12,20%
oltre 100.001	4,88%	12,20%
Tot	**100%**	**100%**

Tabella 7: percentuale dei due gruppi per sede geografica delle imprese.

3.4.2. La *content analysis*

Dopo aver esplicitato la *ratio*, l'obiettivo e i dati della *content analysis*, è ora possibile procedere con la sua applicazione: verranno quindi ricercate, tramite il software Nvivo[4], una serie di determinate parole che siano evocative delle tre dimensioni della sostenibilità: quella economica, quella ambientale e quella sociale (vedi Capitolo 1), nelle *earnings conference calls* delle due tipologie di imprese. A tal proposito verranno utilizzate 239 parole[5] "sostenibili" (59 per la dimensione economica, 78 per quella ambientale e 102 per quella sociale) definite nello studio di Cavezzali Cavezzali *et al.* (in stampa).

Di seguito nelle Tabelle 8, 9 e 10 vengono riportate, per ciascuna dimensione sostenibile, la parola chiave ricercata, in quanti fonti (*earning conference calls*) sono state riscontrate, quante volte ricorrono in totale all'interno delle fonti e il numero delle imprese che hanno utilizzato quella determinata parola.

DIMENSIONE ECONOMICA		**Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio**				**Earnings Conference calls imprese Report Integrato**		
	Parola chiave	**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**		**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**
1	project	742	8614	41		549	6777	41
2	programs	717	5121	41		582	4644	41
3	economic value generated	19	19	11		13	15	9
4	economic value distributed	11	7	7		9	11	7
5	financial implications	2	2	2		3	3	3
6	climate change risk	26	31	8		24	32	9
7	climate change opportunity	26	31	8		24	32	9
8	financial assistance	0	0	0		0	0	0
9	financial incentives	2	2	2		0	0	0
10	productivity growth	3	5	3		1	1	1
11	productivity development	1	1	1		2	2	2
12	economic development	14	18	8		38	69	14
13	foreign development	0	0	0		0	0	0
14	local suppliers	4	4	3		1	1	1

[4] NVivo (Non-numerical Unstructered Data Indexing, Searching and Theorizing Vivo) è un software finalizzato all'analisi qualitativa dei dati: presenta cioè un insieme di procedure utili a descrivere, analizzare e interpretare i molteplici materiali e dati che si producono in un percorso di ricerca qualitativa (Coppola, 2015).

[5] Nella ricerca sono state incluse non solo le parole che corrispondono in maniera esatta, ma anche le parole che presentano la medesima radice (ad esempio se si è cercato la parola "project" verranno incluse anche le parole come "*projects*", "*projected*", "*projecting*", etc…).

15	minimun wage	0	0	0		0	0	0
16	local community	11	11	6		9	9	7
17	foreign investment	4	4	4		5	8	4
18	economic impact	8	9	7		24	25	14
19	ESG products	0	0	0		0	0	0
20	production timetable	0	0	0		0	0	0
21	supplier certification	0	0	0		0	0	0
22	product impacts	1	1	1		0	0	0
23	health impact	0	0	0		1	1	1
24	safety impacts	0	0	0		0	0	0
25	non-compliance incidents	0	0	0		0	0	0
26	flaws in finished goods	0	0	0		0	0	0
27	product information	1	1	1		3	3	2
28	product innovation	46	99	14		30	48	7
29	label information	0	0	0		0	0	0
30	customer satisfation	0	0	0		0	0	0
31	disputed products	0	0	0		0	0	0
32	customer privacy	0	0	0		0	0	0
33	Fines	269	501	40		234	401	39
34	ISO approvals	0	0	0		0	0	0
35	company perception	0	0	0		0	0	0
36	disputes with customers	0	0	0		0	0	0
37	ISO certificates	0	0	0		0	0	0
38	value creation	92	218	24		83	129	30
39	ecomic degrowth	0	0	0		0	0	0
40	economy relations	0	0	0		0	0	0
41	environment relations	0	0	0		1	1	1
42	safety capex	0	0	0		0	0	0
43	capex in Transmission Lines	0	0	0		0	0	0
44	local hiring/employees	1	1	1		1	1	1
45	intergenerational	0	0	0		0	0	0
46	community investment	1	1	1		2	2	2
47	network capex	2	2	1		1	1	1
48	economic efficiency	1	1	1		3	3	3
49	reputational risk	2	3	2		1	1	1
50	donation	10	14	6		6	8	5
51	Environmental capex	0	0	0		5	8	1
52	Cost effectiveness	4	5	4		7	8	4
53	Economic risks	2	2	2		1	1	1
54	Economic opportunities	2	2	2		0	0	0
55	Local government	18	19	6		5	7	4

56	Sustainable development	12	23	4		14	20	9
57	Infrastructure investment	5	5	4		21	23	13
58	Economic growth	43	53	14		76	115	24
59	Sanctions	62	149	15		45	171	13
	Totale fonti	**2164**				**1824**		
	Totale riferimenti		**14979**				**12581**	
	Totale parole chiave ricercate con successo	**34**				**34**		

Tabella 8: risultati ricerca delle parole chiavi della dimensione economica della sostenibilità nelle *earnings conference calls* delle due tipologie di imprese.

DIMENSIONE SOCIALE		**Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio**				**Earnings Conference calls imprese Report Integrato**		
	Parola chiave	**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**		**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**
1	new employee	2	4	2		0	0	0
2	benefits to employees	1	1	1		0	0	0
3	parental leave	0	0	0		0	0	0
4	reemployment rate	0	0	0		0	0	0
5	reemployment	0	0	0		0	0	0
6	absenteeism rate	0	0	0		0	0	0
7	absenteeism	0	0	0		3	5	3
8	average imployee age	0	0	0		0	0	0
9	annual career review	0	0	0		0	0	0
10	average employee senority	0	0	0		0	0	0
11	employee satisfaction	1	1	1		0	0	0
12	operational change	1	1	1		1	1	1
13	collective agreements	0	0	0		0	0	0
14	worker health	0	0	0		0	0	0
15	health care	46	133	10		6	37	4
16	work safety	2	2	2		3	3	2
17	life insurance	1	2	1		2	2	1
18	health safety	26	35	9		23	31	11
19	disease	77	389	10		78	246	11
20	occupational disease	0	0	0		0	0	0
21	occupational health	0	0	0		1	1	1
22	safety program	4	6	2		3	4	2
23	injury frequency rate	1	1	1		24	26	7
24	fatalities	18	38	7		52	101	14

25	fatality rate	0	0	0		0	0	0
26	high risk disease	0	0	0		0	0	0
27	health topic	0	0	0		0	0	0
28	safety topic	0	0	0		0	0	0
29	fatal accidents	1	1	1		1	1	1
30	training	215	543	34		153	429	37
31	lifelong learning	0	0	0		0	0	0
32	career opportunities	2	2	2		0	0	0
33	career endings	0	0	0		0	0	0
34	skills management	0	0	0		0	0	0
35	continued employability	0	0	0		0	0	0
36	career development	0	0	0		1	1	1
37	human resource education	0	0	0		0	0	0
38	job rotation	0	0	0		0	0	0
39	staff turnover	1	1	1		0	0	0
40	staff morale	0	0	0		0	0	0
41	training cost	0	0	0		0	0	0
42	minority group	0	0	0		0	0	0
43	basic salary	0	0	0		0	0	0
44	remuneration	43	103	11		77	414	16
45	work practices	3	3	3		3	3	1
46	grievances	2	2	2		0	0	0
47	human rights	1	1	1		1	2	1
48	local impact	0	0	0		0	0	0
49	incidents	102	187	28		78	199	25
50	discrimination	5	5	4		10	18	6
51	corrective actions	8	9	6		5	7	4
52	freedom of association	0	0	0		0	0	0
53	collective bargaining	1	1	1		0	0	0
54	child labour	1	1	1		0	0	0
55	forced labor	0	0	0		0	0	0
56	compulsory labour	0	0	0		0	0	0
57	security practices	0	0	0		0	0	0
58	indigenous rights	0	0	0		0	0	0
59	human rights reviews	0	0	0		0	0	0
60	human rights impacts	0	0	0		0	0	0
61	local workers	0	0	0		0	0	0
62	corruption	8	17	3		2	2	2
63	political contributions	1	1	1		0	0	0
64	anti-competitive behavior	0	0	0		0	0	0
65	bribery	0	0	0		2	2	2
66	anti-trust	8	10	6		7	10	4
67	young worker	0	0	0		0	0	0
68	career review	0	0	0		0	0	0
69	community development	6	6	2		1	1	1

70	community engagement	2	2	2		3	3	3
71	conflict of interest	1	3	1		1	1	1
72	employee commitment	1	1	1		0	0	0
73	employee category	0	0	0		0	0	0
74	employee turnover	7	8	2		0	0	0
75	health committee	0	0	0		0	0	0
76	human capital	5	8	5		9	21	6
77	HR agreement	0	0	0		0	0	0
78	HR screening	0	0	0		0	0	0
79	HR clauses	0	0	0		0	0	0
80	HR policies	0	0	0		0	0	0
81	HR violation	0	0	0		0	0	0
82	HR reviews	0	0	0		0	0	0
83	indicators of diversity	0	0	0		0	0	0
84	indigenous	15	20	8		11	14	4
85	injury rate	15	21	5		3	3	2
86	local people	15	16	8		13	15	9
87	donation	10	14	6		6	8	5
88	retirement provision	0	0	0		0	0	0
89	risk control for disease	0	0	0		0	0	0
90	safety committee	0	0	0		0	0	0
91	safety practice	0	0	0		0	0	0
92	salary	30	34	12		44	56	24
93	social plan	1	1	1		6	12	2
94	skills	108	163	31		122	254	34
95	social optimality	0	0	0		0	0	0
96	social responsibility	25	29	10		10	12	7
97	talent programs	0	0	0		0	0	0
98	training hours	0	0	0		0	0	0
99	violation rights	0	0	0		0	0	0
100	wage	96	171	23		71	107	24
101	working conditions	3	3	2		2	2	2
102	litigation risks	0	0	0		0	0	0
	Totale fonti	**922**				**838**		
	Totale riferimenti		**2000**				**2054**	
	Totale parole chiave ricercate con successo	**44**				**37**		

Tabella 9: risultati ricerca delle parole chiavi della dimensione sociale della sostenibilità nelle *earnings conference calls* delle due tipologie di imprese.

DIMENSIONE AMBIENTALE		Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio				Earnings Conference calls imprese Report Integrato		
	Parola chiave	N. fonti	N. riferimenti	N. imprese		N. fonti	N. riferimenti	N. imprese
1	raw material	130	323	22		85	181	19
2	materials	706	2832	41		510	2179	41
3	recycled materials	2	2	2		0	0	0
4	recycled	52	182	18		38	71	20
5	energy consumption	31	36	13		11	11	6
6	material use	3	3	2		3	3	3
7	energy intensity	3	3	3		1	1	1
8	energy riduction	3	3	2		0	0	0
9	energy requirements reduction	0	0	0		0	0	0
10	fuel consumption	13	14	5		9	15	3
11	electricity production	14	19	5		5	5	2
12	power production	11	12	5		8	9	4
13	renewable energy/ies	21	29	9		18	45	6
14	efficiency initiatives	8	8	4		10	11	6
15	conservation initiatives	0	0	0		1	1	1
16	heavy fuel	6	7	2		4	13	1
17	water withdrawal	0	0	0		0	0	0
18	water sources	0	0	0		1	1	1
19	water recycled	0	0	0		0	0	0
20	reuse	3	3	3		6	12	5
21	protected areas	0	0	0		3	4	1
22	biodiversity	0	0	0		2	2	2
23	CO_2 emissions	15	18	6		15	16	8
24	biodiversity impacts	0	0	0		0	0	0
25	habitat	0	0	0		3	3	1
26	restored areas	0	0	0		0	0	0
27	animal species	0	0	0		0	0	0
28	extinction risk	0	0	0		0	0	0
29	recovery	426	1214	40		393	1324	41
30	climatic	107	331	29		100	148	32
31	greenhouse gas emissions	8	10	5		4	5	3
32	reduction of emissions	0	0	0		3	5	2
33	ozone depleting substances	0	0	0		0	0	0
34	carbon emissions	7	11	6		13	13	8
35	pollution	10	11	4		17	25	6
36	emissions	89	261	19		75	165	20
37	air pollutants	0	0	0		1	1	1
38	pollutants	10	11	4		17	25	7
39	effluents	3	5	3		1	1	1
40	waste reduction	2	2	1		2	2	2

41	water discharge	1	1	1	1	1	1
42	net waste produced	0	0	0	0	0	0
43	waste disposal	4	4	1	2	2	2
44	spills	24	32	12	44	177	18
45	spills of waste	0	0	0	0	0	0
46	oil spills	1	1	1	0	0	0
47	fuel spills	0	0	0	0	0	0
48	spills of chemicals	0	0	0	0	0	0
49	waste weight	0	0	0	0	0	0
50	protected status	0	0	0	0	0	0
51	discharges of water	0	0	0	0	0	0
52	runoff	6	7	6	4	4	4
53	water use/usage	4	4	4	9	9	5
54	composting	0	0	0	1	1	1
55	incineration	2	2	1	0	0	0
56	environmental authorizations	0	0	0	0	0	0
57	environmental impact	23	32	10	20	24	13
58	product reclaimed	0	0	0	0	0	0
59	environmental incidents	1	1	1	1	1	1
60	environmental incidences	0	0	0	0	0	0
61	environmental protection	7	7	6	11	12	5
62	environmental certification	0	0	0	0	0	0
63	environmental impact assessments	2	2	2	1	1	1
64	environmental value	0	0	0	0	0	0
65	formal grievance	0	0	0	0	0	0
66	emission treatment	0	0	0	0	0	0
67	environmental responsibility	1	1	1	0	0	0
68	heating consumption	0	0	0	0	0	0
69	cooling consumption	0	0	0	0	0	0
70	electricity consumption	5	5	5	6	8	5
71	steam consumption	0	0	0	0	0	0
72	water consumption	6	6	2	3	3	2
73	carbon dioxide equivalent	0	0	0	0	0	0
74	ISO	0	0	0	18	42	5
75	ozone depleting substance	0	0	0	0	0	0
76	waste	132	354	24	75	175	21
77	environmental law	1	1	1	1	1	1
78	climatic conditions	5	6	4	3	5	2
	Totale fonti	**1908**			**1559**		
	Totale riferimenti		**5816**			**4763**	
	Totale parole chiave ricercate con successo	**42**			**46**		

Tabella 10: risultati ricerca delle parole chiavi della dimensione ambientale della sostenibilità nelle *earnings conference calls* delle due tipologie di imprese.

Prima di procedere con il confronto dei risultati trovati tra i due campioni di riferimento, è necessario effettuare un processo di raffinamento dei risultati stessi: ossia non solo rimuovere le parole che non sono state riscontrate nelle *earning conference calls*, ma anche verificare che le parole trovate abbiano un significato consono ai fini della analisi che si sta effettuando. Pertanto nei prossimi paragrafi verrà operata per ciascuna dimensione questo processo di raffinamento dei risultati trovati.

3.4.3. Il processo di raffinamento

Il processo di raffinamento delle parole chiave trovate è fondamentale ai fini della *content analysis*: infatti la suddetta analisi potrebbe contenere delle parole chiave con un significato non consono ai fini della ricerca e che pertanto porterebbero ad altrettante conclusioni errate, rendendo completamente inutile l'analisi stessa. In altri termine, le parole chiave riportate nelle Tabelle 8, 9 e 10, potrebbero rientrare in uno dei seguenti tre casi:

1. avere riferimenti con un significato non consono ai fini della ricerca;
2. costituire il sottoinsieme di un'altra parola chiave ricercata;
3. essere troppo vaghe e ampie di significato.

Appare subito evidente che per ciascuno dei tre casi suddetti è necessario adottare un rimedio particolare per aggiustare appunto i risultati trovati e rendere significativa la *content analysis*. Per spiegare meglio questo importante passaggio si prendono in considerazione i seguenti tre esempi:

1. si considera la parola chiave "*economic development*" ricercata per la dimensione economica della sostenibilità. Consideriamo il seguente riferimento tra i 29 trovati nelle *earning conference calls* delle imprese che redigono il Report Integrato: "*As for the demand for refined copper, the weak European markets and uncertain economic development in China remained crucial factors*". Come si può notare in questo contesto la suddetta parola chiave ha un significato meramente economico e non ha nulla a che fare con la dimensione economica della sostenibilità, pertanto questo riferimento deve essere eliminato dalla ricerca. È altresì evidente che questo procedimento deve essere eseguito per ogni parola chiave che ha un numero di riferimenti non troppo elevati all'interno di entrambi i campioni di

riferimento e per ogni dimensione della sostenibilità, al fine di rendere significativa la *content analysis*;

2. si considerano adesso le seguenti parole chiave "*climate change opportunity*" e "*climate change risk*", ricercate entrambe nella dimensione economica della sostenibilità. Relativamente alle suddette parole chiave prendiamo in considerazione un riferimento qualunque trovato nelle *conference calls*: "*On climate change, we see mitigation opportunities in energy efficiency and CO2 capture and storage, as well as investing in themes like biofuels, which have CO2 advantages*". Come si può notare questo è un riferimento il cui significato è consono con la dimensione economica della sostenibilità; tuttavia si osserva anche che, dal momento in cui si ricerca la radice della parola chiave, tale riferimento viene conteggiato sia per la parola chiave "*climate change opportunity*", sia per l'altra parola chiave "*climate change risk*", creando così un doppione che cambierebbe i risultati della *content analysis*. Pertanto, compiute ulteriori analisi su tutti gli altri riferimenti trovati per le parole chiave suddette e che qui per semplicità vengono omesse, si potrà affermare che queste parole chiave potranno fondersi in unica parola chiave;
3. infine si considera la parola chiave "*fines*" ricercata per la dimensione economica della sostenibilità: questa parola ha riscontrato un numero elevato di riferimenti sia nelle *earning conference calls* delle imprese che redigono il Report Integrato, sia in quelle delle imprese che redigono il Bilancio di Esercizio. Questo perché ricercando la radice della parola vengono anche conteggiati tutti i riferimenti della parola "*fine*" che però ha significato completamente diverso dalla parola chiave originaria. Ecco che vi è la necessità di ricercare la parola chiave "*fines*" per *exact match* al fine di escludere dalla ricerca tutti quei riferimenti che non sono consoni allo scopo ultimo della ricerca stessa e che pertanto influenzerebbero negativamente i suoi risultati.

Nei prossimi tre paragrafi, per ogni dimensione della sostenibilità, verranno distinte le seguenti tre categorie di parole chiavi:

a) le parole chiavi che presentano un numero contenuto di riferimenti: per questa categoria verranno analizzati singolarmente i riferimenti trovati ed eliminati quelli che non rientrano a livello di significato nella relativa dimensione della

sostenibilità (questa parte di analisi verrà trattata in modo sintetico per l'impossibilità di riportare tutti i passaggi effettuati);

b) le parole chiavi che sono sottoinsiemi di altre parole chiave ricercate: queste parole verranno ricondotte alla parola di cui costituiscono appunto il sottoinsieme (anche questa parte di analisi verrà trattata in modo sintetico per impossibilità di riportare tutti i passaggi effettuati);

c) ed infine le parole chiavi che presentano un numero copioso di riferimenti: per questa categoria si procederà nel seguente modo: verranno ricercate solamente le parole chiavi che presentano la medesima parola (e non solo la radice della parola stessa) e si commenteranno i risultati.

Al termine di questo processo di raffinamento dei dati sarà possibile commentare i risultati della *content analysis*.

3.4.4. Il processo di raffinamento per la dimensione economica

Si comincia con il processo di raffinamento dei risultati trovati per la dimensione economica della sostenibilità: per prima cosa si guarda alla Tabella 11 che riporta i medesimi risultati della Tabella 8 senza considerare però le parole chiave non riscontrate nelle *earning conference calls*.

DIMENSIONE ECONOMICA		**Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio**				**Earnings Conference calls imprese Report Integrato**		
	Parola chiave	**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**		**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**
1	project	742	8614	41		549	6777	41
2	programs	717	5121	41		582	4644	41
3	economic value generated	19	19	11		13	15	9
4	economic value distributed	11	7	7		9	11	7
5	financial implications	2	2	2		3	3	3
6	climate change risk	26	31	8		24	32	9
7	climate change opportunity	26	31	8		24	32	9
8	financial incentives	2	2	2		0	0	0
9	productivity growth	3	5	3		1	1	1
10	productivity development	1	1	1		2	2	2
11	economic development	14	18	8		38	69	14
12	local suppliers	4	4	3		1	1	1

13	local community	11	11	6		9	9	7
14	foreign investment	4	4	4		5	8	4
15	economic impact	8	9	7		24	25	14
16	product impacts	1	1	1		0	0	0
17	health impact	0	0	0		1	1	1
18	product information	1	1	1		3	3	2
19	product innovation	46	99	14		30	48	7
20	Fines	269	501	40		234	401	39
21	value creation	92	218	24		83	129	30
22	environment relations	0	0	0		1	1	1
23	local hiring/employees	1	1	1		1	1	1
24	community investment	1	1	1		2	2	2
25	network capex	2	2	1		1	1	1
26	economic efficiency	1	1	1		3	3	3
27	reputational risk	2	3	2		1	1	1
28	Donation	10	14	6		6	8	5
29	Environmental capex	0	0	0		5	8	1
30	Cost effectiveness	4	5	4		7	8	4
31	Economic risks	2	2	2		1	1	1
32	Economic opportunities	2	2	2		0	0	0
33	Local government	18	19	6		5	7	4
34	Sustainable development	12	23	4		14	20	9
35	Infrastructure investment	5	5	4		21	23	13
36	Economic growth	43	53	14		76	115	24
37	Sanctions	62	149	15		45	171	13
38	Dow Jones Sustainability Index	3	3	3		5	6	3
39	QR code	0	0	0		2	2	1
	Totale fonti	**2167**				**1831**		
	Totale riferimenti		**14982**				**12589**	

Tabella 11: risultati ricerca delle parole chiavi della dimensione economica della sostenibilità nelle *earnings conference calls* senza tener conto delle parole non riscontrate.

Per quanto riguarda la categoria a) (definita nel paragrafo 3.4.3), nella Tabella 12 vengono riportate le parole chiavi cui sono stati tolti dei riferimenti perché presentano dei significati non consoni ai fini della ricerca (ad esempio assumono significato meramente economico, politico, di strategia aziendale, etc…).

Analogamente nella Tabella 13 vengono riportate le parole chiave che sono state unificate in quanto una costituisce il sottoinsieme dell'altra parola (categoria b)).

DIMENSIONE ECONOMICA	**Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio**				**Earnings Conference calls imprese Report Integrato**		
	N. fonti	**N. riferimenti**	**N. imprese**		**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**
financial implications	1	1	1		1	1	1
financial incentives	1	1	1		0	0	0
productivity growth	2	3	2		0	0	0
productivity development	0	0	0		0	0	0
economic development	4	5	2		18	29	7
local suppliers	4	4	3		0	0	0
local community	7	7	5		6	6	4
foreign investment	4	4	4		4	5	3
economic impact	2	2	2		4	4	3
product information	0	0	0		1	1	1
product impacts	0	0	0		0	0	0
health impact	0	0	0		0	0	0
Environment relations	0	0	0		0	0	0
local hiring/employees	1	1	1		0	0	0
community investment	1	1	1		1	1	1
economic efficiency	1	1	1		0	0	0
reputational risk	2	3	2		1	1	1
Cost effectiveness	3	3	3		3	3	3
Economic risks	2	2	2		0	0	0
economic oppotunities	0	0	0		0	0	0
Local government	10	10	4		4	4	3
Sustainable development	10	16	4		13	17	8
Infrastructure investment	3	3	3		13	14	10

Tabella 12: parole chiave che presentano un numero contenuto di riferimenti e a cui sono state tolte quei riferimenti non consoni ai fini della ricerca.

DIMENSIONE ECONOMICA	Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio				Earnings Conference calls imprese Report Integrato		
	N. fonti	N. riferimenti	N. imprese		N. fonti	N. riferimenti	N. imprese
economic value generated/distribuited	7	7	5		6	6	4
climate change opportunity/risk	21	22	8		16	20	7

Tabella 13: parole chiave che sono state unificate perché una è il sottoinsieme dell'altra.

Per quanto riguarda la categoria c), nella Tabella 14 vengono riportati i risultati della ricerca per *exact matches* di quelle parole che presentano un numero copioso di riferimenti.

DIMENSIONE ECONOMICA	Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio				Earnings Conference calls imprese Report Integrato		
Parola chiave	N. fonti	N. riferimenti	N. imprese		N. fonti	N. riferimenti	N. imprese
project	543	4112	41		428	2916	41
programs	473	1222	41		373	1171	41
product innovation	46	99	14		30	48	7
Fines	5	5	5		17	32	5
value creation	92	218	24		83	129	30
economic growth	43	53	14		76	115	24
sanctions	30	69	12		17	33	9

Tabella 14: parole chiave ricercate per *exact* matches.

Analizzando i suddetti dati si possono fare le seguenti considerazioni:

- le parole chiave "*project*", "*programs*" e "*value creation*" presentano lo stesso molti riferimenti, pertanto si decide di escludere tali termini dalla ricerca perché troppo ampi di significato;
- la parola "*product innovation*" viene usata per esplicitare la differente strategia di *business* dell'impresa, in altre parole ha un mero significato economico e pertanto viene esclusa dalla ricerca;

- analogamente viene esclusa anche la parola "*economic growth*" in quanto viene usata per riferimenti alla situazione economico-politica del Paese cui l'impresa ha sede;
- la parola "*fines*", anche se viene per la maggior parte delle volte usata per indicare proprio l'importo della relativa multa, trova anche dei riferimenti che sono consoni con la ricerca;
- infine la parola "*sanctions*" viene eliminata dalla ricerca in quanto viene utilizzata esclusivamente per riferirsi alle sanzioni combinate negli ultimi anni dalla Unione Europea alla Russia e quindi alla situazione economico-politica.

Infine fanno un caso a parte le parole chiave "*donation*" ed "*environmental capex*" che vengono sì riscontrate, ma il loro significato è da attribuire rispettivamente alla dimensione sociale ed ambientale della sostenibilità e pertanto verranno aggiunte in quelle sedi.

In ultima analisi, la Tabella 15 riporta i risultati della ricerca delle parole chiavi della dimensione economica della sostenibilità nelle *earning conference calls* dei due campioni di riferimento, raffinati secondo i criteri descritti in questo paragrafo.

DIMENSIONE ECONOMICA		**Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio**				**Earnings Conference calls imprese Report Integrato**		
	Parola chiave	**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**		**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**
1	economic value generated/distribuited	7	7	5		6	6	4
2	financial implications	1	1	1		1	1	1
3	climate change opportunity/risk	21	22	8		16	20	7
4	financial incentives	1	1	1		0	0	0
5	productivity growth	2	3	2		0	0	0
6	economic development	4	5	2		18	29	7
7	local suppliers	4	4	3		0	0	0
8	local community	7	7	5		6	6	4
9	foreign investment	4	4	4		4	5	3
10	economic impact	2	2	2		4	4	3
11	product information	0	0	0		1	1	1
12	Fines	0	0	0		6	9	2
13	local hiring/employees	1	1	1		0	0	0

14	community investment	1	1	1		1	1	1
15	network capex	2	2	1		1	1	1
16	economic efficiency	1	1	1		0	0	0
17	reputational risk	2	3	2		1	1	1
18	Cost effectiveness	3	3	3		3	3	3
19	Economic risks	2	2	2		0	0	0
20	Local government	10	10	4		4	4	3
21	Sustainable development	10	16	4		13	17	8
22	Infrastructure investment	3	3	3		13	14	10
	Totale fonti	**88**				**98**		
	Totale riferimenti		**98**				**122**	
	Totale parole chiave ricercate con successo	**20**				**16**		

Tabella 15: risultati raffinati della ricerca delle parole chiave della dimensione economica della sostenibilità.

3.4.5. Il processo di raffinamento per la dimensione ambientale

Analogamente a quanto fatto per la dimensione economica, si effettua il medesimo processo di raffinamento dei dati per quanto concerne i risultati relativi alla dimensione ambientale. Pertanto la Tabella 16 riporta i risultati trovati per la suddetta dimensione eliminando però le parole non riscontrate e aggiungendo, in base a quanto detto nel precedente paragrafo, i risultati relativi alla parola "*environmental capex*".

DIMENSIONE AMBIENTALE		**Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio**				**Earnings Conference calls imprese Report Integrato**		
	Parola chiave	**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**		**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**
1	raw material	130	323	22		85	181	19
2	Materials	706	2832	41		510	2179	41
3	recycled materials	2	2	2		0	0	0
4	Recycled	52	182	18		38	71	20
5	energy consumption	31	36	13		11	11	6
6	material use	3	3	2		3	3	3
7	energy intensity	3	3	3		1	1	1
8	energy riduction	3	3	2		0	0	0
9	fuel consumption	13	14	5		9	15	3

10	electricity production	14	19	5		5	5	2
11	power production	11	12	5		8	9	4
12	renewable energy/ies	21	29	9		18	45	6
13	efficiency initiatives	8	8	4		10	11	6
14	conservation initiatives	0	0	0		1	1	1
15	heavy fuel	6	7	2		4	13	1
16	water sources	0	0	0		1	1	1
17	Reuse	3	3	3		6	12	5
18	protected areas	0	0	0		3	4	1
19	biodiversity	0	0	0		2	2	2
20	CO_2 emissions	15	18	6		15	16	8
21	Habitat	0	0	0		3	3	1
22	Recovery	426	1214	40		393	1324	41
23	climatic	107	331	29		100	148	32
24	greenhouse gas emissions	8	10	5		4	5	3
25	reduction of emissions	0	0	0		3	5	2
26	carbon emissions	7	11	6		13	13	8
27	Pollution	10	11	4		17	25	6
28	Emissions	89	261	19		75	165	20
29	air pollutants	0	0	0		1	1	1
30	Pollutants	10	11	4		17	25	7
31	Effluents	3	5	3		1	1	1
32	waste reduction	2	2	1		2	2	2
33	water discharge	1	1	1		1	1	1
34	waste disposal	4	4	1		2	2	2
35	Spills	24	32	12		44	177	18
36	oil spills	1	1	1		0	0	0
37	Runoff	6	7	6		4	4	4
38	water use/usage	4	4	4		9	9	5
39	composting	0	0	0		1	1	1
40	Incineration	2	2	1		0	0	0
41	environmental impact	23	32	10		20	24	13
42	environmental incidents	1	1	1		1	1	1
43	environmental protection	7	7	6		11	12	5
44	environmental impact assessments	2	2	2		1	1	1
45	environmental responsibility	1	1	1		0	0	0
46	electricity consumption	5	5	5		6	8	5
47	water consumption	6	6	2		3	3	2
48	ISO	0	0	0		18	42	5
49	Waste	132	354	24		75	175	21
50	environmental law	1	1	1		1	1	1
51	climatic conditions	5	6	4		3	5	2
52	Environmental capex	0	0	0		5	8	1

	Totale fonti	**1908**				**1564**		
	Totale riferimenti		**5816**				**4771**	

Tabella 16: risultati ricerca delle parole chiavi della dimensione ambientale della sostenibilità nelle *earnings conference calls* senza tener conto delle parole non riscontrate.

Anche in questo caso si pone il problema di capire quali tra le parole riscontrate siano utili ai fini della *content analysis* e quali no. Analogamente si utilizza il medesimo processo visto per la dimensione economica:

- nella Tabella 17 vengono riportate le parole alle quali sono state eliminate alcune ricorrenze perché non sono utili ai fini della ricerca o meglio, in altre parole, perchè assumono significati non utili per la ricerca che si sta svolgendo;
- la Tabella 18 riporta le parole che sono state unite perché una rappresenta il sottoinsieme dell'altra parola;
- infine la Tabella 19 riporta la ricerca per *exact match* delle parole che hanno trovato molti riscontri.

DIMENSIONE AMBIENTALE	**Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio**				**Earnings Conference calls imprese Report Integrato**		
Parola chiave	**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**		**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**
recycled materials	2	2	2		0	0	0
energy consumption	24	25	10		3	3	2
material use	0	0	0		0	0	0
energy intensity	0	0	0		1	1	1
energy reduction	3	3	2		0	0	0
fuel consumption	7	7	4		7	10	2
electricity production	4	4	4		2	2	2
power production	2	2	1		4	5	1
renewable energy/ies	16	16	8		9	11	5
efficiency initiatives	4	4	3		2	2	2
conservation initiatives	0	0	0		1	1	1
heavy fuel	4	4	2		0	0	0
water sources	0	0	0		1	1	1

reuse	2	2	2	3	4	3
protected areas	0	0	0	0	0	0
biodiversity	0	0	0	2	2	2
CO_2 emissions	8	8	5	7	7	6
habitat	0	0	0	3	3	1
greenhouse gas emissions	7	9	5	4	4	2
reduction of emissions	0	0	0	2	2	2
carbon emissions	6	8	5	9	9	7
air pollutants	0	0	0	0	0	0
effluents	2	2	2	0	0	0
waste reduction	2	2	1	2	2	2
water discharge	1	1	1	0	0	0
waste disposal	0	0	0	0	0	0
oil spills	1	1	1	0	0	0
runoff	0	0	0	0	0	0
water use/usage	1	1	1	8	8	4
composting	0	0	0	1	1	1
incineration	0	0	0	0	0	0
environmental incidents	1	1	1	1	1	1
environmental protection	7	7	6	4	4	4
environmental responsibility	1	1	1	0	0	0
electricity consumption	2	2	2	1	1	1
water consumption	5	5	1	3	3	2
ISO	0	0	0	0	0	0
environmental law	0	0	0	0	0	0
climatic conditions	0	0	0	0	0	0
Environmental capex	0	0	0	5	8	1

Tabella 17: parole chiave che presentano un numero contenuto di riferimenti e a cui sono state tolte quei riferimenti non consoni ai fini della ricerca.

DIMENSIONE AMBIENTALE	**Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio**			**Earnings Conference calls imprese Report Integrato**		
Parola chiave	**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**	**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**
pollution/pollutants	6	6	2	10	10	4
environmental impact/environmental immpact assesment	17	19	8	19	21	13

Tabella 18: parole chiave che sono state unificate perché una è il sottoinsieme dell'altra.

DIMENSIONE AMBIENTALE	Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio				Earnings Conference calls imprese Report Integrato		
Parola chiave	**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**		**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**
raw material	130	323	22		85	181	19
materials	245	598	32		165	592	30
recycled	8	13	6		15	19	10
recovery	411	966	40		386	1275	41
climatic	10	11	7		6	11	3
emissions	73	183	16		52	90	18
spills	2	3	2		4	4	4
waste	218	347	24		67	160	21

Tabella 19: parole chiave ricercate per *exact* matches.

Per quanto riguarda le parole chiave ricercate per *exact match* si possono fare le seguenti valutazioni:

- le parole *raw material*, *materials*, *recovery* e *waste* vengono eliminate in quanto assumono significati troppo diversi e non utili ai fini della ricerca;
- la parola *emissions* ricercata da sola è molto ampia di significati e pertanto dispersiva. È più proficuo associarla ad altre parole come ad esempio gas, SO_2, H_2S e NO_x. Pertanto nella ricerca verranno anche ricercate le suddette parole ed incluse se presenteranno dei riferimenti che sono congrui con la ricerca stessa;
- infine le parole *recycled* e *spills* vengono incluse nella ricerca perché assumono significati coerenti per la stessa ricerca.

In ultima analisi, la Tabella 20 riporta i risultati della ricerca delle parole chiavi della dimensione ambientale della sostenibilità nelle *earning conference calls* dei due campioni di riferimento, raffinati secondo i criteri descritti in questo paragrafo.

DIMENSIONE AMBIENTALE		Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio				Earnings Conference calls imprese Report Integrato		
Parola chiave		**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**		**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**
1	recycled materials	2	2	2		0	0	0

2	energy consumption	24	25	10		3	3	2
3	energy intensity	0	0	0		1	1	1
4	recycled	7	8	5		9	9	7
5	spills	2	2	2		2	2	2
6	energy reduction	3	3	2		0	0	0
7	fuel consumption	7	7	4		7	10	2
8	electricity production	4	4	4		2	2	2
9	power production	2	2	1		4	5	1
10	renewable energy/ies	16	16	8		9	11	5
11	efficiency initiatives	4	4	3		2	2	2
12	conservation initiatives	0	0	0		1	1	1
13	heavy fuel	4	4	2		0	0	0
14	water sources	0	0	0		1	1	1
15	reuse	2	2	2		3	4	3
16	biodiversity	0	0	0		2	2	2
17	CO_2 emissions	8	8	5		7	7	6
18	habitat	0	0	0		3	3	1
19	greenhouse gas emissions	7	9	5		4	4	2
20	reduction of emissions	0	0	0		2	2	2
21	carbon emissions	6	8	5		9	9	7
22	effluents	2	2	2		0	0	0
23	waste reduction	2	2	1		2	2	2
24	water discharge	1	1	1		0	0	0
25	oil spills	1	1	1		0	0	0
26	water use/usage	1	1	1		8	8	4
27	composting	0	0	0		1	1	1
28	environmental incidents	1	1	1		1	1	1
29	environmental protection	7	7	6		4	4	4
30	environmental responsibility	1	1	1		0	0	0
31	pollution/pollutants	6	6	2		10	10	4
32	environmental impact/environmental immpact assesment	17	19	8		19	21	13
33	electricity consumption	2	2	2		1	1	1
34	water consumption	5	5	1		3	3	2
35	Gas emissions	2	2	2		0	0	0

36	Nox emissions	1	1	1		0	0	0
37	Environmental capex	0	0	0		5	8	1
	Totale fonti	**147**				**125**		
	Totale riferimenti		**155**				**137**	
	Totale parole chiave ricercate con successo	**29**				**28**		

Tabella 20: risultati raffinati della ricerca delle parole chiave della dimensione ambientale della sostenibilità.

3.4.6. Il processo di raffinamento per la dimensione sociale

Infine rimangono da raffinare i dati relativi ai risultati della dimensione sociale. Pertanto la Tabella 21 riporta i risultati trovati per la suddetta dimensione eliminando le parole non riscontrate e aggiungendo, in base a quanto detto nel paragrafo 3.4.3, i risultati relativi alla parola chiave *donation*.

DIMENSIONE SOCIALE	**Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio**				**Earnings Conference calls imprese Report Integrato**		
Parola chiave	**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**		**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**
New Employee	2	4	2		0	0	0
Benefits To Employees	1	1	1		0	0	0
Absenteeism	0	0	0		3	5	3
Employee Satisfaction	1	1	1		0	0	0
Operational Change	1	1	1		1	1	1
Health Care	46	133	10		6	37	4
Work Safety	2	2	2		3	3	2
Life Insurance	1	2	1		2	2	1
Health Safety	26	35	9		23	31	11
Disease	77	389	10		78	246	11
Occupational Health	0	0	0		1	1	1
Safety Program	4	6	2		3	4	2
Injury Frequency Rate	1	1	1		24	26	7
Fatalities	18	38	7		52	101	14
Fatal Accidents	1	1	1		1	1	1
Training	215	543	34		153	429	37
Career Opportunities	2	2	2		0	0	0
Career Development	0	0	0		1	1	1

Staff Turnover	1	1	1		0	0	0
Remuneration	43	103	11		77	414	16
Work Practices	3	3	3		3	3	1
Grievances	2	2	2		0	0	0
Human Rights	1	1	1		1	2	1
Incidents	102	187	28		78	199	25
Discrimination	5	5	4		10	18	6
Corrective Actions	8	9	6		5	7	4
Collective Bargaining	1	1	1		0	0	0
Child Labour	1	1	1		0	0	0
Corruption	8	17	3		2	2	2
Political Contributions	1	1	1		0	0	0
Bribery	0	0	0		2	2	2
Anti-Trust	8	10	6		7	10	4
Community Development	6	6	2		1	1	1
Community Engagement	2	2	2		3	3	3
Conflict Of Interest	1	3	1		1	1	1
Employee Commitment	1	1	1		0	0	0
Employee Turnover	7	8	2		0	0	0
Human Capital	5	8	5		9	21	6
Indigenous	15	20	8		11	14	4
Injury Rate	15	21	5		3	3	2
Local People	15	16	8		13	15	9
Donation	10	14	6		6	8	5
Salary	30	34	12		44	56	24
Social Plan	1	1	1		6	12	2
Skills	108	163	31		122	254	34
Social Responsibility	25	29	10		10	12	7
Wage	96	171	23		71	107	24
Working Conditions	3	3	2		2	2	2

Tabella 21: risultati ricerca delle parole chiavi della dimensione sociale della sostenibilità nelle *earnings conference calls* senza tener conto delle parole non riscontrate.

Tramite il medesimo processo di raffinamento utilizzato per analizzare i risultati trovati relativamente alla dimensione economica ed ambientale della sostenibilità, è stato possibile riscontrare che, per quanto riguarda i risultati relativi alla dimensione sociale della sostenibilità, non vi sono parole che sono il sottoinsieme di un'altra parola. Pertanto la Tabella 22 riporta i risultati delle parole chiave che presentano un numero limitato di

riferimenti e a cui sono stati tolti dei riferimenti medesimi perché non riconducibili alla sfera sociale della sostenibilità; mentre la Tabella 23 riporta i risultati delle parole ricercate per *exact match* perché, essendo di ampio significato, hanno riscontrato copiosi riferimenti.

DIMENSIONE SOCIALE	**Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio**				**Earnings Conference calls imprese Report Integrato**		
Parola chiave	**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**		**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**
new employee	2	3	2		0	0	0
benefits to employees	1	1	1		0	0	0
absenteeism	0	0	0		3	3	3
employee satisfaction	1	1	1		0	0	0
operational change	1	1	1		1	1	1
work safety	2	2	2		3	3	2
life insurance	0	0	0		0	0	0
health safety	25	29	9		19	21	8
occupational health	0	0	0		1	1	1
safety program	4	5	2		3	3	2
injury frequency rate	1	1	1		23	23	6
fatal accidents	1	1	1		1	1	1
career opportunities	2	2	2		0	0	0
career development	0	0	0		0	0	0
staff turnover	1	1	1		0	0	0
work practices	2	2	2		3	3	1
grievances	1	1	1		0	0	0
human rights	1	1	1		1	1	1
discrimination	0	0	0		1	1	1
corrective actions	3	3	2		2	2	2
collective bargaining	1	1	1		0	0	0
child labour	1	1	1		0	0	0
corruption	5	6	2		0	0	0
political contributions	1	1	1		0	0	0
bribery	0	0	0		1	1	1
anti-trust	3	3	3		4	4	3
community development	4	4	2		1	1	1
community engagement	2	2	2		3	3	3
conflict of interest	0	0	0		0	0	0
employee commitment	1	1	1		0	0	0
employee turnover	4	4	2		0	0	0
human capital	4	6	4		8	10	5
indigenous	9	11	3		0	0	0

injury rate	15	16	5		3	3	2
local people	14	14	8		12	12	8
donation	9	10	5		6	6	5
social plan	0	0	0		5	6	1
social responsibility	25	27	10		10	11	7
working conditions	3	3	2		2	2	2

Tabella 22: parole chiave che presentano un numero contenuto di riferimenti e a cui sono state tolte quei riferimenti non consoni ai fini della ricerca.

DIMENSIONE SOCIALE	**Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio**				**Earnings Conference calls imprese Report Integrato**		
Parola chiave	**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**		**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**
health care	46	133	10		6	37	4
disease	75	308	10		68	215	11
fatalities	13	30	4		40	58	12
training	115	197	28		86	161	30
remuneration	42	93	11		66	351	15
incidents	40	59	18		35	48	15
salary	16	17	11		28	35	17
skills	70	93	29		92	163	31
wage	67	117	20		50	71	20

Tabella 23: parole chiave ricercate per *exact* matches.

Per quanto riguarda i risultati delle parole chiave ricercate per *exact match* e riportate nella Tabella 23 è necessario fare le seguenti osservazioni:

- le parole chiavi *disease*, *training*, *remuneration*, *incidents*, *skills e wage*, vengono escluse della ricerca perché sono voci ambigue che presentono, di conseguenza, troppi riferimenti non consoni con lo scopo della *content analysis*;
- la parola chiave *health care* presenta dei riferimenti contenuti nelle *earning conference calls* delle imprese che redigono il Report Integrato e si decide di analizzare pertanto quei risultati. Tuttavia dall'analisi di questi riferimenti (analisi che non può essere riportata in modo scritto) emerge che questa parola

non presenta particolare affinità con la dimensione sociale della sostenibilità. Pertanto si decide di escludere anche essa dall'analisi;

- infine le parole chiavi *fatalities* e *salary* vengono invece incluse nella ricerca perché consoni con il fine della stessa, eliminando tuttavia quei riferimenti non riconducibili al significato sociale della sostenibilità.

In ultima analisi la Tabella 24 riporta i risultati definitivi per quanto concerne i risultati della ricerca delle parole chiavi della dimensione sociale della sostenibilità nelle *earning conference calls* dei due campioni di riferimento, raffinati secondo i criteri descritti in questo paragrafo.

DIMENSIONE SOCIALE		**Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio**				**Earnings Conference calls imprese Report Integrato**		
	Parola chiave	**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**		**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**
1	new employee	2	3	2		0	0	0
2	benefits to employees	1	1	1		0	0	0
3	absenteeism	0	0	0		3	3	3
4	employee satisfaction	1	1	1		0	0	0
5	operational change	1	1	1		1	1	1
6	work safety	2	2	2		3	3	2
7	life insurance	0	0	0		0	0	0
8	health safety	25	29	9		19	21	8
9	occupational health	0	0	0		1	1	1
10	safety program	4	5	2		3	3	2
11	injury frequency rate	1	1	1		23	23	6
12	fatal accidents	1	1	1		1	1	1
13	career opportunities	2	2	2		0	0	0
14	career development	0	0	0		0	0	0
15	staff turnover	1	1	1		0	0	0
16	work practices	2	2	2		3	3	1
17	grievances	1	1	1		0	0	0
18	human rights	1	1	1		1	1	1
19	discrimination	0	0	0		1	1	1
20	corrective actions	3	3	2		2	2	2
21	collective bargaining	1	1	1		0	0	0
22	child labour	1	1	1		0	0	0
23	corruption	5	6	2		0	0	0
24	political contributions	1	1	1		0	0	0
25	bribery	0	0	0		1	1	1
26	anti-trust	3	3	3		4	4	3

27	community development	4	4	2		1	1	1
28	community engagement	2	2	2		3	3	3
29	conflict of interest	0	0	0		0	0	0
30	employee commitment	1	1	1		0	0	0
31	employee turnover	4	4	2		0	0	0
32	human capital	4	6	4		8	10	5
33	indigenous	9	11	3		0	0	0
34	injury rate	15	16	5		3	3	2
35	local people	14	14	8		12	12	8
36	donation	9	10	5		6	6	5
37	social plan	0	0	0		5	6	1
38	social responsibility	25	27	10		10	11	7
39	working conditions	3	3	2		2	2	2
40	fatalities	13	30	4		40	58	12
41	salary	12	12	7		16	17	9
	Totale fonti	**174**				**172**		
	Totale riferimenti		**206**				**197**	
	Totale parole chiave ricercate con successo	**33**				**25**		

Tabella 24: risultati raffinati della ricerca delle parole chiave della dimensione ambientale della sostenibilità.

3.4.7. L'annessione di altre parole chiave

Grazie alla ricerca delle suddette 239 parole "sostenibili" definite in Cavezzali *et al.* (in stampa) e alla ricerca di questo tramite il software NVivo, è stato possibile definire ed aggiungere per ciascuna delle tre dimensioni della sostenibilità le seguenti parole chiavi:

- per la dimensione economica sono state aggiunte le parole *QR Code* e *Dow Jones Sustainability Index*[6]: la prima è stata scelta perché uno degli aspetti che permette la dotazione del *QR code* è quello di consentire all'impresa che si dota di questa nuova tecnologia di mettere potenzialmente tutti gli *skateholder* nella condizione di consoscere che i prodotti dell'impresa sono stati realizzati attraverso l'uso razionale ed efficiente delle risorse ambientali, conquistando quei clienti e, più in generale, quelle fette di mercato attente proprio a quelle

[6] Il *Dow Jones Sustainability IndeX* (*DJSI*) è il primo indice che valuta le *performance* finanziarie delle imprese mondiali che seguono i principi sostenibili. Attualmente include circa 2500 imprese leader nel mondo nel campo della sostenibilità (Borsa Italiana, 2015).

esigenze ambientali. La seconda parola è stata scelta perché, analogamente, permette alle imprese che sono incluse in questo indice di distinguersi, a livello di sostenibilità, dalle altre imprese e pertanto si rende più appetibile per gli *stakeholders* attenti a determinate esigenze;

- per quanto riguarda la dimensione ambientale della sostenibilità sono state aggiunte le parole *solar power* e *biomass* perché rappresentano la volontà delle imprese che ne fanno uso di dotarsi di forme di energie rinnovabili e a basso costo;
- infine per quanto riguarda la dimensione sociale sono state aggiunte le parole *disabilities* e *issue problems*: la prima è stata scelta perché rappresenta la capacità da parte delle imprese di garantire pari condizioni di opportunità al lavoro per determinate categorie di persone; la seconda è stata scelta perché identifica sia molte azioni intraprese dalle imprese per risolvere determinate questioni sociali all'interno di Paesi del terzo mondo dove si è investito, sia altre iniziative a livello sociale sempre da parte delle imprese stesse.

La Tabella 25 riporta i risultati della ricerca delle suddette parole nelle *earning conference calls* dei due campioni di riferimento.

Parola chiave da aggiungere alla ricerca		**Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio**				**Earnings Conference calls imprese Report Integrato**		
		N. fonti	**N. riferimenti**	**N. imprese**		**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**
DIMENSIONE ECONOMICA	QR code	3	3	3		5	5	3
	Dow Jones Sustainability Index	0	0	0		2	2	1
DIMENSIONE AMBIENTALE	solar power	6	10	3		5	6	1
	biomass	19	21	4		6	6	3
DIMENSIONE SOCIALE	disabilities	8	12	4		3	3	3
	social issues	4	4	3		4	4	3

Tabella 25: risultati relativi alla ricerca delle parole chiave aggiunte alla *content anaysis*.

3.4.8. Analisi dei risultati trovati

È ora possibile fare l'analisi dei risultati trovati per arrivare alla conclusione del lavoro di tesi: ovvero stabilire se il Report Integrato è evoluzione della normativa sulla sostenibilità o della comunicazione finanziaria.

Le Tabelle 26, 27 e 28 riportano i dati definitivi della ricerca delle parole chiave per ciascuna dimensione della sostenibilità, in altre parole i dati che sono stati raffinati ed a cui sono stati aggiunti le parole chiavi del paragrafo precedente.

DIMENSIONE ECONOMICA		Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio				Earnings Conference calls imprese Report Integrato		
	Parola chiave	N. fonti	N. riferimenti	N. imprese		N. fonti	N. riferimenti	N. imprese
1	economic value generated/distribuited	7	7	5		6	6	4
2	financial implications	1	1	1		1	1	1
3	climate change opportunity/risk	21	22	8		16	20	7
4	financial incentives	1	1	1		0	0	0
5	productivity growth	2	3	2		0	0	0
6	economic development	4	5	2		18	29	7
7	local suppliers	4	4	3		0	0	0
8	local community	7	7	5		6	6	4
9	foreign investment	4	4	4		4	5	3
10	economic impact	2	2	2		4	4	3
11	product information	0	0	0		1	1	1
12	Fines	0	0	0		6	9	2
13	local hiring/employees	1	1	1		0	0	0
14	community investment	1	1	1		1	1	1
15	network capex	2	2	1		1	1	1
16	economic efficiency	1	1	1		0	0	0
17	reputational risk	2	3	2		1	1	1
18	Cost effectiveness	3	3	3		3	3	3
19	Economic risks	2	2	2		0	0	0
20	Local government	10	10	4		4	4	3
21	Sustainable development	10	16	4		13	17	8
22	Infrastructure investment	3	3	3		13	14	10
23	Dow Jones Sustainability Index	3	3	3		5	5	3
24	QR code	0	0	0		2	2	1

	Totale fonti	**91**				**105**		
	Totale riferimenti		**101**				**129**	
	Totale parole chiave ricercate con successo	**21**				**18**		

Tabella 26: risultati definitivi relativi alla ricerca delle parole chiave riguardanti la dimensione economica della sostenibilità.

DIMENSIONE AMBIENTALE		**Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio**				**Earnings Conference calls imprese Report Integrato**		
	Parola chiave	**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**		**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**
1	recycled materials	2	2	2		0	0	0
2	energy consumption	24	25	10		3	3	2
3	energy intensity	0	0	0		1	1	1
4	recycled	7	8	5		9	9	7
5	Spills	2	2	2		2	2	2
6	energy reduction	3	3	2		0	0	0
7	fuel consumption	7	7	4		7	10	2
8	electricity production	4	4	4		2	2	2
9	power production	2	2	1		4	5	1
10	renewable energy/ies	16	16	8		9	11	5
11	efficiency initiatives	4	4	3		2	2	2
12	conservation initiatives	0	0	0		1	1	1
13	heavy fuel	4	4	2		0	0	0
14	water sources	0	0	0		1	1	1
15	Reuse	2	2	2		3	4	3
16	biodiversity	0	0	0		2	2	2
17	CO_2 emissions	8	8	5		7	7	6
18	Habitat	0	0	0		3	3	1
19	greenhouse gas emissions	7	9	5		4	4	2
20	reduction of emissions	0	0	0		2	2	2
21	carbon emissions	6	8	5		9	9	7
22	Effluents	2	2	2		0	0	0
23	waste reduction	2	2	1		2	2	2
24	water discharge	1	1	1		0	0	0
25	oil spills	1	1	1		0	0	0
26	water use/usage	1	1	1		8	8	4
27	composting	0	0	0		1	1	1
28	environmental incidents	1	1	1		1	1	1

29	environmental protection	7	7	6	4	4	4
30	environmental responsibility	1	1	1	0	0	0
31	pollution/pollutants	6	6	2	10	10	4
32	environmental impact/environmental immpact assesment	17	19	8	19	21	13
33	electricity consumption	2	2	2	1	1	1
34	water consumption	5	5	1	3	3	2
35	Gas emissions	2	2	2	0	0	0
36	Nox emissions	1	1	1	0	0	0
37	Environmental capex	0	0	0	5	8	1
38	solar power	6	10	3	5	6	1
39	Biomass	19	21	4	6	6	3
	Totale fonti	**172**			**136**		
	Totale riferimenti		**186**			**149**	
	Totale parole chiave ricercate con successo	**31**			**30**		

Tabella 27: risultati definitivi relativi alla ricerca delle parole chiave riguardanti la dimensione ambientale della sostenibilità.

DIMENSIONE SOCIALE		**Earnings Conference calls imprese Bilancio di Esercizio**			**Earnings Conference calls imprese Report Integrato**		
	Parola chiave	**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**	**N. fonti**	**N. riferimenti**	**N. imprese**
1	new employee	2	3	2	0	0	0
2	benefits to employees	1	1	1	0	0	0
3	absenteeism	0	0	0	3	3	3
4	employee satisfaction	1	1	1	0	0	0
5	operational change	1	1	1	1	1	1
6	work safety	2	2	2	3	3	2
7	life insurance	0	0	0	0	0	0
8	health safety	25	29	9	19	21	8
9	occupational health	0	0	0	1	1	1
10	safety program	4	5	2	3	3	2
11	injury frequency rate	1	1	1	23	23	6
12	fatal accidents	1	1	1	1	1	1
13	career opportunities	2	2	2	0	0	0
14	career development	0	0	0	0	0	0
15	staff turnover	1	1	1	0	0	0
16	work practices	2	2	2	3	3	1
17	Grievances	1	1	1	0	0	0

18	human rights	1	1	1	1	1	1
19	Discrimination	0	0	0	1	1	1
20	corrective actions	3	3	2	2	2	2
21	collective bargaining	1	1	1	0	0	0
22	child labour	1	1	1	0	0	0
23	Corruption	5	6	2	0	0	0
24	political contributions	1	1	1	0	0	0
25	Bribery	0	0	0	1	1	1
26	anti-trust	3	3	3	4	4	3
27	community development	4	4	2	1	1	1
28	community engagement	2	2	2	3	3	3
29	conflict of interest	0	0	0	0	0	0
30	employee commitment	1	1	1	0	0	0
31	employee turnover	4	4	2	0	0	0
32	human capital	4	6	4	8	10	5
33	Indigenous	9	11	3	0	0	0
34	injury rate	15	16	5	3	3	2
35	local people	14	14	8	12	12	8
36	Donation	9	10	5	6	6	5
37	social plan	0	0	0	5	6	1
38	social responsibility	25	27	10	10	11	7
39	working conditions	3	3	2	2	2	2
40	Fatalities	13	30	4	40	58	12
41	Salary	12	12	7	16	17	9
42	Disabilities	8	12	4	3	3	3
43	social issues	4	4	3	4	4	3
	Totale fonti	**186**			**179**		
	Totale riferimenti		**222**			**204**	
	Totale parole chiave ricercate con successo	**35**			**27**		

Tabella 28: risultati definitivi relativi alla ricerca delle parole chiave riguardanti la dimensione sociale della sostenibilità.

I dati così presentati sono molto dispersivi a livello visivo e pertanto risulta difficile effettuare un confronto. Una soluzione per risolvere questo problema è costruire due tabelle identiche (si vedano Tabelle 29 e 30) per ciascun campione di riferimento che per ogni dimensione della sostenibilità indichi il numero delle parole chiavi ricercate con successo, il numero dei riferimenti trovati in totale per ciascuna parola, il numero totale

delle fonti in cui sono state trovate, la percentuale di *coverage* sulle *earning conference calls*, il numero più alto delle imprese che utilizzano una determinata parola chiave e la percentuale di *coverage* sulle imprese.

IMPRESE CHE REDIGONO IL BILANCIO DI ESERCIZIO						
Dimensione sostenibile	**Totale parole chiave ricercate con successo**	**Totale riferimenti trovati**	**Totale earning conference calls**	**Percentuale di coverage sulle conference calls**	**Numero massimo di imprese**	**Percentuale di coverage sulle imprese**
Economica	21	101	91	10,73%	8	19,51%
Ambientale	31	186	172	20,28%	10	24,39%
Sociale	35	222	186	21,93%	10	24,39%
Legenda: per percentuale di *coverage* sulle *conference calls*, si intende il rapporto tra il numero totale totale delle *earning conference calls* in cui sono state trovate le parole chiave ed il numero totale delle *earning conference calls* del campione delle imprese che redigono il bilancio di esercizio, ossia 848; per numero massimo di imprese si intende il numero più alto delle imprese che utilizzano una determinata parola chiave; infine, per percentuale di *coverage* sulle imprese si intende il rapporto tra il numero massimo di imprese che utilizzano una determinata parola chiave ed il numero totale delle imprese del campione di riferimento, ossia 41.						

Tabella 29: sintesi dei risultati trovati per quanto riguarda il campione delle *earning conference calls* delle imprese che redigono il Bilancio di Esercizio.

IMPRESE CHE REDIGONO IL REPORT INTEGRATO						
Dimensione sostenibile	**Totale parole chiave ricercate con successo**	**Totale riferimenti trovati**	**Totale earning conference calls**	**Percentuale di coverage sulle conference calls**	**Numero massimo di imprese**	**Percentuale di coverage sulle imprese**
Economica	18	129	105	15,72%	10	24,39%
Ambientale	30	149	136	20,36%	13	31,71%
Sociale	37	204	179	26,80%	12	29,27%
Legenda: per percentuale di *coverage* sulle *conference calls*, si intende il rapporto tra il numero totale totale delle *earning conference calls* in cui sono state trovate le parole chiave ed il numero totale delle *earning conference calls* del campione delle imprese che redigono il bilancio di esercizio, ossia 668; per numero massimo di imprese si intende il numero più alto delle imprese che utilizzano una determinata parola chiave; infine, per percentuale di *coverage* sulle imprese si intende il rapporto tra il numero massimo di imprese che utilizzano una determinata parola chiave ed il numero totale delle imprese del campione di riferimento, ossia 41.						

Tabella 30: sintesi dei risultati trovati per quanto riguarda il campione delle *earning conference calls* delle imprese che redigono il Report Integrato.

È ora possibile fare il confronto tra i dati trovati: si comincia dal numero di parole chiave ricercate con successo per ciascuna dimensione della sostenibilità. Come si può osservare dai dati riportati nelle Tabelle 29 e 30, il numero delle parole chiavi ricercate con successo e divise per dimensione della sostenibilità tra i due campioni di riferimento differiscono solo per poche unità: nella dimensione economica ed ambientale sono state riscontrate un numero leggermente maggiore di parole nelle *earning conference calls* delle imprese che redigono il Bilancio di Esercizio rispetto a quelle del Report Integrato; la situazione si ribalta invece per quanto riguarda invece la dimensione sociale. Questo primo dato tende a dare quindi l'idea che il Report Integrato è evoluzione della normativa sulla comunicazione finanziaria in quanto, se così non fosse, si sarebbe dovuto rilevare un maggiore numero di parole chiave nelle *conference calls* delle imprese che appunto utilizzano come metodo di rendicontazione il Report Integrato.

Analoghe valutazioni possono farsi per quanto riguarda il numero totale delle parole chiave riscontrate nelle *conference calls* e anche per il numero totale delle fonti (*earning conference calls*) in cui sono state riscontrate le parole ricercate: in altre parole i due campioni sembrano non rappresentare grosse differenze (vedasi Tabelle 29 e 30).

Tuttavia si potrebbe obiettare che questi risultati siano condizionati dal fatto che la numerosità dei due campioni è diversa e che, dal momento che vi è un numero maggiore di *earning conference calls* di imprese che redigono il Bilancio di Esercizio, vi sia una maggiore probabilità di riscontrare parole chiave, riferimenti delle parole chiave e fonti. Pertanto si sono costruite le seguenti due percentuali:

- la percentuale di *coverage* sulle *earning conference calls*: definita come il rapporto tra il numero totale delle *earning conference calls* in cui sono state trovate le parole chiavi ed il numero totale delle *earning conference calls* del campione di riferimento, ossia 668 per il campione delle imprese che redigono il Report Integrato e 848 per quello delle imprese che redigono invece il Bilancio di Esercizio;
- la percentuale di *coverage* sulle imprese: definita come il rapporto tra il numero più alto delle imprese che utilizzano una determinata parola chiave ed il numero totale delle imprese del campione di riferimento, ossia 41 per entrambi i campioni di riferimento.

Nei Grafici 2 e 3 vengono riportati due istogrammi che meglio evidenziano i risultati trovati relativamente a queste due percentuali. Come si può ben vedere, per quanto riguarda la percentuale di *coverage* sulle *earning conference calls*, per tutte e tre le dimensioni della sostenibilità, le percentuali relative al campione di riferimento delle imprese che redigono il Report Integrato sono leggermente maggiori: questo risultato sembra andare in controtendenza rispetto a quello precedente in quanto sembra testimoniare che il Report Integrato sia evoluzione delle normative sulla sostenibilità.

Analoghe conclusioni si possono trarre per quanto riguarda la percentuale di *coverage* sulle imprese: anche qui le percentuali relative alle imprese che usano il Report Integrato sono maggiori rispetto a quelle che usano invece il Bilancio di Esercizio.

Tuttavia, se da un lato è vero che entrambe le percentuali di *coverage* denotano il fatto che il Report Integrato sembra essere evoluzione della normativa sulla sostenibilità, dall'altro lato è anche vero che è importante sottolineare che queste percentuali differiscono al massimo del cinque per cento; in altre parole ci sarebbe dovuta aspettare una differenza in percentuale molto maggiore.

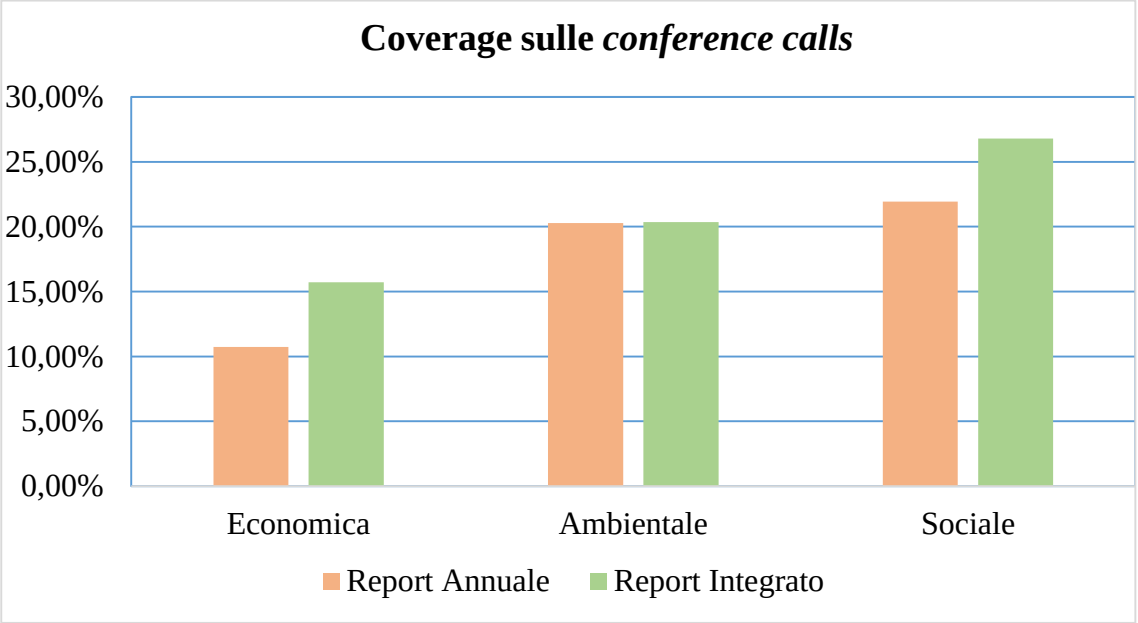

Grafico 2: percentuali *coverage* sulle *earning conference calls* per dimensioni della sostenibilità e per campioni di riferimento.

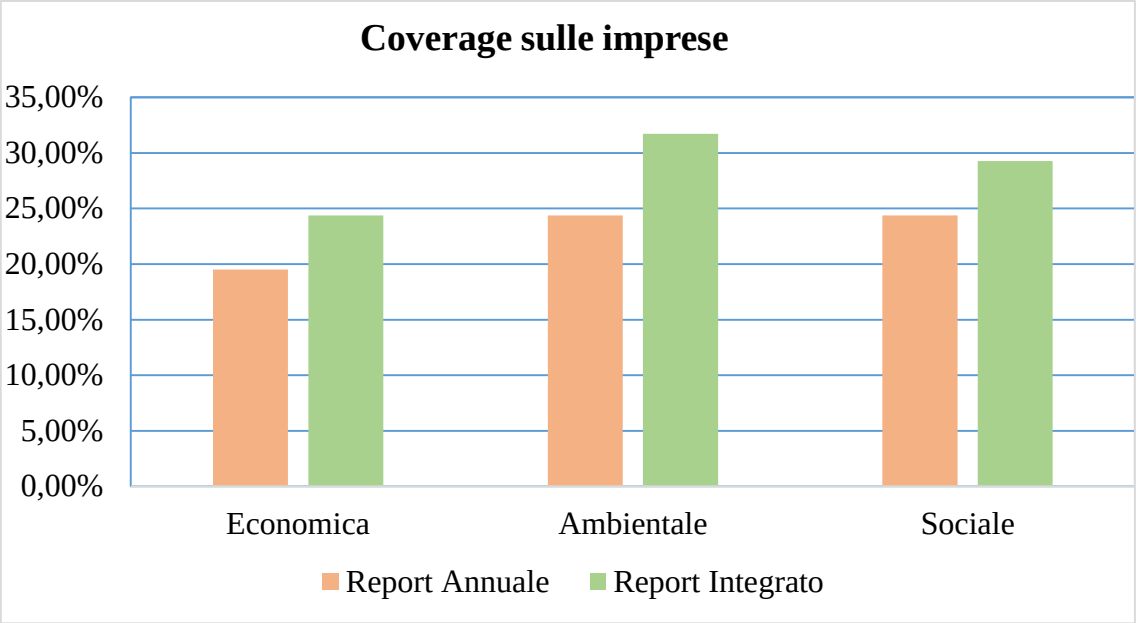

Grafico 3: percentuali *coverage* sulle imprese per dimensioni della sostenibilità e per campioni di riferimento.

Un'ultima analisi che si può condurre su questi risultati, al fine di stabilire quale sia la vera natura del Report Integrato, è il test di Wilcoxon dei ranghi con segno: infatti, non potendo supporre una distribuzione gaussiana per i risultati ottenuti, si deve procedere con il suddetto test non parametrico. Quest'ultimo in presenza di dati appaiati è in grado di affermare se due campioni statistici provengono dalla stessa popolazione: pertanto, dal momento che tra i due campioni di riferimento oggetto di studio (imprese che redigono il Report Integrato ed imprese che redigono il Bilancio di Esercizio) vi è un punto in comune che è rappresentato dalle *earning conference calls*, è possibile utilizzarlo per i risultati trovati. È evidente quindi che se il risultato del test è non significativo e si accetta l'ipotesi nulla, allora si concluderà che le *earning conference calls* dei due gruppi di imprese appartengono alla medesima popolazione e che pertanto, non essendoci differenze significative tra i due campioni, il Report Integrato è evoluzione della normativa economico-finanziaria. Viceversa, se il risultato del test è significativo e si rifiuta l'ipotesi nulla, allora i due campioni di riferimento presentano delle differenze e quindi il Report Integrato non è evoluzione della normativa economico-finanziaria.

In particolare si decide di condurre il test di Wilcoxon su tutti i dati disponibili opportunamente divisi per parola chiave ricercata e per dimensione della sostenibilità alla

quale si riferiscono: in particolare, il numero dei riferimenti, il numero delle *earning conference calls*, il numero delle imprese adottanti una determinata parola chiave ed infine le percentuali sia di *coverage* sulle *conference calls*, sia di *coverage* sulle imprese.

Utilizzando un *tool* disponibile in internet (Social Science Statistics, 2016) è stato possibile condurre il suddetto test sui dati stabiliti ottenendo i risultati riportati nella Tabella 31.

Come si può osservare per tutte le dimensioni della sostenibilità e per tutti i dati su cui è stato condotto il test la conclusione è sempre la medesima: il test non è significativo e pertanto si accetta l'ipotesi nulla. In ultima analisi, ciò significa che le *earning conference calls* dei due campioni di riferimento appartengono alla medesima popolazione e che pertanto il Report Integrato è evoluzione della normativa economico-finanziaria.

SINTESI DEI RISULTATI TROVATI PER IL TEST DI WILCOXON A DUE CODE CON TEST DI SIGNIFICATIVITÁ PARI A 0,05					
DIMENSIONE DELLA SOSENIBILITÁ	**PER RIFERIMENTI PER PAROLA CHIAVE RICERCATA**	**PER EARNING CONFERENCE CALLS**	**PER NUMERO DI IMPRESE ADOTTANI UNA DETERMINATA PAROLA**	**PER PERCENTUALE DI COVERAGE SULLE CONFERENCE CALLS**	**PER PERCENTUALE DI COVERAGE SULLE IMPRESE**
ECONOMICA	Il W-value è pari a 112,5. Il valore critico di W per N=21 per p≤0,05 è 58. Pertanto, il test non è significativo per p≤0,05.	Il W-value è pari a 102. Il valore critico di W per N=20 per p≤0,05 è 52. Pertanto, il test non è significativo per p≤0,05.	Il W-value è pari a 87,5. Il valore critico di W per N=19 per p≤0,05 è 46. Pertanto, il test non è significativo per p≤0,05.	Il W-value è pari a 89. Il valore critico di W per N=21 per p≤0,05 è 58. Pertanto, il test non è significativo per p≤0,05.	Il W-value è pari a 83. Il valore critico di W per N=19 per p≤0,05 è 46. Pertanto, il test non è significativo per p≤0,05.
AMBIENTALE	Il W-value è pari a 280. La distribuzione è pertanto simile a quella di una normale. Quindi si usa il Z-value. Esso è pari a -0,8327. Il p-value è pari a 0,40654. Il test non è quindi significativo per p≤0,05.	Il W-value è pari a 267,5. La distribuzione è pertanto simile a quella di una normale. Quindi si usa il Z-value. Esso è pari a -0,778. Il p-value è pari a 0,4354. Il test non è quindi significativo per p≤0,05.	Il W-value è pari a 282. La distribuzione è pertanto simile a quella di una normale. Quindi si usa il Z-value. Esso è pari a -1,0485. Il p-value è pari a 0,29372. Il test non è quindi significativo per p≤0,05.	Il W-value è pari a 330,5. La distribuzione è pertanto simile a quella di una normale. Quindi si usa il Z-value. Esso è pari a -0,3168. Il p-value è pari a 0,74896. Il test non è quindi significativo per p≤0,05.	Il W-value è pari a 283. La distribuzione è pertanto simile a quella di una normale. Quindi si usa il Z-value. Esso è pari a -1,0334. Il p-value è pari a 0,30302. Il test non è quindi significativo per p≤0,05.

SOCIALE	Il W-value è pari a 236,5. La distribuzione è pertanto simile a quella di una normale. Quindi si usa il Z-value. Esso è pari a -1,5161. Il p-value è pari a 0,12852. Il test non è quindi significativo per p≤0,05.	Il W-value è pari a 241,5. La distribuzione è pertanto simile a quella di una normale. Quindi si usa il Z-value. Esso è pari a -1,4375. Il p-value è pari a 0,14986. Il test non è quindi significativo per p≤0,05.	Il W-value è pari a 151. Il valore critico di W per N=29 per p≤0,05 è 126. Pertanto, il test non è significativo per p≤0,05.	Il W-value è pari a 320,5. La distribuzione è pertanto simile a quella di una normale. Quindi si usa il Z-value. Esso è pari a -0,4677. Il p-value è pari a 0,63836. Il test non è quindi significativo per p≤0,05.	Il W-value è pari a 138,5. Il valore critico di W per N=29 per p≤0,05 è 126. Pertanto, il test non è significativo per p≤0,05.

Tabella 31: sintesi dei risultati trovati per il test di Wilcoxon a due code con test di significatività pari a 0,05.

Conclusione

L'obiettivo di questo lavoro di tesi è stato quello di stabilire se il Report Integrato è evoluzione della normativa economico-finanziaria oppure dei *report* di sostenibilità e delle normative ad essi relativi.

La *content analysis* condotta sulle *earning conference calls* dei due campioni di riferimento (imprese che redigono il Bilancio di Esercizio ed imprese che redigono invece il Report Integrato) ha portato ai seguenti tre risultati:

1. i due campioni di riferimento presentano molte affinità: infatti i dati ottenuti evidenziano che le tre dimensioni della sostenibilità vengono evocate in modo simile sia nelle *earning conference calls* delle imprese che redigono il Report Integrato, sia in quelle delle imprese che redigono invece il Bilancio di Esercizio. A prova di ciò si è osservato che in entrambi i campioni di riferimento il totale delle parole chiave ricercate con successo, il totale dei riferimenti trovati ed il totale delle *earning conference calls* in cui compaiono le parole chiave ricercate, assumono valori molto simili;
2. le percentuali di *coverage* sulle *conference calls* e sulle imprese assumono anche esse valori simili tra i due campioni di riferimento, a dimostrazione del fatto che non sembrano esserci differenze tra i due campioni;
3. infine si è condotto il test di Wilcoxon dei ranghi con segno su tutti i dati disponibili divisi opportunamente per dimensione della sostenibilità e per campione di riferimento. In tutti i suddetti casi ha portato alla medesima conclusione, ossia il test è statisticamente non significativo e pertanto si accetta l'ipotesi nulla; in altre parole le *earning conference calls* appartengono alla stessa popolazione.

È quindi evidente che i suddetti tre risultati portano ad affermare che questo lavoro di tesi attesta il fatto che il Report Integrato è evoluzione della normativa economico-finanziaria e non di quella relativa ai *report* di sostenibilità.

Alla luce di questa affermazione è necessario fare le seguenti osservazioni relativamente ai capitoli 1 e 2, nei quali si è trattato rispettivamente del Report Integrato e degli analisti finanziari:

- il Report Integrato, anche se nasce con l'obiettivo di fondere le informazioni finanziarie con quelle non finanziarie in un unico documento per dare proprio più rilievo a queste ultime, non si distingue dal più comune metodo di *reporting*, ossia il Bilancio di Esercizio: infatti entrambi i metodi di rendicontazione discorrono in egual misura delle informazioni non finanziarie e danno più rilievo al principio della materialità, ossia alla creazione del valore da parte delle imprese nel breve, medio e lungo periodo ed attenzione verso i fornitori del capitale finanziario;
- questo risultato è anche frutto dello scarso interesse degli analisti finanziari e, più in generale, del mercato verso le suddette informazioni non finanziarie. Ciò non vuol dire che gli analisti nel produrre le loro valutazioni non usino questo tipo di informazioni, ma piuttosto sta a significare che nelle loro elaborazioni adottano maggiormente informazioni di carattere meramente economico-finanziario;
- infine la natura economico-finanziaria del Report Integrato è causata anche dalla mancanza di *standard* ben definiti per quanto riguarda la rendicontazione non finanziaria: la ragione di ciò sta nel carattere (ad oggi) volontario e non obbligatorio di questa forma di *reporting*.

In definitiva il fatto che in tutto il mondo un numero sempre maggiore di imprese appartenenti a diversi settori industriali e terziari stia iniziando a redigere il Report Integrato è un primo segnale del continuo espandersi dell'utilizzo di tale metodo di rendicontazione. Tuttavia, come già osservato, ciò non è sufficiente a risaltare le questioni inerenti la sostenibilità: infatti per realizzare una società davvero sostenibile occorre che *stakeholders*, analisti finanziari, mercati, legislatori, sviluppino una maggiore sensibilità verso questo progetto. In questo contesto, in cui imprese e società si dovessero impegnare attivamente verso le tematiche legate alla sostenibilità, è naturale che si inizierebbe a dare più importanza alle informazioni non finanziarie e conseguentemente si chiederebbe alle imprese di aumentare la comunicazione di carattere non finanziario. Ciò potrebbe portare in ultima analisi ad utilizzare sempre più il Report Integrato, in quanto unico documento capace di includere e spiegare congiuntamente risultati finanziari e non finanziari, che quindi si differenzierebbe dal Bilancio di Esercizio dando più rilievo alle tre dimensioni della sostenibilità ed agli *stakeholders* piuttosto che al principio della materialità e alla creazione del valore economico nel breve, nel medio e nel lungo termine.

Bibliografia e Sitografia

- Barker R. (1998), "The market for information: evidence from finance director, analysts and fund managers", in *Accounting and Business Research*, **1**: 3-20.
- Bertinetti G., Cavezzali E. e Rigoni U. (2009), "I report degli analisti finanziari: metodi di valutazione e raccomandazioni d'investimento", in M. Comana e M. Brogi (a cura di), *Saggi in onore di Tancredi Bianchi*, Roma, Bancaria Editrice, **3**: 87-112.
- Busco C., Frigo Frigo L., Riccaboni A., Quattrone P. (2013), *Integrated Reporting, Concepts and Cases that Redefine Corporate Accountability*, Spinger, Londra.
- Cavezzali E., Crepaldi J. e Rigoni U. (2014), "Proximity to hubs of expertise and financial analyst forecast accuracy", in *Eurasian Business Review*, **4**: 157-179.
- Cavezzali E., Hussain N. e Rigoni U. (in stampa), "The Integrated Report and the conference calls content", in *Integrated Reporting: a New Accounting* Disclosure, Palgrave MacMillan, Regno Unito.
- Coppola L. (2010), *NVivo: un programma per l'analisi qualitativa*, Franco Angeli, Milano.
- Damodaran A. e Roggi O. (2011), *Finanza aziendale: applicazioni per il management*, Apogeo, Milano.
- Eccles Robert G. e Krzus M.P. (2012), *Report integrato: rendicontazione integrate per una strategia sostenibile*, Philanthropy, Forlì.
- Eccles Robert G. e Serafeim G. (2013), "A Tale of Two Stories: Sustainability and the Quarterly Earnings Call", in *Journal of applied Corporate Finance*, **25**: 8-19;
- Gasperini A., (2013), *Il vero bilancio integrato: storie di creazione del valore a breve, medio e lungo termine*, Ipsoa, Milano.
- Giovannoni E. e Fabietti G. (2014), What Is Sustainability? A Review of the Concept and Its Applications, in C. Busco (a cura di), *Integrated Reporting*, Spinger, Londra, 21-40.

- Incollingo A. (2014), *Le prime esperienze di bilancio integrato*, G. Giappichelli Editore, Torino.
- Malloy C.J. (2005), "The geography of equity analysis", in *Journal of Finance*, **2**: 719-755.
- Potito L. (2013), *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli Editore, Torino.
- ARPAV FVG (2015), "Lo sviluppo sostenibile: concetti fondamentali". (Ultimo accesso: 29/12/2015). http://www.arpa.fvg.it/cms/
- Bilanciarsi (2015), "Report Integrato". (Ultimo accesso: 20/07/2015). http://www.bilanciarsi.it/report-integrato/
- Borsa Italiana (2015), "Glossario Finanziario". (Ultimo accesso: 20/09/2015). http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossarySearch
- Enciclopedia Treccani (2015), "Accordi di Basilea". (Ultimo accesso: 20/09/2015). http://www.treccani.it/enciclopedia/ricerca/ACCORDI%20DI%20BASILEA/
- EUR-Lex (2015), "Direttiva 2014/95/UE". (Ultimo accesso: 20/07/2015). http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32014L0095
- Excite (2015), "Bloomberg". (Ultimo accesso: 28/12/2015). http://www.excite.it/
- Global Reporting (2015), "GRI guidelines". (Ultimo accesso: 20/07/2015). https://www.globalreporting.org/standards/Pages/default.aspx
- Greenpeace (2015), "Tonno in trappola". (Ultimo accesso: 20/07/2015). http://www.greenpeace.it/tonnointrappola/rompiscatole/index.html
- Integrated Reporting (2015), "International Integrated Reporting Council (IIRC)". (Ultimo accesso: 20/07/2015). http://integratedreporting.org/the-iirc-2/
- Integrated Reporting (2016), "The International <IR> Framework". (Ultimo accesso: 29/01/2016). http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf
- OceanTomo (2015), "Market Value Study". (Ultimo accesso: 15/09/2015). http://www.oceantomo.com/

- Radley Yeldar (2015), “The value of extra-financial disclosure. What investors and analysts said”. (Ultimo accesso: 20/09/2015). https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/The-value-of-extra-financial-disclosure.pdf
- Social Science Statistics (2016), “The Wilcoxon Signed-Ranks Test Calculator”. (Ultimo accesso: 29/01/2016). http://www.socscistatistics.com/Default.aspx