



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale

in

Economia e Gestione delle Aziende

(ordinamento D.M. 270/04)

Tesi di Laurea

Il valore delle informazioni ESG per gli investitori

Analisi qualitativa delle tematiche di sostenibilità
nel rapporto tra aziende e analisti finanziari

Relatrice

Ch.ma Prof.ssa Mio Chiara

Laureando

Matteo Bordoni - Matricola 855925

Anno Accademico

2019/ 2020

Indice

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1 - LA SOSTENIBILITÀ NELLA REPORTISTICA AZIENDALE	3
1.1 IL CONCETTO DI SOSTENIBILITÀ	3
1.2 IL CAMBIO DI PROSPETTIVA NEI RAPPORTI AZIENDALI.....	5
1.3 IL CONCETTO DI MATERIALITÀ	7
1.4 LA COMUNICAZIONE DELLA SOSTENIBILITÀ	10
1.5 INTEGRATED REPORTING: IL FRAMEWORK <IR>	11
1.6 LIMITI NELL'INTEGRATED REPORTING.....	14
1.7 LE NUOVE SFIDE DELLA SOSTENIBILITÀ: UN NUOVO CONCETTO DI MATERIALITÀ.....	15
CAPITOLO 2 - L'ANALISTA FINANZIARIO E LA SOSTENIBILITÀ	18
2.1 IL RUOLO DELL'ANALISTA FINANZIARIO.....	18
2.2 LE FONTI DELL'ANALISTA FINANZIARIO.....	21
2.3 ANALISTI FINANZIARI E SOSTENIBILITÀ: ALCUNI DATI	23
2.4 ANALISTI FINANZIARI E SOSTENIBILITÀ: LITERATURE REVIEW	28
2.4.1 Step 1.....	28
2.4.2 Step da 2 a 5.....	32
2.4.3 Step 6 e 7.....	34
2.4.4 Analisi descrittiva.....	35
2.4.5 Analisi tematica	41
2.4.6 Stato attuale della letteratura.....	49
2.4.7 Stato attuale della letteratura: alcune considerazioni	55
CAPITOLO 3 - ANALISI DELLE CONFERENZE CALL TRA AZIENDE E ANALISTI FINANZIARI	58
3.1 INTRODUZIONE ALL'ANALISI QUALITATIVA	59
3.1.1 Analisi qualitativa, quantitativa e metodologie miste	59
3.1.2 Il concetto di rigore nell'analisi qualitativa	60
3.1.3 Il software NVIVO.....	62
3.2 LE CONFERENZE CALL: L'INCONTRO TRA AZIENDA E ANALISTI	64
3.3 LA SOSTENIBILITÀ NELLE RELAZIONI TRA AZIENDE E INVESTITORI	66
3.3.1 ESG Investor Briefing Project.....	66
3.3.2 Conference call e integrated reporting: un'analisi precedente.....	69
3.4 ANALISI QUALITATIVA DELLA RELAZIONE TRA ANALISTI FINANZIARI E SOSTENIBILITÀ.....	72
3.4.1 Selezione del campione ed estrazione delle trascrizioni delle conference call	72
3.4.2 Il processo di analisi.....	89
3.4.3 Analisi dei risultati.....	92
3.4.4 Commento all'analisi	116

CAPITOLO 4 – IL PUNTO DI VISTA DEGLI INTERLOCUTORI SULLA SOSTENIBILITÀ	122
4.1 IL QUESTIONARIO PRESSO I SOCI DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA PER L'ANALISI FINANZIARIA	122
4.2 L'INTERVISTA CON LA DOTTORESSA GENUARDI – ENEL S.P.A.	131
4.3 COMMENTO DEI RISULTATI.....	135
CONCLUSIONI.....	139
INDICE DELLE FIGURE	144
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	148

Ringraziamenti

Desidero ringraziare innanzitutto la Professoressa Chiara Mio per la disponibilità accordatami in questi mesi, per avermi trasmesso un ottimo metodo di lavoro e delle importantissime conoscenze.

Ringrazio l'Associazione Italiana per l'Analisi Finanziaria (AIAF), i Suoi gentili Soci e la Dottoressa Alessandra Bellandi per l'importante aiuto offerto nella realizzazione del questionario.

Allo stesso modo desidero ringraziare la Dottoressa Giulia Genuardi ed Enel S.p.A., per la disponibilità accordata e per gli interessanti spunti emersi dall'intervista.

Infine, ringrazio il Professor Marco Fasan per il supporto fornito nella fase di analisi.

Introduzione

In considerazione del crescente ruolo che i temi ESG stanno assumendo all'interno del mondo finanziario, la tesi si propone di indagare il rapporto tra sostenibilità e analisti finanziari, con il fine di approfondire il valore di questa tipologia di informazione per i soggetti appartenenti al mondo degli investimenti. *L'European Securities and Market Authority (ESMA)*, nelle sue ultime linee guida sulle strategie per la finanza sostenibile, afferma infatti (European Securities and Markets Authorities, 2020):

“The financial markets are at a point of change as it can be observed that investor preferences are shifting towards an interest in financial products that incorporate environmental, social and governance (ESG) factors, which have increased rapidly over the last few years. Moreover, sustainability factors are increasingly affecting the risks, returns and value of investments.”

La sostenibilità è un tema che si sta integrando sempre più nel mondo finanziario, ma molti sono gli ostacoli presenti sul percorso: l'obiettivo della presente tesi è quello di approfondire queste tematiche con un approccio scientifico, attraverso una metodologia di analisi fino ad ora poco adottata dalla letteratura sull'argomento, capace di indagare la relazione tra aziende, analisti finanziari e sostenibilità direttamente alla fonte, ovvero nel momento di incontro dei due soggetti ed attraverso il parere degli stessi.

Il primo capitolo introduce il concetto di sostenibilità ed i suoi riflessi sulla comunicazione aziendale. Questi verranno analizzati sia a livello teorico, illustrando il passaggio da *shareholder* a *stakeholder theory*, sia a livello pratico attraverso l'analisi dei framework esistenti, con particolare attenzione a quello proposto dall'*International Integrated Reporting Council (IIRC)*. Verrà inoltre trattata la nozione di materialità, elemento chiave del processo comunicativo delle tematiche ESG, e come essa si sia evoluta in un concetto altamente dinamico, con forti conseguenze per aziende ed investitori.

L'analista finanziario, il suo ruolo e le sue fonti verranno brevemente descritti nel capitolo 2. Argomento centrale dello stesso sarà un'analisi del rapporto tra questa figura e le

tematiche ambientali sociali e di governance, realizzata attraverso una literature review appositamente condotta, che integra quella già proposta da Hinze and Sump (2019).

Il terzo capitolo accoglie l'indagine centrale dell'elaborato ovvero un'analisi qualitativa di diverse conference call intercorse tra i vertici aziendali e gli analisti finanziari al fine di individuare, all'interno di esse, la rilevanza dei temi ambientali, sociali e di governance. Il campione analizzato è composto da 907 transcript, appartenenti ad un pool settorialmente diversificato di 109 aziende europee, selezionate attraverso il criterio della maggior capitalizzazione di mercato all'interno del *Dow Jones Sustainability Index Europe* e del *S&P 350 Europe*. A partire dagli standard proposti dal *Global Reporting Initiative (GRI)* è stata creata una tassonomia volta a descrivere le tematiche ESG; questa è stata ricercata ed analizzata all'interno dei documenti attraverso *Nvivo*, un applicativo per la *Computer Assisted Qualitative Data Analysis*. I risultati hanno dimostrato in generale una predominanza dei temi economici, rispetto a quelli sociali ed ambientali: all'interno del capitolo verranno osservate con maggiore dettaglio diverse classificazioni e verranno considerati gli esiti dell'analisi condotta precedentemente da Cavezzali et al. (2016).

Per ottenere anche un riscontro di tipo *field* sono stati realizzati un questionario presso i Soci dell'*Associazione Italiana per l'Analisi Finanziaria* ed un'intervista con la Dottoressa Genuardi, *Head of Sustainability Planning and Performance Management* presso Enel S.p.A.; questi sono volti ad indagare rispettivamente il rapporto tra analisti finanziari e sostenibilità ed il ruolo delle aziende nella comunicazione ESG con gli investitori. I risultati di entrambe verranno esposti e discussi nel capitolo 4.

Capitolo 1 - La sostenibilità nella reportistica aziendale

1.1 Il concetto di sostenibilità

Il Rapporto Brundtland, o più precisamente *“Our Common Future”*, è il documento prodotto nel 1987 dalla *World Commission on Environment and Development*. Esso racchiude una delle prime definizioni associate al concetto di sostenibilità, che viene ormai generalmente riconosciuta ed accettata da tutti gli stakeholder (Brundtland et al., 1987):

“Sustainable development is development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs.”

La terminologia legata al mondo della sostenibilità è in continua espansione: il numero di definizioni e di framework operativi proposti cresce al pari dell'importanza che essa assume nella vita quotidiana (Glavič and Lukman, 2007).

Al fine di indirizzare le azioni delle aziende e di tutti gli altri attori economici l'organismo internazionale delle *Nazioni Unite* ha iniziato nel 1992 un percorso per realizzare un piano di sviluppo sostenibile condiviso e universalmente riconosciuto; in quell'anno 178 paesi hanno firmato *Agenda 21*, un piano di azione volto a regolare il rapporto tra l'uomo ed il contesto in cui opera, da sviluppare sia a livello globale, sia localmente dai paesi membri del sistema delle *Nazioni Unite*, coinvolgendo direttamente i Governi ed i gruppi di stakeholder maggiormente rappresentativi.

Il culmine di questo percorso è rappresentato dal documento *2030 Agenda for Sustainable Development*, presentato al *UN Sustainable Development Summit* nel settembre 2015. Il punto cardine è la promozione dei 17 *Sustainable Development Goals (SDGs)*, ovvero 17 indirizzi di azione che favoriscono la coesione degli sforzi degli attori economici verso uno sviluppo sostenibile. I 17 *SDGs* sono articolati a loro volta in 169 obiettivi, che mirano a stimolare l'azione dei successivi 15 anni (2015 - 2030) *“verso aree di importanza critica per l'umanità e per il pianeta”* (United Nations, 2017) tra cui si annovera:

- Protezione del *pianeta* dalla degradazione, attraverso un consumo e una produzione sostenibile, una attenta gestione delle risorse naturali e un'azione

urgente sul cambiamento climatico, al fine di soddisfare i bisogni delle generazioni presenti e future;

- Azioni volte a garantire la *prosperità* della vita umana, e la progettazione di uno sviluppo economico, sociale e tecnologico che avvenga in armonia con la natura;
- Promozione di una società *pacifica*, priva di paura e violenza, atta a favorire uno sviluppo sostenibile altrimenti non perseguibile;
- Creazione di una *partnership* globale, essenziale per implementare gli obiettivi dell'*Agenda* e basata sugli ideali di solidarietà, protezione dei più deboli e partecipazione attiva di tutti gli stakeholder.

Si riporta lo schema universalmente riconosciuto che rappresenta i 17 *SDGs* ispirati ai principi sopra esposti:



Figura 1 - Sustainable Development Goals

Altri accordi internazionali più specifici sono stati stipulati negli anni successivi, tra cui, a titolo esemplificativo, si ricorda l'*Accordo di Parigi* sul cambiamento climatico. Quando i soggetti economici trattano tematiche di sostenibilità, l'*Agenda 2030* viene posta però in una posizione di rilievo: essa infatti presenta una ampia panoramica sui temi sociali, ambientali e di governance da cui poter trarre ispirazione per rivisitare le proprie pratiche, e di conseguenza predisporre, con sufficiente libertà, piani di azione per contribuire al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità.

Per un'azienda, operare secondo i canoni della sostenibilità significa riconsiderare la tradizionale prospettiva focalizzata sui risultati economico-finanziari, in favore di una

strategia di integrare una valutazione dell'impatto dell'azienda anche in termini ambientali, sociali. Questa triplice prospettiva viene descritta dal termine *Triple Bottom Line (TBL)* (Elkington, 1999):

“Sustainability is developing the concept of the “triple bottom line” of sustainable development. Society depends on the economy, and the economy depends on the global ecosystem, whose health represents the ultimate bottom line. [...] The three bottom lines are not stable; they are in constant flux, due to social, political, economic and environmental pressures, cycles and conflicts. So, the sustainability challenge is tougher than any of the other challenges in isolation.”

Non tutte le aziende sono disposte ad affrontare volontariamente le problematiche che derivano da un approccio sostenibile; le imprese che invece decidono di farlo non sono invece tutte dotate delle stesse possibilità e/o capacità. Al pari di altre tipologie di classificazione, la strategia di sostenibilità di un'azienda si posiziona su un continuum che può essere descritto attraverso quattro fasi principali (Mio, 2013):

- *Strategia passiva*: la sostenibilità non viene inclusa nella strategia aziendale e viene vissuta come costrizione;
- *Strategia adattiva*: l'azienda riconosce le proprie responsabilità ma non investe ancora in azioni di sostenibilità;
- *Strategia reattiva*: l'azienda reagisce a stimoli ambientali e sociali esterni, rincorrendo l'evoluzione tecnologica, al fine di non perdere posizione nel mercato;
- *Strategia proattiva*: l'azienda fa della sostenibilità una caratteristica che la contraddistingue sul mercato ed include nei propri processi decisionali anche la valutazione di caratteristiche ambientali e sociali.

1.2 Il cambio di prospettiva nei rapporti aziendali

Fino alla fine del XX secolo la gestione aziendale era organizzata nel rispetto dei principi espressi nella *Shareholder Theory*, introdotta nel 1970 da Friedman nell'articolo *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits* (Friedman, 1973). Secondo questa teoria, un'azione socialmente responsabile persegue lo scopo di massimizzare il ritorno

degli investimenti effettuati dall'insieme dei proprietari di un'azienda privata: il management viene considerato come un "dipendente" della proprietà, ed in quanto tale deve agire per soddisfare in primis le necessità dei suoi "datori di lavoro", ovvero operare per fornire un ritorno a colui che investe. Ne consegue che i maggiori costi derivanti da processi sostenibili dovrebbero gravare solamente sul consumatore finale attraverso il sistema dei prezzi, senza ridurre il guadagno dell'attore principale.

La crescente rilevanza che hanno assunto I 17 *SDGs* nel mondo aziendale moderno rappresenta un netto cambio di tendenza verso gli indirizzi espressi dalla *Stakeholder Theory*, proposta nel libro *Strategic Management: A Stakeholder Approach* (Freeman, 1984). Diversamente da quanto presentato in precedenza, questa teoria afferma l'importanza delle relazioni bidirezionali con i gruppi di soggetti coinvolti, direttamente ed indirettamente, dalle azioni dell'azienda: la proprietà è uno dei soggetti da considerare nella pianificazione delle proprie strategie, ma non l'unico, in quanto l'operato dell'impresa si riflette anche su altri attori che, a loro volta, hanno la capacità di condizionare l'ambiente operativo dell'azienda. Gli interessi in gioco sono molteplici: i soggetti possono avere orientamenti differenti, se non addirittura opposti, e possono differire dalla semplice ricerca di un ritorno adeguato ai propri investimenti; un management attento alle tematiche di sostenibilità dovrebbe operare le scelte che perseguono il massimo livello di benessere sociale ottenibile.

Lo schema che segue identifica le principali categorie di stakeholder con cui un'azienda può potenzialmente intrattenere relazioni; essi sono suddivisi in stakeholder interni ed esterni, in base all'appartenenza o meno dei soggetti all'organigramma societario:



Figura 2 - Rapporto azienda - stakeholder (stakeholder theory)

Il contesto in cui l'impresa opera definisce l'intensità e l'importanza della relazione, e specifica quali sono i soggetti capaci di rappresentare ogni categoria. Ne consegue che aziende operanti in località differenti, che si trovano a fronteggiare lo stesso problema, potrebbero doversi confrontare con stakeholder differenti o con differenti equilibri di potere.

1.3 Il concetto di materialità

Ogni impresa deve costruire e coltivare le relazioni più adatte alla strategia che sta cercando di perseguire, e deve essere consapevole di quali sono i soggetti con cui si deve interfacciare. Considerando che questi possono rappresentare interessi differenti e contrastanti è fondamentale per l'azienda stabilire un proprio ordine di priorità nei rapporti che intrattiene. È essenziale individuare gli interessi delle varie categorie coinvolte direttamente ed indirettamente, comprendere l'importanza che ognuna attribuisce a ciascun tema ed analizzare le possibili interdipendenze tra i bisogni dei soggetti. Diventa fondamentale creare un dialogo con i propri stakeholder che da un lato raccolga le loro opinioni, e dall'altro permetta di comunicare efficacemente quanto realizzato per soddisfare le loro istanze.

Il livello di importanza delle informazioni che caratterizzano la relazione azienda - stakeholder viene definita attraverso il concetto di *materialità* e agli strumenti ad esso collegati. In generale, un'informazione è definita come materiale quando “è capace di influenzare l'esito di un'analisi o di una valutazione” (Corporate Reporting Dialogue, 2016). Il termine può assumere connotazioni diverse in base alla prospettiva che gli interlocutori stanno adottando (manageriale, finanziaria, legale, etc.) e alle disposizioni emanate dagli organi regolatori nel territorio in oggetto. Se si considera ad esempio le definizioni del concetto di materialità adottate singolarmente dai vari membri del *Corporate Reporting Dialogue*, riassunte nel documento *Statement of Common Principles of Materiality of the Corporate Reporting Dialogue*, si può notare come lo scopo finale delle varie organizzazioni influenzi l'approccio adottato da ognuna (Corporate Reporting Dialogue, 2016). In particolare, si sottolinea la differenza che contraddistingue gli organi orientati al concetto di materialità in ottica di sostenibilità e quelli la cui definizione è fortemente legata ai temi finanziari:

- IASB: *“Information is material if omitting or misstating it could influence decisions that users make on the basis of financial information about a specific reporting entity. [...]”*;
- GRI: *“Material Aspects are those that reflect the organization’s significant economic, environmental and social impacts; or that substantively influence the assessments and decisions of stakeholders.”*.

Essendo il presente elaborato focalizzato sulla analisi delle tematiche della sostenibilità, si è scelto di presentare qui di seguito il processo di determinazione della materialità proposto dalla task force tecnica dell'*International Integrated Reporting Council (IIRC)* in collaborazione con l'*American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)*. Come anticipato sopra, l’obiettivo del processo è di identificare le tematiche rilevanti per gli stakeholder dell’azienda, sui quali quest’ultima dovrebbe attuare un dialogo e agire per migliorare eventuali situazioni di criticità o per mantenere i risultati che hanno sino ad ora soddisfatto i soggetti coinvolti; le tre fasi identificate dal documento sono le seguenti (International Integrated Reporting Council (IIRC), 2013a):

RILEVANZA

Si identificano i temi che possono avere un impatto sul processo di creazione del valore (nel passato, nel presente e nel futuro), tenendo in considerazione i driver del valore, gli interessi degli stakeholder, i fattori interni ed esterni all’organizzazione e la performance attuale, al fine di comprendere quali elementi della strategia debbano essere considerati come critici.

IMPORTANZA

Si verifica il possibile impatto dei temi ritenuti rilevanti sul processo di creazione del valore: in termini di magnitudine dell’effetto, se l’evento collegato è certo, o in termini di magnitudine dell’effetto ponderata per la probabilità di accadimento se l’accadimento dello stesso è caratterizzato da incertezza. La magnitudine dell’effetto rappresenta l’impatto potenziale dell’evento sull’abilità dell’azienda di creare valore; questa è da valutarsi caso per caso, considerando almeno:

- Gli effetti dell’impatto sia in termini quantitativi (misure finanziarie) che qualitativi (misure non finanziarie);

- Le conseguenze finanziarie, operative, strategiche, reputazionali e legislative dell'evento, considerando che anche le ultime quattro possono avere a loro volta riflessi sulla gestione delle finanze;
- L'area degli effetti (interni o esterni all'organizzazione) e le conseguenze possono a loro volta generarsi a causa delle relazioni tra gli ambienti;
- La finestra temporale delle conseguenze, che può essere di breve o di medio-lungo periodo.

Per gli eventi che presentano incertezza nell'accadimento, la magnitudine dell'effetto deve essere ponderata per la probabilità di accadimento, in quanto l'importanza dell'evento dipende da una relazione direttamente proporzionale tra i due elementi. Come viene descritto nel grafico che segue, l'azienda deve individuare la soglia al di sotto del quale l'evento può essere ritenuto *immateriale*; si noti come nel modello proposto, all'aumentare della magnitudine dell'effetto, la gravità delle conseguenze richiede all'azienda di considerare come materiali anche gli eventi con una bassa probabilità di accadimento. Un'attenta valutazione dell'importanza degli eventi dovrebbe considerare anche *l'effetto composto* delle materie considerate come non rilevanti nel breve periodo, in quanto anche il mancato intervento può trasformarsi in un problema di rilevante gravità nel lungo periodo.

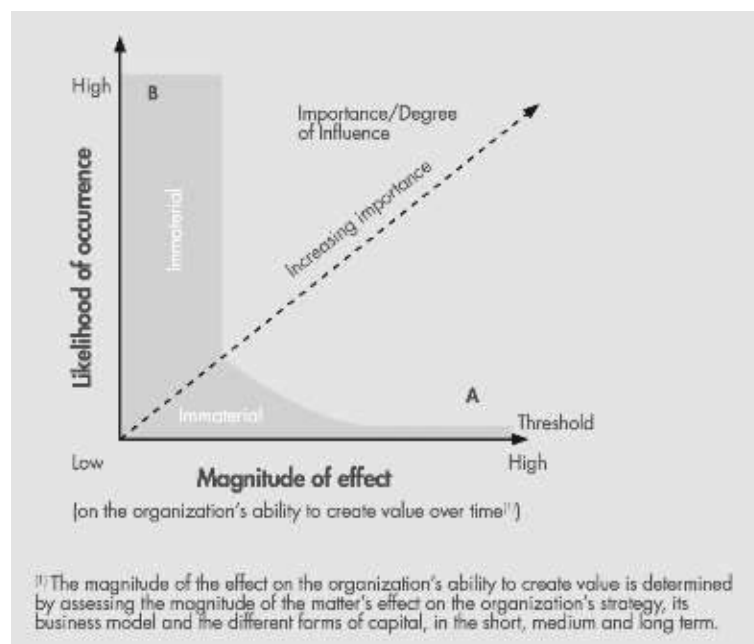


Figura 3 - Valutazione di materialità negli eventi incerti (International Integrated Reporting Council (IIRC), 2013b)

PRIORITIZZAZIONE

Si tratta di un processo che coinvolge gli organi decisionali dell'azienda, ai quali viene chiesto di attribuire ad ognuno dei temi presi in considerazione un livello di importanza basato sulle informazioni precedentemente elaborate. Il processo ha l'obiettivo di stabilire un ordine di priorità per strutturare le azioni da intraprendere e i dati da comunicare; esso assume notevole importanza quando i temi emersi dalla prima fase sono numerosi e/o conflittuali.

1.4 La comunicazione della sostenibilità

Il processo di materialità è volto a creare un rapporto tra azienda e stakeholder basato su una comunicazione bidirezionale, dove l'azienda da un lato comunica i risultati delle proprie operazioni, e dall'altro raccoglie gli stimoli provenienti dall'esterno.

Sebbene esistano delle tecniche diffuse, il processo di recepimento delle informazioni da parte dell'impresa è altamente personalizzabile, in quanto fortemente legato al contesto in cui essa opera e allo stile di confronto con il pubblico che l'azienda sceglie di adottare. Invece, la comunicazione con l'esterno ha teso nel tempo a convergere verso un framework condiviso, in quanto guidata da un desiderio generale di standardizzazione che permetta agli utenti della reportistica di attuare un processo di confronto. Attraverso la reportistica aziendale le varie categorie di soggetti possono prendere atto dell'operato dell'azienda, valutare i risultati rispetto ai propri interessi e, nel limite degli strumenti a loro disposizione, esercitare pressioni per spingere l'impresa ad un allineamento degli interessi.

La predominanza della *shareholder theory* nella seconda metà del XX secolo ha concentrato l'attenzione verso strumenti di comunicazione basati su informazioni di tipo finanziario, principalmente di breve termine. Con l'avvento della *stakeholder theory* è emersa invece l'importanza di una prospettiva finanziaria di medio e lungo termine: con questo orizzonte temporale, la valutazione della profittabilità non può prescindere dal considerare anche gli elementi sociali ed ambientali, in quanto i rischi insiti nell'evoluzione del contesto potrebbero incidere irreversibilmente sul livello di resilienza dell'azienda.

L'IIRC definisce infatti così il contesto in cui un'azienda opera (International Integrated Reporting Council (IIRC), 2013b):

“An organization’s ability to create value over time depends on many factors, including the organization’s strategy, the resilience of its business model, the sustainability of the financial, social, economic and environmental systems within which it operates, the various opportunities and risks to which it is exposed, as well as on the quality of its relationships with, and assessments by, its stakeholders.”

Nasce quindi l'esigenza di affiancare alla reportistica di tipo esclusivamente finanziario, anche un documento che comunichi i risultati dell'azienda in termini ambientali, sociali e di governance. Come riassunto da De Villiers et al. (2014), la reportistica di sostenibilità ha affrontato un lungo percorso che può essere riepilogato in 3 fasi:

- Inizialmente le informazioni ambientali e sociali erano comunicate in sezioni brevi sezioni dei report annuali, ma non erano collegate ai dati economico-finanziari;
- Successivamente le aziende hanno preferito creare appositi report per le tematiche di sostenibilità e attivare canali di comunicazione dedicati. Il desiderio di rispondere agli interessi di tutti gli stakeholder ha accresciuto la lunghezza e la complessità di questi documenti, rendendoli talvolta di difficile comprensione e di scarsa utilità per le valutazioni;
- Si è quindi tornati ad una struttura unificata che unisce in un unico report i dati finanziari, sociali ed ambientali, fornendo al lettore una prospettiva che integra le informazioni delle varie aree tematiche. Essi sono generalmente conosciuti come *Integrated Report*.

1.5 Integrated Reporting: il framework <IR>

Il concetto di *Integrated Reporting* ha guadagnato molta attenzione da parte degli stakeholder nell'ultimo decennio. Anche se non si è ancora giunti alla formulazione di un framework definitivo, il forte interesse dimostrato dagli organismi di *standard-setting* e dal mondo accademico, ha permesso lo sviluppo di policy e di pratiche con una rapidità

relativamente maggiore a quella che ha caratterizzato la creazione degli standard finanziari (de Villiers et al., 2014).

Diverse organizzazioni sono tuttora impegnate alla realizzazione di “documenti guida” per la reportistica di sostenibilità, ma alcune possono essere riconosciute come leader nello scenario mondiale: *International Integrated Reporting Council (IIRC)*, *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)*, *Climate Disclosure Standards Board (CDSB)* e *Global Reporting Initiative (GRI)*. Il loro ruolo e le interrelazioni che intercorrono sono stati descritti efficacemente nel paper *A Tale of Two Stories: Sustainability and the Quarterly Earnings Call* (Eccles and Serafeim, 2013). L’*IIRC* ha sviluppato un framework generico per gli *integrated report*, senza però supportarlo attraverso la creazione di sistemi di misurazione per le varie tematiche o di modelli standardizzati per la stesura della reportistica. *SASB*, *CDSB* e *GRI* stanno provando a sopperire a questa mancanza attraverso la creazione di standard e linee guida specifiche per ogni settore e per ogni tematica di sostenibilità; mentre i primi due organismi si focalizzano sulla comunicazione nei confronti di soggetti finanziari, *GRI* si rivolge alla totalità degli stakeholder, attraverso un vasto sistema di standard che permettono all’azienda di garantire qualità, sia nel processo di misurazione, che nella fase di comunicazione (Eccles and Serafeim, 2013).

Per introdurre il ruolo della sostenibilità all’interno della reportistica aziendale, tra i vari framework disponibili, si esporranno brevemente i principi proposti dall’*International Integrated Reporting Council*, in quanto già ampiamente diffusi nella pratica quotidiana e nel mondo accademico.

Nel suo documento principale, l’*IIRC* definisce gli *Integrated Report* come (International Integrated Reporting Council (IIRC), 2013a):

“[...] a concise communication about how an organization’s strategy, governance, performance and prospects, in the context of its external environment, lead to the creation of value over the short, medium and long term.”

Il cardine del framework <IR> risiede nell’illustrazione del processo di creazione di valore tipico dell’impresa. La prospettiva che l’azienda deve adottare nella redazione del report annuale è quindi compatibile con quanto espresso dalla stakeholder theory in quanto “il valore non è creato dall’organizzazione o nell’organizzazione in sé. Esso è: influenzato

dall'esterno, creato attraverso le relazioni con gli stakeholder, dipendente da varie risorse" (International Integrated Reporting Council (IIRC), 2013a)

In accordo con i principi della sostenibilità, il framework evidenzia come il processo dipenda da un insieme di risorse non limitate al solo ambito finanziario, e termini con la produzione di conseguenze sulle stesse risorse, che erano state inizialmente considerate come input. È evidente come nel sistema si crei un delicato equilibrio basato sulla circolarità delle fonti, che, solo se rispettato, può garantire la produzione di valore nel lungo termine. Nel framework le fonti sono identificate in sei gruppi di *capitali*:

- *Financial Capital*: l'insieme di risorse finanziarie a disposizione dell'azienda per realizzare la propria attività, ottenute tramite capitale sociale, debiti e garanzie, o come risultato delle operazioni e degli investimenti;
- *Manufactured Capital*: gli oggetti fisici lavorati a disposizione dell'azienda per la realizzazione dei beni o l'erogazione dei servizi;
- *Intellectual Capital*: le conoscenze organizzative intangibili;
- *Human Capital*: le capacità, le conoscenze, le esperienze e le motivazioni delle persone;
- *Social and Relationship Capital*: le relazioni tra comunità, gruppi di stakeholder ed altre tipologie di reti, e la capacità di trasmettere informazioni capaci di migliorare il benessere individuale e sociale;
- *Natural Capital*: le risorse ed i processi, rinnovabili e non rinnovabili, che forniscono beni e servizi che hanno garantito, garantiscono e garantiranno la prosperità dell'organizzazione.

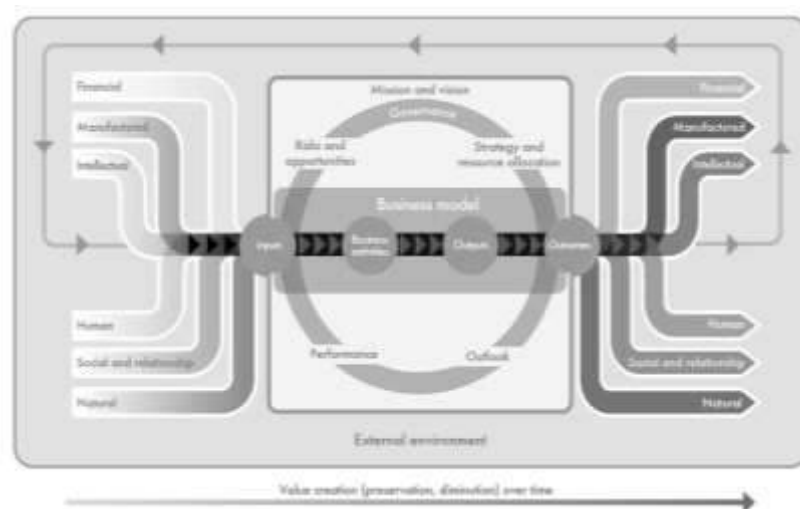


Figura 4 - <IR> framework (International Integrated Reporting Council (IIRC), 2013a)

Ogni azienda farà affidamento su determinate tipologie e quantità di input per realizzare le attività del proprio business model, e produrrà determinate conseguenze sull'ambiente esterno; lo scopo finale degli *integrated report* è quello di rendicontare agli stakeholder l'utilizzo dei capitali nel proprio sistema, esplicitando chiaramente le fasi dell'intero processo di produzione del valore.

1.6 Limiti nell'Integrated Reporting

Ad oggi è difficile definire un chiaro quadro normativo globale relativo all'obbligo di pubblicazione reportistica non finanziaria: i singoli stati o le comunità sovranazionali impongono spesso la pubblicazione di informazioni ambientali e sociali a determinate categorie di aziende, lasciando però libertà nella scelta della tipologia di report da produrre. Ad esempio, nell'Unione Europea tale obbligo è previsto dalla Direttiva 2014/95/EU (*Non Financial Reporting Directive*), che impone alle grandi aziende di pubblico interesse, con più di 500 dipendenti, di rendicontare il loro operato in merito a protezione ambientale, responsabilità sociale e trattamento dei dipendenti, rispetto per i diritti umani, politiche anticorruzione e antifrode, diversità all'interno del management. Rientrano sotto questa normativa all'incirca 6.000 imprese tra cui compagnie quotate, banche, compagnie assicurative e aziende di interesse nazionale (European Commission, 2020). La normativa specifica anche che queste potranno godere di ampia flessibilità nella stesura delle informazioni rilevanti, in quanto si è preferito dare priorità alle specificità del contesto piuttosto che ai vantaggi di uno standard comune.

La letteratura fino ad ora pubblicata non ha mancato di evidenziare i principali problemi legati alle attuali libertà concesse nella redazione della reportistica di sostenibilità. Con particolare riferimento al framework proposto dall'*IIRC*, le principali problematiche emerse sono:

- L'eccessiva focalizzazione sul soggetto che apporta il capitale finanziario, che viene considerato di primaria importanza rispetto agli altri stakeholder in quanto riconosciuto come destinatario principale del documento, al di sopra di tutti gli altri soggetti che vengono definiti come "beneficiari eventuali" (Cheng et al., 2014; Slack and Tsalavoutas, 2018);

- Vi è poca chiarezza sulle modalità di valutazione dei sei capitali proposti e dei *trade-off* che possono intercorrere tra questi; i soggetti che predispongono il documento godono di elevata libertà nel narrare i fatti secondo la prospettiva a loro più compiacente (Cheng et al., 2014; Gibassier et al., 2018);
- La libertà lasciata alle aziende, la mancanza di una comune ideologia del “corretto e veritiero” e la difficoltà nel garantire processi di misurazione uguali per tutti gli attori riducono notevolmente il livello di oggettività nel processo di revisione di questi documenti (Cheng et al., 2014);
- Manca un sistema coeso per la valutazione della qualità delle azioni intraprese dalle aziende e dei conseguenti report, tanto che i diversi provider di database sulle informazioni aziendali stanno realizzando altrettanti sistemi di valutazione proprietari (*Bloomberg: ESG measures; Thomson Reuters ASSET4; etc.*), che amplificano l’incertezza attorno alla veridicità di questi dati (de Villiers et al., 2017);
- L’utilità percepita dagli attori del mercato di capitali è bassa, soprattutto a causa della mancanza di allineamento tra i valori culturali adottati da questi rispetto a quelli proposti dal framework (come ad esempio la profittabilità nel breve termine piuttosto che nel lungo termine) (Slack and Tsalavoutas, 2018).

1.7 Le nuove sfide della sostenibilità: un nuovo concetto di materialità

Dai primi documenti di reportistica aziendale sui temi della sostenibilità ad oggi è trascorso un notevole periodo di tempo, caratterizzato da una rapida evoluzione del contesto e dall’*empowerment* degli stakeholder in generale. L’attenzione degli investitori si sta spostando sempre più verso orizzonti di lungo termine, con un conseguente maggiore interesse per strumenti di valutazione del rischio che includano le possibili conseguenze di fenomeni ambientali, sociali e di regolamentazione della governance.

Il recente white paper *Embracing the New Age of Materiality: Harnessing the Pace of Change in ESG* realizzato da *World Economic Forum* in collaborazione con *Boston Consulting Group* descrive accuratamente l’unione dell’orientamento verso il lungo termine e del rapido cambiamento del contesto con il termine *Dynamic Materiality*: un tema considerato oggi *immateriale* dagli operatori di un settore, potrebbe potenzialmente

trasformarsi in *materiale* nel breve termine. La crescita di importanza dei temi ESG (*Environmental, Social, Governance*) è stata spiegata dal documento attraverso il framework riportato qui di seguito (World Economic Forum and Boston Consulting Group, 2020).

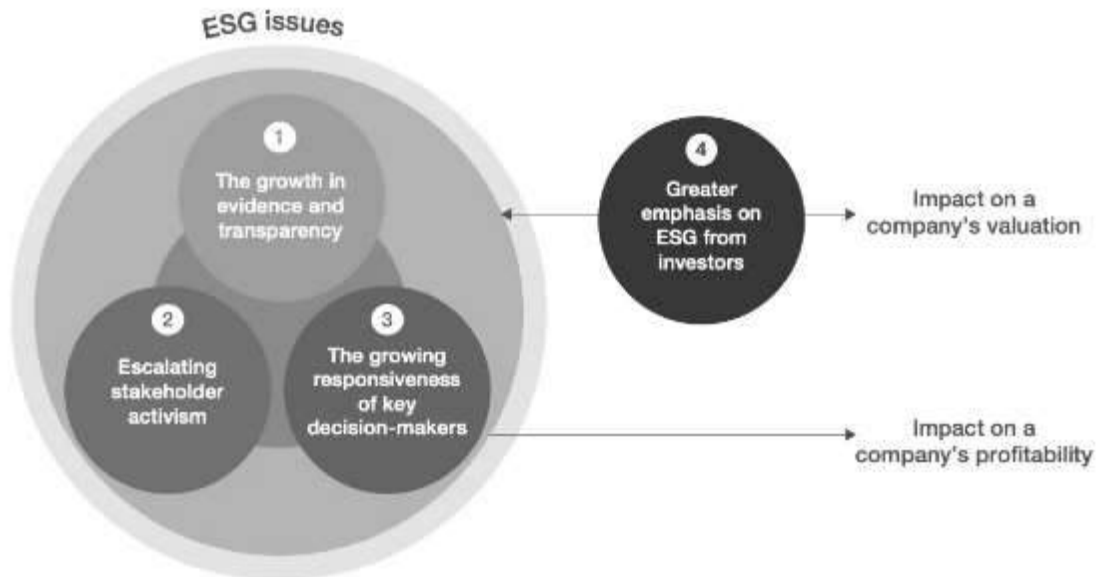


Figura 5 - Impatto dei temi ESG sulle risorse finanziarie (World Economic Forum and Boston Consulting Group, 2020)

In primis è aumentato il livello di trasparenza che caratterizza le attività aziendali, e conseguentemente anche la consapevolezza degli stakeholder: risulta più facile provare gli effetti delle esternalità positive e negative sull'ambiente e sulla società, in quanto è aumentata esponenzialmente la capacità di produrre e di trasmettere dati, senza i limiti geografici e temporali precedentemente esistenti. I soggetti hanno maggiori possibilità di informarsi su determinati fenomeni di loro interesse, hanno la capacità di misurarli, di valutarli e hanno la possibilità di confrontarsi e di aggregarsi efficacemente anche in maniera virtuale. È cresciuto il potere esercitato dalle comunità di stakeholder non finanziari, che hanno ora gli strumenti per influenzare, la performance economica delle imprese: essi stanno guadagnando un potere contrattuale che fino a due decenni fa era principalmente riservato ai portatori di capitale. Le persone sono coscienti di questa nuova possibilità e si dimostrano attive nella loro posizione di decisori: i *policy-makers* promuovono nuovi regolamenti per favorire lo sviluppo di politiche attente dal punto di vista della sostenibilità, i consumatori orientano le strategie delle imprese attraverso scelte responsabili di consumo ed i nuovi talenti nel mondo del lavoro hanno una forte

considerazione dell'etica di impresa che condiziona il loro processo di scelta della carriera.

Come affermato inizialmente, il risultato di questa nuova realtà è un contesto altamente dinamico, dove la profittabilità di un'azienda è fortemente legata all'attenzione della stessa verso l'evoluzione dei bisogni dei soggetti che la circondano. L'elemento di rischio economico interessa a catena anche gli investitori ed i soggetti a questi legati, come ad esempio gli analisti finanziari, che nella pratica hanno risposto a questa situazione attraverso una maggior richiesta di strumenti capaci di includere i temi ambientali, sociali e di governance nei tradizionali modelli di valutazione. Aziende e investitori si trovano di fronte a nuove domande, essenziali per affrontare questo nuovo ambiente di materialità dinamica e per avviare il processo di integrazione delle tematiche di sostenibilità all'interno delle rispettive attività e della relazione tra loro intercorrente.



Figura 6 - Temi chiave per aziende ed investitori nella nuova era di materialità dinamica (World Economic Forum and Boston Consulting Group, 2020)

Capitolo 2 - L'analista finanziario e la sostenibilità

In base a quanto fino ad ora esposto è possibile affermare che, nonostante il concetto di sostenibilità coinvolga un insieme ampio di soggetti, spesso gli strumenti di reportistica di questi temi sono principalmente rivolti ai soggetti che apportano il capitale finanziario, e solo in secondo luogo agli altri stakeholder. Lo stesso framework <IR> afferma (International Integrated Reporting Council (IIRC), 2013b, enfasi aggiunta):

“The primary purpose of an integrated report is to explain to providers of financial capital how an organization creates value over time. An integrated report benefits all stakeholders interested in an organization’s ability to create value over time, including employees, customers, suppliers, business partners, local communities, legislators, regulators and policy-makers.”

Partendo dalla considerazione che le stesse organizzazioni di *standard setting* legate al mondo della sostenibilità offrono maggiore attenzione ai soggetti di tipo finanziario, questo elaborato si propone di indagare più approfonditamente la relazione che intercorre tra questi ultimi e i temi della sostenibilità. In particolare, l'analisi che è stata condotta e che verrà illustrata nei dettagli nei capitoli successivi è volta ad approfondire se gli analisti finanziari, figura chiave per ogni tipo di investitore, sono interessati alle informazioni fornite dall'azienda in merito alle tematiche ESG a tal punto da renderle elemento attivo delle proprie valutazioni e dei momenti di interazione con le aziende.

Prima di procedere con l'esposizione della ricerca condotta si è ritenuto necessario approfondire brevemente la figura ed il ruolo dell'analista finanziario, e ricercare quanto fino ad ora già indagato dalla letteratura sul suo rapporto con i temi della sostenibilità.

2.1 Il ruolo dell'analista finanziario

In questo paragrafo si desidera introdurre brevemente gli elementi basilari che caratterizzano l'analista finanziario ed il suo ruolo; le definizioni e le classificazioni fanno riferimento al lavoro di Bertinetti et al. (2009). Essi definiscono l'analista finanziario come:

“un professionista la cui formazione, attività ed esperienza professionali hanno ad oggetto lo studio, l’analisi e la valutazione di aziende e di investimenti in strumenti e prodotti finanziari, l’elaborazione di rating sul merito di credito (credit rating) di società emittenti di prestiti obbligazionari o di altri titoli di debito e l’elaborazione di previsioni economico-finanziarie sulle prospettive dell’andamento di un’azienda, quotata o meno.”

Considerando che il presente elaborato è focalizzato sulla valutazione degli analisti finanziari specializzati in titoli azionari, si precisa che l’attività di questi è diretta alla realizzazione di un set di informazioni che descrivano l’impresa ed il contesto in cui essa opera, al fine di pervenire, tramite l’utilizzo di modelli valutativi, ad una definizione del suo valore e ad un relativo consiglio di investimento.

Nel segmento azionario, gli analisti vengono generalmente suddivisi in tre categorie:

- *Sell side analysts*: offrono ai propri clienti servizi diversificati (*corporate finance, brokering, investment banking, security analysis*) e sono legati a broker, banche d’investimento e intermediari polifunzionali;
- *Buy side analysts*: sono esclusivamente legati a investitori istituzionali e realizzano analisi e operazioni solo per loro conto;
- *Analisti indipendenti*: sono una categoria residuale che operano per proprio conto o comunque per gruppi non riconducibili ai primi due.

Il processo valutativo generalmente adottato può essere suddiviso in tre fasi descritte dalla struttura di analisi *input - modello di analisi - output*:

- *Input*: l’analista raccoglie informazioni sulla società e sul contesto macroeconomico circostante, attraverso fonti direttamente legate alla società, piuttosto che da ricerche realizzate da terze parti;
- *Modello di analisi*: l’analista utilizza uno o più metodi di valutazione per elaborare i dati raccolti nella prima fase;
- *Output*: l’analista definisce un *target price* e una raccomandazione di investimento che viene successivamente diffusa attraverso la pubblicazione di un report più o meno specifico.

Risulta difficile stilare un elenco esaustivo delle metodologie utilizzate dagli analisti finanziari nella fase di valutazione in quanto queste vengono spesso adattate e modificate

al fine di cogliere al meglio le peculiarità del contesto. Tuttavia, la letteratura è concorde nel riconoscere delle macrocategorie che vengono condivise dai professionisti di tutto il mondo:

- *Metodi patrimoniali*: calcolano il valore dell'impresa basandosi sul patrimonio della stessa e possono essere semplici (se considerano solo elementi materiali) o complessi (se valutano anche gli elementi immateriali);
- *Metodi basati sui flussi*
 - o *Metodi Finanziari*: utilizzano l'attualizzazione dei flussi prospettici di cassa per calcolare il valore dell'azienda (*Discounted Cash Flow, Dividend Discount Model*);
 - o *Metodi Redditali*: utilizzano l'attualizzazione dei flussi prospettici di reddito per calcolare il valore dell'azienda (*Discounted Shareholder Profit, Warranty Equity Valuation, Discounted Earnings*);
- *Metodi misti*: uniscono diversi elementi dei metodi precedentemente esplicitati (*EVA, metodo patrimoniale-reddituale*);
- *Multipli di mercato*: il valore dell'azienda viene calcolato attraverso la rilevazione dei prezzi di negoziazione rapportati ad altre tipiche misure aziendali, che vengono successivamente confrontati con i valori relativi ad altre aziende appartenenti ai diversi gruppi dei pari dell'azienda (P/E, P/BV, etc.).

I metodi presentati possono essere definiti come il veicolo attraverso il quale gli analisti finanziari interpretano i dati di mercato al fine di applicarli agli investimenti valorizzando la propria conoscenza del mercato. Questo processo di interpretazione è fortemente legato alla conoscenza e alle esperienze pregresse, che possono derivare dalla cultura epistemologica diffusa tra gli analisti (Knorr Cetina, 2011) oppure dalla traduzione delle teorie sul funzionamento del mercato in modelli valutativi (Beunza and Garud, 2007). Secondo quanto proposto da Leins (2020), l'inclusione dei dati ESG (*Environmental, Social, Governance*) nei processi di valutazione permette di armonizzare delle logiche di mercato con il profilo etico che caratterizza la società sottostante; ne risulta un approccio che unisce alla conoscenza pregressa anche l'orientamento per il futuro, attraverso un'analisi dei rischi e delle opportunità derivanti dal contesto. Questa nuova tipologia di dati può essere considerata dagli analisti come un'ulteriore fonte di segnali di mercato, che possono essere inclusi come informazione aggiuntiva nei report "tradizionali", o

costituire un elemento centrale di valutazione in raccomandazioni di investimento specializzate sui temi della sostenibilità (Leins, 2020).

2.2 Le fonti dell'analista finanziario

Un altro tema difficile da definire è l'insieme delle fonti utilizzate dagli analisti finanziari. Come ben descritto da Leins nel libro *Stories of Capitalism: Inside the role of Financial Analysts*, gli analisti vanno ben oltre le informazioni fornite dall'azienda e dal contesto macroeconomico per realizzare le loro valutazioni (Leins, 2018):

“Analysts collect information of all sorts and they strongly believe that any kind of information, independent of whether it is construed as economic in the narrow sense, can eventually affect future market developments. For this reason, the financial analysis department is filled with newspapers, business reports, and market devices that transport information from the outside world to the financial analysis department.”

Stark e Beunza precisano che, per quanto ognuna possa influenzare l'andamento del mercato, il livello di importanza dell'informazione dipende anche dalla considerazione che l'analista vi attribuisce; essi affermano infatti che gli attori agiscono sotto il principio della *Cognitive Ecology*, il quale spiega che anche partendo dallo stesso istante temporale e con lo stesso set di informazioni a disposizione, gli attori del mercato processano i dati in modo differente, arrivando a proporre differenti conclusioni che influenzeranno la loro visione del mercato (Stark and Beunza, 2009).

Dall'altro lato però, anche le informazioni stesse hanno differente capacità di influenzare il mercato; implicitamente ogni analista classificherà i dati secondo i criteri di tempestività, applicabilità, credibilità e originalità (Leins, 2018). Si illustra brevemente il loro significato qui di seguito:

- *Tempestività*: in base all'ipotesi dell'efficienza del mercato, una nuova informazione dispone di un valore che tende a decrescere dal momento in cui questa diventa pubblica, in quanto gli analisti interpretano il dato e lo includono nel prezzo del titolo relativo all'informazione. È quindi richiesta rapidità nel

reperimento delle informazioni e nell'implementazione delle relative azioni, al fine di sfruttare al meglio le informazioni non ancora "prezzate";

- *Applicabilità*: indica il grado di difficoltà con la quale un'informazione può essere utilizzata per effettuare delle previsioni; più semplice è il processo, più alto sarà il grado della fonte. La difficoltà è spesso legata alla capacità di interpretazione degli analisti: un'informazione chiara, che produce un consenso diffuso sulle sue conseguenze, sarà ritenuta "più applicabile", in quanto trasformabile in una previsione ampiamente accettata;
- *Credibilità*: descrive l'attendibilità delle fonti utilizzate dagli analisti; questo criterio spinge ad essere critici nella valutazione delle informazioni, garantendo qualità nei servizi che vengono offerti;
- *Originalità* rappresenta l'abilità dell'analista nel trovare informazioni non ancora utilizzate dai colleghi, che gli permettano di creare previsioni uniche ed innovative. Questa caratteristica generalmente si scontra con i criteri di applicabilità e credibilità, in quanto, un'informazione "nuova", difficilmente può godere di ampio consenso tra gli analisti; d'altra parte, se associata a forecast corretti, essa è capace di riflettere l'abilità dell'analista nel suo ruolo.

Un'informazione che presenta un grado elevato contemporaneamente in ognuna di queste categorie avrà maggiore importanza ed impatto nell'attività dell'analista.

Nel testo, l'autore raccoglie le principali fonti riscontrate durante la sua attività di ricerca presso un'importante *investment bank* svizzera; sebbene in base a quanto già espresso nella citazione all'inizio della sezione, questa non possa essere considerata una lista esaustiva, per chiarire i concetti appena esposti si riporta la classificazione delle fonti realizzata dall'autore (Leins, 2018):

	Timeliness	Applicability	Credibility	Originality
Academic journals	Slow	Very low	Very high	High
Academic literature	Very slow	Very low	Very high	High
Bloomberg financial data	Very fast	Neutral	Neutral	Low
Bloomberg news data	Very fast	Neutral	High	Low
Broker reports	Fast	Very high	High	High
Company websites	Very fast	Neutral	High	Very low
Company statements	Neutral	Neutral	Very high	Very low
Newspapers	Fast	Low	Low	Low
Online news services and blogs	Very fast	Low	Very low	High
Other analysts	Fast	Very high	Neutral	Neutral
Special-interest magazines (e.g., the <i>Economist</i>)	Neutral	Neutral	High	Neutral
Special-interest newspapers (e.g., the <i>Financial Times</i>)	Fast	High	High	Neutral

Figura 7 - Classificazione delle fonti dell'analista finanziario (Leins, 2018)

2.3 Analisti finanziari e sostenibilità: alcuni dati

I temi della sostenibilità stanno assumendo un ruolo sempre più importante nel mondo della finanza. L'European Securities and Market Authority (ESMA) nelle sue ultime linee guida sulle strategie per la finanza sostenibile afferma (European Securities and Markets Authorities, 2020):

“The financial markets are at a point of change as it can be observed that investor preferences are shifting towards an interest in financial products that incorporate environmental, social and governance (ESG) factors, which have increased rapidly over the last few years. Moreover, sustainability factors are increasingly affecting the risks, returns and value of investments.”

Dal 1990 al 2016, il numero di aziende che hanno predisposto reportistica legata ai temi della sostenibilità è passato da 20 a circa 9.000. I dati raccolti dallo studio di Amel-Zadeh e Serafeim confermano che questa tendenza ha avuto notevoli riflessi sulla finanza moderna. Dei 652 professionisti senior legati al mondo degli investimenti (di cui il 13%

ricopre direttamente la carica di analista finanziario), l'82,1% ha dichiarato di considerare informazioni ESG durante le scelte di investimento. Si riportano alcuni risultati chiave, utili a comprendere l'importanza dell'analisi che seguirà (Amel-Zadeh and Serafeim, 2018):

- la tabella n.2 (*figura 8*) evidenzia che, sebbene l'interesse verso i temi ESG possa anche derivare dalla pura volontà del cliente, nella maggior parte dei casi è il professionista stesso che ritiene l'informazione rilevante per l'esito delle proprie decisioni;
- la tabella n.3 (*figura 9*) riporta gli elementi che i soggetti intervistati percepiscono come ostacolo alla integrazione delle informazioni ESG nella normalità delle operazioni quotidiane. Si segnala che il 39,4% dei rispondenti ritiene troppo generica l'informativa rilasciata dalle aziende;
- le tabelle n.4 e n.5 (*figura 10 e 11*) riportano rispettivamente come gli intervistati utilizzano la sostenibilità nelle strategie e nelle attività quotidiane¹ e come queste possano impattare sui rendimenti nei confronti di un benchmark di mercato.

¹ Per una definizione precisa delle tipologie di strategie esplicitate nella tabella si veda Amel-Zadeh and Serafeim (2018)

Table 2. ESG Information in Investment Decisions

Response	All (N = 419)	AUM Size			Region		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
		Large	Small	Diff.	US	Europe	Diff.
Yes, because ...	82.1%	85.9%	80.3%		75.2%	84.4%	
1 ... ESG information is material to investment performance	63.1	60.3	64.5		55.7	64.4	
2 ... of growing client/stakeholder demand	33.1	54.3	22.4	**	33.0	39.3	
3 ... we believe such policy to be effective in bringing about change at firms	32.6	31.9	32.9		25.8	40.7	*
4 ... it is part of our investment product strategy	32.6	43.1	27.2	**	47.4	30.4	**
5 ... we see it as an ethical responsibility	32.6	25.0	36.4	*	18.6	40.7	**
6 ... we anticipate it to become material in the near future	31.7	31.9	31.6		29.9	37.0	
7 ... of formal client mandates	25.0	37.1	18.9	**	23.7	30.4	
No, because ...	17.9%	14.1%	19.7%		24.8%	15.6%	
1 ... there is no stakeholder demand for such policy	26.7	15.8	30.4		21.9	24.0	
2 ... we lack access to reliable nonfinancial data	21.3	21.1	21.4		18.8	32.0	
3 ... ESG information is not material to investment performance	13.3	5.3	16.1		21.9	4.0	*
4 ... we believe such policy to be ineffective in inducing change at firms	12.0	15.8	10.7		12.5	16.0	
5 ... it would violate our fiduciary duty to our stakeholders	12.0	5.3	14.3		21.9	8.0	
6 ... such information is not material to a diversified investment portfolio	10.7	5.3	12.5		6.3	16.0	
7 ... including such information is detrimental to investment performance	4.0	5.3	3.6		6.3	4.0	
p-Value of difference (yes vs. no)	<0.001	<0.001	<0.001		<0.001	<0.001	

Notes: This table reports survey responses to the question, Do you consider ESG information when making investment decisions? Columns 2 and 3 report the percentages for, respectively, investors with AUM > US\$5 billion and AUM < US\$5 billion. Column 4 reports the results of a test of the null hypothesis that the percentages in Columns 2 and 3 are equal to each other. Columns 5 and 6 report the percentages by geographical region, and Column 7 reports the results of a test of the null hypothesis that the percentages in Columns 5 and 6 are equal to each other.

*Significant at the 5% level.

**Significant at the 1% level.

Figura 8 - Tabella n.2: informazioni ESG nelle decisioni di investimento (Amel-Zadeh and Serafeim, 2018)

Table 3. Impediments to ESG Integration

Response	All (N = 368)	AUM Size			Region		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
		Large	Small	Diff.	US	Europe	Diff.
1 Lack of comparability across firms	44.8%	49.2%	42.7%		45.8%	49.3%	
2 Lack of standards in reporting ESG information	43.2	51.6	39.0	*	42.1	48.6	
3 The cost of gathering and analyzing ESG information	40.5	41.8	39.8		40.2	45.0	
4 ESG information disclosed by firms is too general to be useful	39.4	45.1	36.6		42.1	42.1	
5 Lack of quantifiable ESG information	37.8	43.4	35.0		40.2	40.0	
6 Lack of comparability over time	34.8	38.5	32.9		38.3	35.7	
7 The disclosure of ESG information by firms is too infrequent to be useful	28.3	27.9	28.5		31.8	28.6	
8 Lack of reliability of data/lack of audit and assurance	26.4	46.7	16.3	**	31.8	27.1	
9 There is too much disclosure, making it difficult to filter out what is material	16.6	16.4	16.7		14.0	20.0	
10 Our clients' mandates prevent us from using ESG information	1.4	0.8	1.6		1.9	1.4	

Notes: This table reports survey responses to the question, Which of the following factors limit your firm's ability to use ESG information in your investment decisions? Columns 2 and 3 report the percentages for investors with, respectively, AUM > US\$5 billion and AUM < US\$5 billion. Column 4 reports the results of a test of the null hypothesis that the percentages in Columns 2 and 3 are equal to each other. Columns 5 and 6 report the percentages by geographical region, and Column 7 reports the results of a test of the null hypothesis that the percentages in Columns 5 and 6 are equal to each other.

*Significant at the 5% level.

**Significant at the 1% level.

Figura 9 - Tabella n.3: ostacoli all'integrazione delle informazioni ESG (Amel-Zadeh and Serafeim, 2018)

Table 4. ESG Investment Styles

Response	All (N = 337)	AUM Size			Region		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
		Large	Small	Diff.	US	Europe	Diff.
1 Engagement/active ownership	37.1%	42.7%	34.4%		27.1%	48.1%	**
2 Full integration into individual stock valuation	34.4	37.3	33.0		27.1	35.9	
3 Negative screening	30.0	50.0	20.3	**	40.2	32.8	
4 Thematic investment	20.8	29.1	16.7	*	15.9	26.7	*
5 Overlay/portfolio tilt	14.2	20.0	11.5	*	13.1	19.1	
6 Positive screening	13.4	22.7	8.8	**	17.8	14.5	
7 Risk factor/risk premium investing	11.3	9.1	12.3		6.5	11.5	
8 Relative screening/best-in-class screening	9.2	10.9	8.4		11.2	9.9	
9 We do not use ESG information in our investment process	16.6	10.9	19.4	*	21.5	11.5	*

Notes: This table reports responses to the question, How do you integrate material ESG information in your investment process/ how do you use ESG information to define your investment universe? Columns 2 and 3 report the percentages for investors with, respectively, AUM > US\$5 billion and AUM < US\$5 billion. Column 4 reports the results of a test of the null hypothesis that the percentages in Columns 2 and 3 are equal to each other. Columns 5 and 6 report the percentages by geographical region, and Column 7 reports the results of a test of the null hypothesis that the percentages in Columns 5 and 6 are equal to each other.

*Significant at the 5% level.

**Significant at the 1% level.

Figura 10 - Tabella n.4: strategie di investimento con criteri ESG (Amel-Zadeh and Serafeim, 2018)

Table 5. ESG Investment Styles and Investment Returns

Response	All (N = 295)		AUM Size			Region		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	% Moderately or Significantly Positive (Ranks 5 and 4)	% Moderately or Significantly Negative (Ranks 1 and 2)	Large	Small	Diff.	US	Europe	Diff.
1 Full integration into individual stock valuation	61.2%	5.8%	3.70	3.71		3.54	3.81	*
2 Engagement/active ownership	52.7	6.5	3.47	3.70	*	3.46	3.80	**
3 Positive screening	59.6	10.5	3.64	3.51		3.60	3.56	
4 Risk factor/risk premium investing	42.4	8.4	3.43	3.52		3.26	3.52	*
5 Relative screening/best-in-class screening	49.7	11.0	3.34	3.52		3.38	3.49	
6 Thematic investment	42.4	10.4	3.35	3.38		3.34	3.36	
7 Overlay/portfolio tilt	37.4	11.0	3.24	3.35		3.17	3.31	*
8 Negative screening	39.1	28.2	3.07	3.09		3.07	3.12	

Notes: This table reports survey responses to the question, Which of the following ESG strategies do you believe improve or reduce investment returns compared to a market benchmark? Columns 3 and 4 report the average ratings on a scale of 1 to 5 for investors with, respectively, AUM > US\$5 billion and AUM < US\$5 billion. Column 5 reports the results of a test of the null hypothesis that the ratings in Columns 3 and 4 are equal to each other. Columns 6 and 7 report the ratings by geographical region, and Column 8 reports the results of a test of the null hypothesis that the ratings in Columns 6 and 7 are equal to each other.

*Significant at the 5% level.

**Significant at the 1% level.

Figura 11 - Tabella n.5: strategie di investimento ESG e rendimenti (Amel-Zadeh and Serafeim, 2018)

2.4 Analisti finanziari e sostenibilità: literature review

Al fine di approfondire il rapporto esistente, si è proceduto ad analizzare lo stato dell'arte della letteratura sulla relazione tra analisti finanziari ed i temi della sostenibilità attraverso la realizzazione di una literature review. Questa consiste in una revisione altamente oggettiva dell'insieme delle pubblicazioni accademiche esistenti, attraverso una metodologia trasparente e riproducibile di ricerca, valutazione e sintesi delle fonti (Kraus et al., 2020).

La revisione letteraria che segue è stata condotta seguendo i criteri di sistematicità, trasparenza ed oggettività indicati come essenziali da Tranfield et al. (2003) e prende ispirazione dalla struttura proposta da questa e da altre pubblicazioni scientifiche (Hinze and Sump, 2019; Williams et al., 2017): si è sviluppato un procedimento di ricerca ad 7 step, che viene esplicitato nella tabella sottostante. Questo processo ha restituito un campione iniziale di 469 elaborati e una raccolta finale di 44 articoli scientifici.

<i>Step 1</i>	Definizione dell'utilità della revisione
<i>Step 2</i>	Definizione dei limiti temporali della ricerca
<i>Step 3</i>	Definizione delle stringhe di ricerca e dei criteri di inclusione ed esclusione
<i>Step 4</i>	Definizione dell'area della ricerca
<i>Step 5</i>	Sviluppo del database degli articoli
<i>Step 6</i>	Sviluppo dell'analisi descrittiva
<i>Step 7</i>	Sviluppo dell'analisi tematica

Figura 12 – LITERATURE REVIEW Procedimento adottato per la revisione sistematica della letteratura

2.4.1 Step 1

Un'analisi preliminare sull'argomento ha fatto emergere l'esistenza di una precedente literature review sui temi che si desiderano approfondire in questo elaborato.

Il paper in questione è *Corporate social responsibility and financial analysts: a review of the literature* scritto da Anne-Kathrin Hinze e Franziska Sump, che è stato pubblicato nel marzo del 2019 nella rivista *Sustainability accounting, management and policy journal*. Come previsto dal metodo scientifico, prima di proseguire con l'analisi dei risultati ottenuti dalla ricerca, si procederà ad una breve disamina dei risultati evidenziati da questa sintesi narrativa (Hinze and Sump, 2019).

Le autrici hanno indagato lo stato attuale della letteratura relativamente al collegamento tra CSR e analisti finanziari, ottenendo quella che secondo le loro ricerche è la prima literature review sull'argomento: il risultato è la disamina di una serie di articoli trattanti il rapporto tra CSR, sia in termini di performance, che di documenti informativi, con quelle che vengono definite sinteticamente come le metriche degli analisti finanziari.

Seguendo la terminologia utilizzata nell'elaborato, queste sono riassumibili in quattro categorie:

- *Coverage*: numero di analisti che seguono un'azienda e pubblicano regolarmente previsioni e raccomandazioni;
- *Forecast Accuracy*: grado di correttezza delle previsioni, basato principalmente sull'errore medio e sulle divergenze di opinione degli analisti;
- *Recommendations*: valutazioni degli analisti sull'azienda;
- *Perceptions of CSR*: interesse degli analisti sugli argomenti di CSR (dati basati su indagini ed interviste).

Si riportano qui di seguito i principali risultati ottenuti, prestando attenzione a mantenere la distinzione nelle varie le categorie individuate:

	RELAZIONE	LEGAME	NOTE	RIFERIMENTI
ANALYST COVERAGE	CSR Performance -> Analyst Coverage	Non significativo	Riferimento alle <i>social norm compliance hypothesis</i> . L'interesse da parte degli analisti potrebbe aumentare in presenza di donazioni.	(Harjoto et al., 2013) (Dai and Kong, 2016)
	Analyst Coverage -> CSR Performance	Positivo	Si attivano meccanismi di pressione sociale che spingono le aziende ad essere più attente sul fronte della CSR.	(Harjoto et al., 2013) (Jo and Harjoto, 2014) (Zhang et al., 2015)
	CSR Performance -> Analyst Coverage	Negativo	L'attenzione degli analisti potrebbe indurre i manager a ridurre le spese discrezionali relative ad ambiti di CSR	(Adhikari, 2016)
	CSR Disclosure -> Analyst Coverage	Positivo	Seguendo le teorie dell' <i>information economics</i> questo tipo di reportistica migliora l'ambiente informativo degli analisti.	(Cormier and Magnan, 2014) (Dhaliwal et al., 2011) (Gao et al., 2016)
	CSR Report Assurance -> Analyst Coverage	Non significativo	La garanzia da parte di un professionista dei dati comunicati non influenza il livello di coverage.	(Casey and Grenier, 2015)

Figura 13 - Relazione tra analyst coverage e sostenibilità (Hinze and Sump, 2019)

	RELAZIONE	LEGAME	NOTE	RIFERIMENTI
ANALYST FORECAST ACCURACY	CSR Activities -> Analyst Dispersion	Bassi Livelli di Dispersione	Le attività di CSR riducono il conflitto con gli stakeholder. Gli investimenti in attività di CSR obbligatorie per legge tendono a ridurre l'incertezza.	(Harjoto and Jo, 2015) (Becchetti et al., 2013) (Holbrook, 2014) (Cormier and Magnan, 2014)
		Alti Livelli di Dispersione	Elevati investimenti in attività di CSR possono causare minore precisione nelle previsioni. Investimenti in CSR di tipo volontario possono aumentare il livello di dispersione.	(Harjoto and Jo, 2015) (Becchetti et al., 2013) (Holbrook, 2014)
	CSR Disclosure -> Analyst Forecast Accuracy	Positivo	Le prime di comunicazioni relative all'ambito CSR migliorano la precisione degli analisti nelle previsioni.	(Dhaliwal et al., 2011, 2012) (Garrido-Miralles et al., 2016)
			Una maggiore quantità di informazioni in ambito CSR migliora la precisione degli analisti nelle previsioni.	(Cormier and Magnan, 2014) (Martínez-Ferrero et al., 2016)
			La comunicazione di informazioni di tipo ambientale migliora la precisione degli analisti nelle previsioni.	(Aerts et al., 2008) (Bernardi and Stark, 2018) (Cormier and Magnan, 2014)
		Risultati Eterogenei	Sono stati riscontrati effetti eterogenei quando le informazioni riguardano aspetti sociali.	(Bernardi and Stark, 2018) (Cormier and Magnan, 2014)
	CSR Report Assurance -> Analyst Forecast Accuracy	Positivo	La revisione della reportistica permette la creazione di un miglior ambiente informativo.	(Casey and Grenier, 2015)
	Analyst Forecast Error -> CSR Disclosure	Positivo	Maggiore asimmetria informativa porta ad una maggior produzione di informativa CSR.	(Martínez-Ferrero et al., 2016)
	CSR disclosure -> CSR Performance -> Analyst Forecast Accuracy	Positivo	L'influenza positiva delle informative di CSR sulla Forecast Accuracy avviene principalmente per le aziende che mostrano performance di CSR superiori.	(Dhaliwal et al., 2011) (Cormier et al., 2015)
			L'effetto delle informative CSR è maggiore nei paesi in cui la CSR performance è un elemento importante per gli stakeholder.	(Dhaliwal et al., 2012) (Martínez-Ferrero et al., 2016)

Figura 14 - Relazione tra forecast accuracy e sostenibilità (Hinze and Sump, 2019)

	RELAZIONE	LEGAME	NOTE	RIFERIMENTI
ANALYST RECOMMENDATIONS	CSR Performance -> Analyst Recommendations	Positivo	Negli anni '90 gli investimenti in CSR erano visti come una forma di opportunismo manageriale (<i>agency-theory perspective</i>). Oggi prevale la <i>stakeholder theory</i> che vede questi investimenti come strategici per garantire la performance di lungo termine.	(Chang et al., 2014) (Ioannou and Serafeim, 2015) (Luo et al., 2015)
	CSR Disclosure -> Analyst Recommendations	Risultati Eterogenei	I risultati variano in base al livello delle informazioni comunicate dall'azienda.	(Giannarakis et al., 2016)

Figura 15 - Relazione tra analysts recommendations e sostenibilità (Hinze and Sump, 2019)

	RELAZIONE	LEGAME	NOTE	RIFERIMENTI
ANALYST PERCEPTIONS		Negativo	Gli studi antecedenti al nuovo millennio mostrano un basso interesse degli analisti per gli aspetti di CSR.	(Deegan and Rankin, 1997) (Milne and Chan, 1999)
	CSR Information -> Decision Making Process	Positivo	Dall'inizio degli anni 2000, fino a circa il 2015, I vari studi hanno dimostrato un interesse crescente per le informazioni di CSR, anche grazie ad una crescente affidabilità e rilevanza di questi dati.	(Fayers et al., 2000) (Campbell and Slack, 2011) (Fieseler, 2011) (Luo et al., 2015)
		Negativo	Alcuni studi più recenti mostrano un'inversione di tendenza nell'utilizzo delle varie tipologie di informative di CSR da parte degli analisti.	(Abhayawansa et al., 2019) (Krasodomska and Cho, 2017) (Slack and Tsalavoutas, 2018)
	Assurance on CSR Information -> Decision Making Process	Positivo	La garanzia da parte di un professionista aumenta la credibilità delle informazioni di CSR trasmesse.	(Pflugrath et al., 2011)

Figura 16 - Relazione tra analysts perceptions e sostenibilità (Hinze and Sump, 2019)

L'elaborato presentato raccoglie molto efficacemente la letteratura sull'argomento, costituendo un'ottima base di partenza per le successive analisi; esso presenta inoltre gli elementi essenziali di sistematicità, trasparenza ed oggettività richiesti dalle revisioni sistematiche.

Diversi elementi che verranno ora esplicitati hanno però indotto la scelta di eseguire comunque una nuova literature review che permetta di verificare i risultati ottenuti da *Hinze e Sump*, ed eventualmente di includere altri risultati:

- La realizzazione di una nuova revisione sistematica consente di aumentare l'oggettività richiesta dal processo. Considerando che l'elaborato sopra citato si presenta come il primo sull'argomento, si evita in questo modo di affidarsi ad un unico punto di vista univoco;
- Considerando il focus di questa tesi sulla figura dell'analista finanziario, si ritiene necessario raffinare i risultati ottenuti dalle due autrici, concentrandosi sui risultati che trattano in via principale di questa figura, escludendo invece la diversa prospettiva di altri soggetti;
- Il forte interesse della ricerca per i temi della sostenibilità che caratterizza il periodo che stiamo attualmente vivendo potrebbe aver prodotto nuovi risultati che, per ovvi limiti temporali, non sono stati inclusi nella literature review citata.

2.4.2 Step da 2 a 5

Step 2: Definizione dei limiti temporali

Al fine di mantenere una prospettiva più ampia possibile, durante l'analisi preliminare non sono stati definiti limiti temporali espliciti nella ricerca. Nonostante non siano quindi stati impostati limiti inferiori e superiori nei vari motori di ricerca utilizzati, si segnala che alcuni database impongono un limite inferiore implicito: gli articoli raccolti dall'SSCI partono infatti dall'anno 1985. Si ritiene che tale condizione non arrechi pregiudizio ai risultati della ricerca in quanto solo nell'ultimi due decenni i temi della sostenibilità hanno assunto una rilevanza tale da rendere significativo l'interesse verso la valutazione delle performance ambientali, sociali e di governance.

Step 3: Definizione delle stringhe di ricerca e dei criteri di inclusione ed esclusione

Sono state definite tre stringhe di ricerca da applicare ai principali indici scientifici al fine di ottenere un insieme di risultati che comprendessero l'insieme della letteratura fin ora pubblicata e che rispondesse alle necessità della ricerca:

- La prima stringa rappresenta l'analista finanziario, il soggetto principale della ricerca (*financial NEAR analyst**);
- La seconda stringa è volta a includere i temi della sostenibilità, attraverso l'indicazione di alcuni dei principali termini utilizzati a livello internazionale (*integrat* OR csr OR sustain* OR esg OR environm* OR social* OR climat**);

- La terza stringa è stata utilizzata per definire con maggiore precisione la relazione tra analisti e sostenibilità, oggetto dell'analisi (*report* OR perform* OR perception OR coverage OR metric* OR forecast OR recommendation* OR disclosure*).

Le tre stringhe sono state collegate attraverso l'operatore *AND* e applicate al campo "*topic*", che generalmente include titolo, abstract e keyword dell'autore.

Step 4: Definizione dell'area della ricerca

Sono stati utilizzati i motori di ricerca *Google Scholar* e *Web of Science*, che permettono di accedere alle principali banche dati delle pubblicazioni sulle scienze sociali, ottenendo un risultato iniziale di 469 elementi. Sono stati poi applicati alcuni filtri:

- sulla tipologia di pubblicazione, con lo scopo di limitare i risultati ad articoli *peer-reviewed*, escludendo di conseguenza libri e relative revisioni, atti di conferenze, note di ricerca, etc.;
- sull'argomento trattato al fine di includere, tra le più di 50 categorie disponibili, solamente i documenti inerenti ai temi della ricerca (finanza, management, economia, economia aziendale, studi ambientali e scienze ambientali).

Step 5: Sviluppo del database degli articoli

A partire dai risultati ottenuti, si è proceduto dapprima alla creazione di un database univoco, che escludesse gli eventuali elementi doppi derivanti dall'incrocio delle ricerche condotte sui diversi motori di ricerca, ed in seguito alla lettura critica dei vari titoli degli articoli e dei relativi abstract. Sono stati esclusi quei risultati che male interpretavano le stringhe utilizzate per la ricerca e che quindi non rappresentavano in alcun modo un'analisi su un possibile legame tra il mondo degli analisti finanziari e quello della sostenibilità. A titolo esemplificativo, l'errore più comune che è stato riscontrato si riferisce ad un'errata interpretazione del termine "*information*": venivano inclusi risultati che trattano l'influenza di informazioni contabili, o, più in generale, dell'ambiente informativo sulle scelte degli analisti finanziari, includendo risultati non legati in alcun modo agli aspetti ambientali, sociali o di governance. Inoltre, differentemente dalla literature review precedentemente analizzata, è stata posta maggiore attenzione nella selezione di elementi che mettessero chiaramente in luce il legame con la figura dell'analista finanziario: sono state di conseguenza escluse le ricerche in cui gli autori

hanno adottato una prospettiva d'indagine ampia, al fine di evitare che, una considerazione marginale di questa figura, potesse condurre a risultati fuorvianti.

Dopo diverse riletture dei risultati si è giunti ad un database composto da 32 articoli. Nonostante i criteri imposti fossero necessari per delimitare correttamente i confini della ricerca, si è preso atto che potevano risultare a volte eccessivamente stringenti: si è proceduto quindi ad effettuare una seconda analisi che allentasse i vincoli della ricerca e che prendesse in considerazione alcuni suggerimenti forniti dagli stessi motori di ricerca. Sono stati quindi aggiunti ulteriori 12 elaborati che rispettavano i criteri della prima analisi, ma che non apparivano direttamente in questa.

Il database finale di questa literature review è quindi costituito da 44 articoli.

2.4.3 Step 6 e 7

Step 6: Sviluppo dell'analisi descrittiva

Sul database finale sono state condotte alcune ricerche e classificazioni atte a contestualizzare gli elaborati. Le analisi verranno successivamente esposte nella sezione 2.4.4 e riguardano:

- Distribuzione temporale delle pubblicazioni;
- Distribuzione geografica delle pubblicazioni;
- Articoli più rappresentativi (numero di citazioni);
- Classificazione delle riviste (ABS Ranking 2018/Ambito).

Step 7: Sviluppo dell'analisi tematica

Attraverso l'applicativo *Nvivo* è stata condotta un'analisi tematica sul database ottenuto durante la prima fase di ricerca. Il software permette di codificare gli elaborati ed effettuare diverse tipologie di ricerche analitiche, come ad esempio individuare i temi trattati e la loro frequenza; inoltre, questa particolare versione del software permette all'utente anche di lavorare attraverso automatismi, che rendono il processo più rapido e più oggettivo². Nell'analisi esposta alla sezione 2.4.5, è stata sfruttata questa funzionalità in quanto si è apprezzata la possibilità di compensare la soggettività derivante dalla mancanza di un diverso punto di vista sulla ricerca svolta. Si è consapevoli degli errori

² Si tratterà più approfonditamente del software *Nvivo* nei capitoli successivi.

interpretativi che tali procedure automatiche possono presentare, ma, a seguito di diverse verifiche, si è appurato che nonostante i risultati assoluti possano variare leggermente, i valori relativi ottenuti dalle varie ricerche non hanno subito notevoli alterazioni e di conseguenza non hanno inficiato la validità dell'analisi.

2.4.4 Analisi descrittiva

Distribuzione temporale delle pubblicazioni



Figura 17 - LITERATURE REVIEW Grafico della distribuzione temporale delle pubblicazioni

Si è anticipato nei paragrafi precedenti che i temi della sostenibilità hanno avuto uno sviluppo importante nell'ultimo decennio. Tale informazione viene confermata dalla distribuzione temporale delle pubblicazioni riportata nel grafico (*Figura 17*), dove viene evidenziata una forte crescita nel numero delle pubblicazioni: 39 articoli su un totale di 44 analizzati sono stati prodotti negli ultimi 10 anni (gennaio 2011 – marzo 2020).

In particolare, il grafico presenta due picchi rispettivamente nel 2015 (7 pubblicazioni) e nel 2019 (8 pubblicazioni).

Il primo può essere ricondotto al forte interesse verso le tematiche di sostenibilità suscitato dalla pubblicazione dell'*Agenda 2030*, frutto dell'*United Nations Sustainable Development Summit* tenutosi nello stesso anno a New York. Inoltre, da quell'anno la letteratura ha potuto basarsi su campioni con un adatto livello di consistenza per

analizzare alcuni importanti eventi che hanno caratterizzato il tema della sostenibilità in azienda: a titolo esemplificativo è possibile citare la pubblicazione del documento principe del *framework <IR>* ed il lancio dell'*IIRC Pilot Programme* (2011), l'istituzione del regime obbligatorio in merito alla pubblicazione dell'*integrated report* per le aziende quotate al *Johannesburg Stock Exchange* (2011), il lancio del *ESG Investor Briefing Project* (2013).

Sebbene anche il picco dell'anno 2019 possa in parte essere ricondotto all'interesse dell'accademia per i primi risultati tangibili a seguito della pubblicazione della *Agenda 2030*, la crescita di interesse per il legame tra mondo finanziario e sostenibilità è da considerarsi legata anche alla crescente importanza dei temi ambientali, sociali e di governance nella attività aziendale. I grafici che seguono illustrano chiaramente l'esponenziale aumento degli investimenti in fondi incentrati sulle tematiche di sostenibilità: il sito *Morningstar* riporta che le movimentazioni nette di questa tipologia investimenti nel 2019 sono addirittura quadruplicate rispetto all'anno precedente (Hale, 2020); inoltre, il fondo di investimenti *Blackrock* stima che gli asset di questo tipo cresceranno esponenzialmente nel prossimo decennio (Deese et al., 2019), tanto da spingere lo stesso fondo a porre la sostenibilità al centro delle proprie strategie future (Blackrock, 2020).

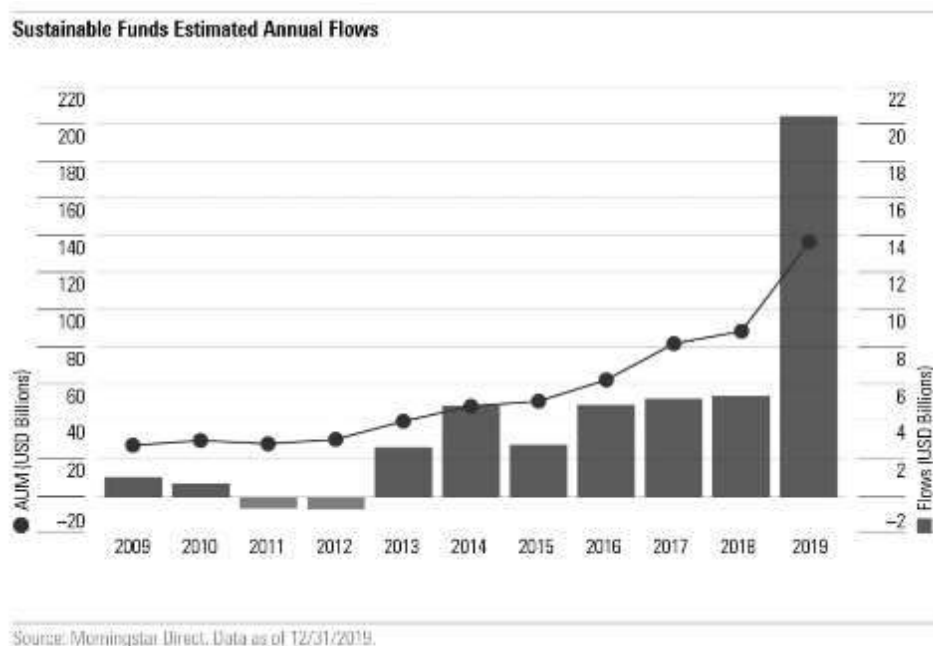
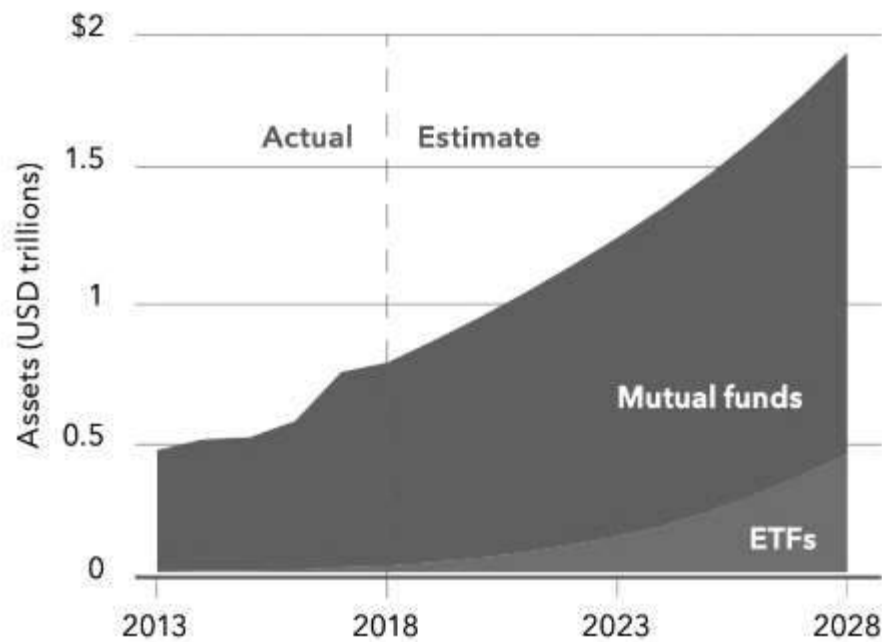


Figura 18 - Variazione annuale stimata dei fondi di investimento legati alla sostenibilità (Hale, 2020)

Assets of sustainable mutual funds and ETFs, 2013-2028



There's no guarantee that forward-looking estimates will come to pass.

Sources: BlackRock, with data from Broadridge/Simfund, June 2018. Notes: The chart shows the total assets under management in ESG mutual funds (MFs) and ETFs globally. The 2019 to 2028 figures are based on BlackRock estimates, assuming a 5% annual growth rate in the underlying markets. Other assumptions: MF asset growth starts at 5% in 2019 and declines by 0.5% annually through 2022, then at a zero-to-0.5% rate annually thereafter. ETF asset growth starts at 45% and decreases by 5% annually through 2022, with a zero-to-3% pace thereafter.

Figura 19 - Proiezione degli investimenti legati al mondo della sostenibilità (Deese et al., 2019)

Distribuzione geografica delle pubblicazioni

La distribuzione geografica, riportata nel grafico che segue (*figura 20*), è stata ottenuta considerando la nazionalità dell'ateneo del primo autore. Predominante risulta la posizione degli Stati Uniti d'America (12 articoli), a cui segue l'Australia con 5 articoli. Gli altri stati presentano numeri notevolmente più bassi, ma, qualora si considerasse il territorio europeo nel suo insieme, valutando quindi un'entità territoriale con un'estensione in parte paragonabile a quella statunitense, allora si otterrebbe un insieme di 17 elaborati (Europa: Regno Unito, Spagna, Francia, Italia, Germania, Svezia, Grecia, Norvegia, Polonia, Belgio).

La distribuzione geografica ottenuta è coerente con il progresso delle nazioni stesse in merito ai *Sustainable Development Goals*: le pubblicazioni derivano per la maggior parte da paesi appartenenti all'*Organization for Economic Cooperation and Development (OCED)* (38 pubblicazioni), o paesi dell'Est e Sud Asia (5 pubblicazioni), che presentano

rispettivamente i più elevati gradi di punteggio nell'*SDG Index* e di sviluppo in merito ai *SDGs* rispetto all'anno 2015 (figura 23) (Sachs et al., 2020).

DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DELLE PUBBLICAZIONI

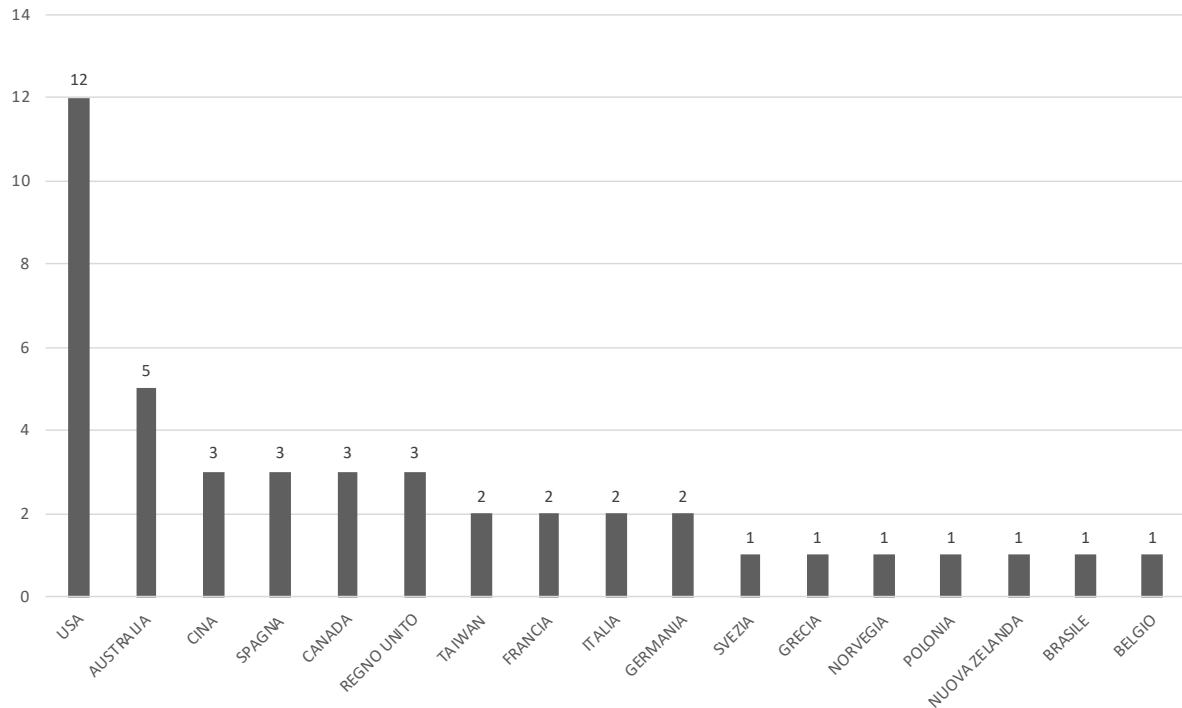


Figura 20 - LITERATURE REVIEW Grafico della distribuzione geografica delle pubblicazioni

NUMERO DI PUBBLICAZIONI PER CONTINENTE

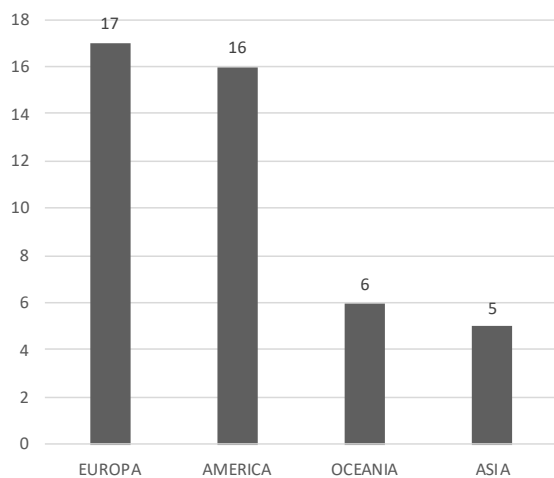


Figura 21 - LITERATURE REVIEW Numero di pubblicazioni per continente

NUMERO DI PUBBLICAZIONI PER AREA GEOGRAFICA OCED

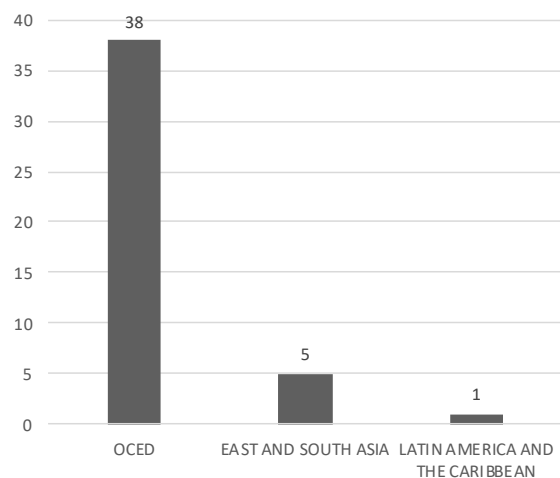


Figura 22 - LITERATURE REVIEW Numero di pubblicazioni per area geografica OCED

Progress on the SDG Index by region (2015-2019)

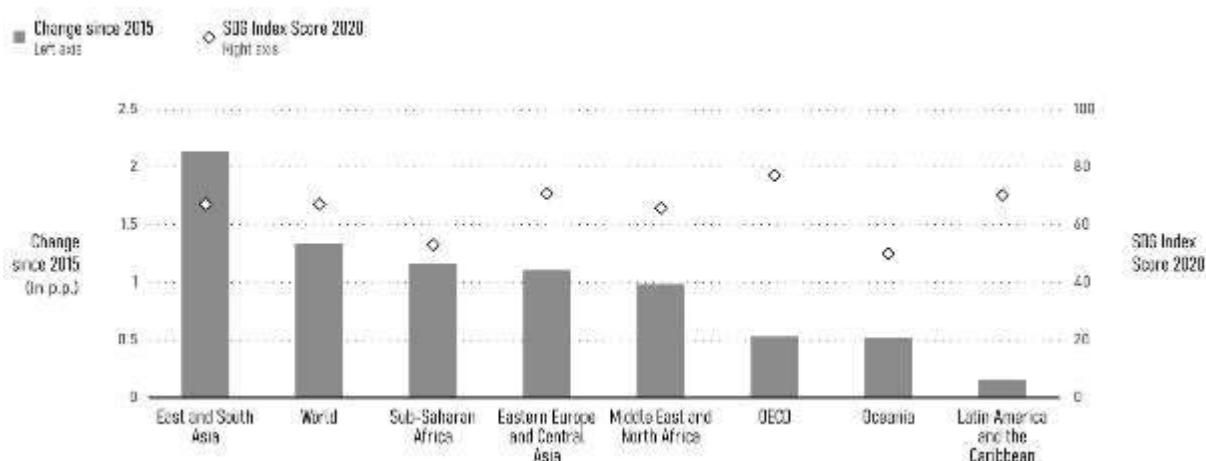


Figura 23 - Progressi nel SDG index suddivisi per regione (2015 - 2019) (Sachs et al., 2020)

Articoli più rappresentativi (numero di citazioni)

La tabella di cui sotto (figura 24) raccoglie i 15 articoli più citati del database analizzato. Si evidenzia che la quasi totalità di questi è antecedente al 2015 (14 su 15). Inoltre, si può notare che la maggioranza degli articoli è stata pubblicata su riviste di ambito contabile (8 su 15); le rimanenti fanno riferimento agli ambiti: etica/csr (2), strategia (2), economia (1), finanzia (1) e studi ambientali (1).

TITOLO	AUTORI	FONTE	ANNO DI PUBBLICAZIONE	TOTALE CITAZIONI	MEDIA CITAZIONI PER ANNO	AMBITO
The materiality of environmental information to users of annual reports	Deegan C.; Rankin M.	ACCOUNTING, AUDITING AND ACCOUNTABILITY JOURNAL	1997	829	34,54	ACCOUNT
Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting	Dhaliwal D. S.; Li O. Z.; Tsang A.; Yang Y. G.	ACCOUNTING REVIEW	2011	685	68,50	ACCOUNT
Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure	Dhaliwal D. S.; Radhakrishnan S.; Tsang A.; Yang Y. G.	ACCOUNTING REVIEW	2012	351	39,00	ACCOUNT
NARRATIVE CORPORATE SOCIAL DISCLOSURES: HOW MUCH OF A DIFFERENCE DO THEY MAKE TO INVESTMENT DECISION-MAKING?	Milne M. J.; Chan C.C.C.	BRITISH ACCOUNTING REVIEW	1999	209	9,50	ACCOUNT
The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics	Ioannou I.; Serafeim G.	STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL	2015	130	21,67	STRAT
Corporate environmental disclosure, financial markets and the media: An international perspective	Aerts W.; Cormier D.; Magnan M.	ECOLOGICAL ECONOMICS	2008	123	9,46	ECON
Impact of Assurance and Assurer's Professional Affiliation on Financial Analysts' Assessment of Credibility of Corporate Social Responsibility Information	Pflugrath G.; Roebuck P.; Simnett R.	AUDITING-A JOURNAL OF PRACTICE & THEORY	2011	117	11,70	ACCOUNT
CORPORATE SOCIAL PERFORMANCE, ANALYST STOCK RECOMMENDATIONS, AND FIRM FUTURE RETURNS	Luo X.; Wang H.; Raithel S.; Zheng Q.	STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL	2015	93	15,50	STRAT
Understanding and Contributing to the Enigma of Corporate Social Responsibility (CSR) Assurance in the United States	Casey R. J.; Grenier J. H.	AUDITING-A JOURNAL OF PRACTICE & THEORY	2015	83	13,83	ACCOUNT
The Economic Relevance of Environmental Disclosure and its Impact on Corporate Legitimacy: An Empirical Investigation	Cormier D.; Magnan M.	BUSINESS STRATEGY AND THE ENVIRONMENT	2015	77	12,83	ENVIRONMENT
Environmental disclosure and environmental risk: Sceptical attitudes of UK sell-side bank analysts	Campbell D.; Slack R.	BRITISH ACCOUNTING REVIEW	2011	75	7,50	ACCOUNT
Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market?	Zhou S.; Simnett R.; Green W.	ABACUS-A JOURNAL OF ACCOUNTING FINANCE AND BUSINESS STUDIES	2017	58	14,50	ACCOUNT
Legal vs. Normative CSR: Differential Impact on Analyst Dispersion, Stock Return Volatility, Cost of Capital, and Firm Value	Harjoto M. A.; Jo H.	JOURNAL OF BUSINESS ETHICS	2015	48	8,00	ETHICS-CSR
The impact of social responsibility disclosure and governance on financial analysts' information environment	Cormier D.; Magnan M.	CORPORATE GOVERNANCE-THE INTERNATIONAL JOURNAL OF BUSINESS IN SOCIETY	2014	43	6,14	FINANCE
On the corporate social responsibility perceptions of equity analysts	Fieseler C.	BUSINESS ETHICS-A EUROPEAN REVIEW	2011	42	4,20	ETHICS-CSR

Figura 24 – LITERATURE REVIEW I 15 articoli più citati del database

Classificazione delle riviste (ABS Ranking 2018/Ambito)

I 44 articoli contenuti nel database finale della ricerca appartengono ad un insieme di 29 riviste. La seguente tabella le riepiloga in base alle informazioni fornite dalla ABS guide 2018.

RIVISTA	ARTICOLI PER RIVISTA	CLASSIFICAZIONE ABS 2018	AMBITO
JOURNAL OF BUSINESS ETHICS	4	3	ETHICS-CSR-MAN
STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL	4	4*	STRAT
SUSTAINABILITY ACCOUNTING, MANAGEMENT AND POLICY JOURNAL	3	2	ACCOUNT
BRITISH ACCOUNTING REVIEW	3	3	ACCOUNT
BUSINESS ETHICS: A EUROPEAN REVIEW	2	2	ETHICS-CSR-MAN
BUSINESS STRATEGY AND THE ENVIRONMENT	2	3	REGIONAL STUDIES, PLANNING AND ENVIRONMENT
AUDITING: A JOURNAL OF PRACTICE AND THEORY	2	3	ACCOUNT
ACCOUNTING REVIEW	2	4*	ACCOUNT
SUSTAINABLE DEVELOPMENT	2	NON CLASSIFICATO	NON CLASSIFICATO
BUSINESS AND PROFESSIONAL ETHICS	1	1	ETHICS-CSR-MAN
JOURNAL OF MANAGEMENT AND GOVERNANCE	1	1	ETHICS-CSR-MAN
CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY AND ENVIRONMENTAL MANAGEMENT	1	1	REGIONAL STUDIES, PLANNING AND ENVIRONMENT
ACCOUNTING AND FINANCE	1	2	ACCOUNT
CORPORATE GOVERNANCE: THE INTERNATIONAL JOURNAL OF BUSINESS IN SOCIETY	1	2	FINANCE
JOURNAL OF BUSINESS ECONOMICS AND MANAGEMENT	1	2	IB&AREA
PACIFIC-BASIN FINANCE JOURNAL	1	2	FINANCE
EMERGING MARKETS FINANCE AND TRADE	1	2	FINANCE
JOURNAL OF BANKING AND FINANCE	1	3	FINANCE
BUSINESS AND SOCIETY	1	3	ETHICS-CSR-MAN
ACCOUNTING FORUM	1	3	ACCOUNT
ACCOUNTING, AUDITING AND ACCOUNTABILITY JOURNAL	1	3	ACCOUNT
EUROPEAN ACCOUNTING REVIEW	1	3	ACCOUNT
ECONOMY AND SOCIETY	1	3	SOC SCI
ABACUS	1	3	ACCOUNT
ECOLOGICAL ECONOMICS	1	3	ECON
JOURNAL OF CORPORATE FINANCE	1	4	FINANCE
JOURNAL OF ENVIRONMENTAL ASSESSMENT POLICY AND MANAGEMENT	1	NON CLASSIFICATO	NON CLASSIFICATO
INTERNATIONAL JOURNAL OF THE ACADEMIC BUSINESS WORLD	1	NON CLASSIFICATO	NON CLASSIFICATO
INTERNATIONAL REVIEW OF ACCOUNTING, BANKING AND FINANCE	1	NON CLASSIFICATO	NON CLASSIFICATO

Figura 25 - LITERATURE REVIEW Riviste relative agli articoli del database di ricerca

I risultati ottenuti dalla ricerca presentano un elevato grado di affidabilità: 25 riviste su 29 rientrano nel ranking ABS 2018. Tra queste si segnalano *Strategic Management Journal*, *Accounting Review* che hanno ottenuto una valutazione eccellente (4*) e *Journal Of Corporate Finance* che ha ottenuto una valutazione di grado 4. Tra le rimanenti, 12 riviste hanno ottenuto una valutazione di grado 3, 7 riviste il grado 2, 3 il grado 1; i quattro periodici non classificati sono *Sustainable Development*, *Journal Of Environmental, Assessment Policy And Management*, *International Journal Of The Academic Business World* e *International Review Of Accounting, Banking And Finance*.

Sempre basandosi sulla classificazione ABS 2018 sono stati rilevati anche gli ambiti di appartenenza delle riviste considerate. Contabilità, CSR/Etica e Finanza sono i settori più interessati ai termini della ricerca condotta, rispettivamente con 9, 5 e 5 riviste ciascuno ed assieme coprono il più della metà delle riviste del database (65,52%).

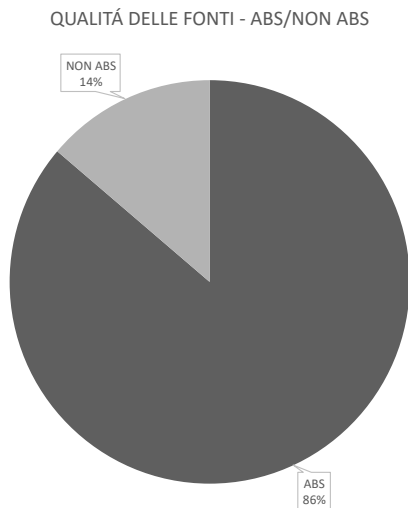


Figura 26 - LITERATURE REVIEW Grafico della qualità delle fonti - ABS/Non ABS

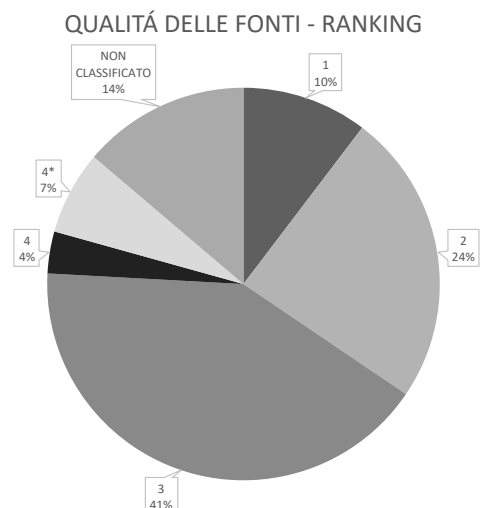


Figura 27 - LITERATURE REVIEW Grafico della qualità delle fonti - Ranking

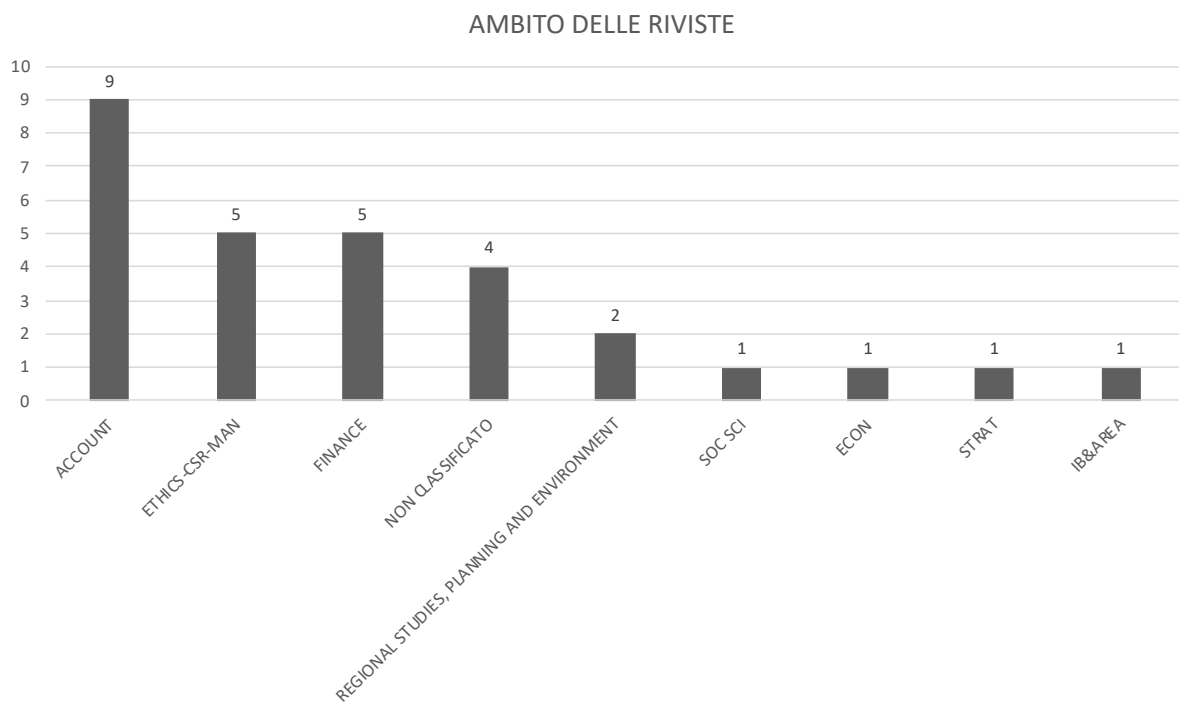


Figura 28 - LITERATURE REVIEW Grafico della distribuzione delle riviste per ambito

2.4.5 Analisi tematica

In primis si è proceduto ad importare i file che costituiscono il database di ricerca all'interno del programma *Nvivo* e a verificare l'integrità degli stessi. È stata quindi avviata la procedura di codifica automatica che ha restituito un insieme di 37 macrocategorie

tematiche, e numerosissime sottocategorie che non risultano essere rilevanti ai fini dell'esposizione. Escludendo alcuni termini riconducibili principalmente al vocabolario accademico (*relations, research, samples, studies*), i temi individuati sono principalmente riconducibili a tre dimensioni principali, che confermano la coerenza del processo di selezione con la domanda di ricerca posta:

CATEGORIA TEMATICA	NUMERO RIFERIMENTI COMPLESSIVI	TERMINI INCLUSI
Attività dell'analista	2.506	Analysis, analyst, forecast, investment, investor, model, ratings, recommendation, score, stock, variable.
Rapporto tra Azienda e Analista	4.735	Capital, companies, corporate, data, disclosure, earnings, effect, financial, firms, industry, information, issues, management, market, performance, reporting, risk, value.
Sostenibilità	608	Concerns, future, responsibility, sustainability.

Figura 29 - LITERATURE REVIEW Riepilogo temi codificati attraverso procedura automatica Nvivo

Si riportano qui di seguito (*figura 30-31*) il dettaglio dei macro-temi affiancati dal numero di articoli contenenti lo stesso (su un totale di 44) ed il numero di riferimenti testuali.



Figura 30 - LITERATURE REVIEW Temi auto-codificati (1)

TEMA	N° ARTICOLI	N° RIFERIMENTI
information	44	656
analyst	44	537
disclosure	39	533
reporting	42	382
forecast	35	369
firms	40	305
variable	32	304
market	44	293
corporate	41	273
performance	41	271
earnings	31	254
research	41	249
companies	40	224
investment	39	215
value	44	211
effect	41	211
responsibility	36	204
stock	40	200
financial	24	198
management	40	181
sample	34	171
studies	41	165
relations	40	163
score	30	160
model	39	160
capital	36	157
issues	38	150
industry	34	147
data	37	145
risk	37	144
recommendation	21	144
future	37	142
ratings	30	141
investor	37	140
analysis	30	136
sustainability	33	134
concerns	34	128

Figura 31 - LITERATURE REVIEW Temi auto-codificati (2)

Come ben evidenziato dai dati sopra riportati, la figura dell'analista finanziario e i temi tipici della sua attività sono ampiamente presenti in tutti gli elaborati considerati; risulta meno evidente l'altro tema chiave di questa ricerca: la sostenibilità. Al fine di verificare che gli articoli selezionati trattassero effettivamente quest'ultimo argomento si è proceduto a costruire una query che cercasse nei testi alcune parole chiave: consapevoli della varietà di termini utilizzati per indicare l'ampio mondo della sostenibilità, si è preferito ripetere la stringa di ricerca presente nel terzo step (*integrat* OR csr OR sustain* OR esg OR environm* OR social* OR climat**). La query ha evidenziato come in tutti gli articoli si possa ritrovare il tema della sostenibilità, ed in particolare il termine *sustainability* (figura 32): se ne deduce che questo possa essere stato descritto con un'ampia terminologia dalle varie fonti considerate e di conseguenza possa essere stato incluso in altre sottocategorie dalla procedura automatica.

Name	SUSTAINABILITY		COVERAGE		FORECAST ACCURACY		RECOMMENDATION		PERCEPTION	
	S. References	S. Coverage	C. References	C. Coverage	F.A. References	F.A. Coverage	R. References	R. Coverage	P. References	P. Coverage
Abhayawansa, Subhash; Eljido-Ten, Evangeline; Dumay, John (2019)	53	34%			11	4%	8	4%	7	3%
Adhikari, Binay K. (2016)	51	36%	41	25%	7	5%	2	2%	1	2%
Aerts, Walter; Cormier, Denis; Magnan, Michel (2008)	32	12%	3	2%	39	19%			1	1%
Becchetti, Leonardo; Ciciretti, Rocco; Giovannelli, Alessandro (2013)	49	21%			65	19%				
Bernardi, Cristiana; Stark, Andrew W. (2018)	59	34%			43	27%	1	0%	3	1%
Campbell, David; Slack, Richard (2011)	23	17%	2	5%	3	3%	2	2%	2	0%
Casey, Ryan J.; Grenier, Jonathan H. (2015)	99	30%	9	2%	26	9%	2	1%	1	0%
Chang, Yuan; Chen, Ting-Hsuan; Chou, Hsiu-Hsia; Shen, Yu-Fong (2014)	107	25%	3	1%	5	1%	80	23%	2	1%
Cormier, Denis; Lapointe-Antunes, Pascale; Magnan, Michel (2015)	11	5%			30	11%				
Cormier, Denis; Magnan, Michel (2014)	48	23%	4	3%	37	24%	1	0%		
Cormier, Denis; Magnan, Michel (2015)	28	17%	4	3%	28	13%			5	4%
Dai, Yunhao; Kong, Dongmin (2016)	10	6%	38	26%	6	3%	3	1%		
Deegan, Craig; Rankin, Michaela (1997)	26	16%					1	1%	3	2%
Dhalwal, Dan S.; Li, Oliver Zhen; Tsang, Albert; Yang, Yong George (2011)	46	28%	10	5%	16	6%			1	0%
Dhalwal, Dan S.; Radhakrishnan, Suresh; Tsang, Albert; Yang, Yong George (2012)	89	25%	2	1%	59	16%	2	1%	2	0%
Durand, Rodolphe; Paugam, Luc; Stolyow, Hervé (2019)	46	35%	3	1%			1	0%	4	3%
Fayers, Chris; Cocklin, Chris; Holmes, Doug (2020)	28	15%					1	0%	8	4%
Fieseler, Christian (2011)	58	35%	2	0%	3	1%	5	4%	10	5%
Flores, Eduardo; Fasan, Marco; Mendes-da-Silva, Wesley; Sampaio, Joelson Oliveira (2019)	44	12%	7	1%	40	18%	1	0%	1	1%
Gao, Fang; Dong, Yi; Ni, Chenka; Fu, Renhui (2016)	68	34%	17	8%	7	2%				
García-Sánchez, Isabel María; Gómez-Miranda, María-Elena; David, Fátima; Rodríguez-Ariza, Lazaro (2019)	61	30%	36	15%	35	15%	4	1%	3	1%
García-Sánchez, Isabel-María; Hussain, Nazim; Khan, Sana-Akbar; Martínez-Ferrero, Jennifer (2020)	72	37%	24	6%	36	15%	8	5%	4	1%
Garrido-Miralles, Pascual; Zorio-Grima, Ana; García-Benau, María A. (2016)	42	32%	7	7%	37	30%	4	5%	3	1%
Giannarakis, Grigoris; Zafeiriou, Eleni; Sariannidis, Nikolaos; Etthaltisdou, Kyriaki (2016)	16	32%			2	4%	9	21%	3	8%
Harjoto, Maretno A.; Jo, Hoje (2015)	70	36%	3	1%	22	8%	3	1%	1	0%
Harjoto, Maretno A.; Jo, Hoje; Philosophy Documentation Center (2013)	51	33%	10	7%	16	7%	4	4%	1	0%
Henrik Nilsson; Gary M. Cunningham; Lars G. Hassel (2008)	11	17%			3	6%			2	2%
Hinze, Anne-Kathrin; Sump, Franziska (2019)	109	37%	23	10%	46	13%	25	7%	14	7%
Holbrook, Mary Elizabeth (2014)	41	28%			24	20%				
Hsu, Audrey; Koh, Kevin; Liu, Sophia; Tong, Yen H. (2019)	100	30%			79	17%	10	3%	5	1%
Ioannou, Ioannis; Serafeim, George (2015)	88	26%	2	1%	30	7%	54	16%	10	5%
Jo, Hoje; Harjoto, Maretno (2014)	72	29%	21	15%	4	1%	3	2%	3	3%
Krasodomska, Joanna; Cho, Charles H. (2017)	64	32%	1	1%	10	4%	7	5%	8	4%
Lee, Changhee; Palmon, Dan; Yezege, Ari (2018)	71	32%	4	1%	13	5%	42	23%	4	2%
Luo, Xueming; Wang, Heji; Raithe, Sascha; Zheng, Qinqin (2015)	37	20%	6	4%	8	4%	32	19%	1	0%
Milne, Markus J.; Chan, Christian C.C. (1999)	35	38%							6	6%
Muslu, Volkan; Mutlu, Sunay; Radhakrishnan, Suresh; Tsang, Albert (2019)	80	31%	2	1%	51	14%				
Pflugrath, Gary; Roebuck, Peter; Simnett, Roger (2011)	35	32%			3	2%	1	1%	15	10%
Qian, Cui; Lu, Louise Y.; Yu, Yangxin (2019)	25	21%	28	21%	18	14%	7	6%	4	2%
Rivière-Giordano, Géraldine; Giordano-Spring, Sophie; Cho, Charles H. (2018)	43	22%			5	4%	12	8%	6	2%
Slack, Richard; Tsalavoutas, Ioannis (2018)	43	25%	1	0%	4	1%	2	1%	4	2%
Stefan Leins (2020)	32	37%			5	6%	6	5%		
Zhang, Min; Tong, Lijing; Su, Jun; Cui, Zhipeng (2015)	16	12%	28	20%	7	4%	4	2%	3	2%
Zhou, Shan; Simnett, Roger; Green, Wendy (2017)	73	24%	2	1%	48	16%	5	2%	2	1%
MEDIA DEI DATI	51,41	26%	11,43	6%	23,28	10%	10,35	5%	4,25	2%

Figura 32 - LITERATURE REVIEW Word Search Query risultati

È stata condotta inoltre una ricerca basata sulla frequenza di apparizione delle parole utilizzando l'apposita *Word Frequency Query*: questa ha permesso di raggiungere un duplice scopo, ovvero approfondire l'analisi tematica e contemporaneamente verificare i risultati forniti dalla procedura di auto-codifica. Sono stati impostati parametri che permettessero di aggregare le varie declinazioni della stessa parola e che limitassero la ricerca a termini di lunghezza pari o superiore a 2 caratteri; successivamente sono state escluse le parole fuorvianti, come congiunzioni, valori numerici, etc. Si riportano di seguito i primi 25 risultati, in forma tabellare ed in forma grafica di *word cloud*: nella prima figura è possibile identificare anche i livelli di aggregazione che il software ha operato sui vari termini.

Word	Count	Weighted Percentage (%)	Similar Words
analyst'	5683	1,34	analyst, analyst', analystes, analysts, analysts', analysts'
csr	5326	1,26	csr, csr''
disclosure'	3673	0,87	disclosure, disclosure', disclosures, disclosures'
report'	3534	0,83	report, report', reported, reporter, reporters, reporting, reporting', reports, reports', reports''
informed	3172	0,75	inform, informal, information, information', information'', informational, informationally, informations, informative, informativeness, informed, informing, informs
environmentally	2780	0,66	'environmental, environmental, environmentalism, environmentally
corporations	2489	0,59	corporate, corporates, corporation, corporations, corporations'
firms'	2364	0,56	firm, firm', firm'sinformation, firms, firms', firms'
socially	2291	0,54	social, sociale, sociales, socially
forecasts'	2267	0,53	forecast, forecast', forecasted, forecasters, forecasting, forecasts, forecasts', forecasts'
accounts	2244	0,53	account, accountabilities, accountability, accountability', accountable, accountancy, accountant, accountants, accountants', accountants'', accounted, accounting, accounting', accountings, accounts
performing	2028	0,48	perform, performance, performance', performances, performative, performed, performer, performers, performing, performs
company	1967	0,46	companies, companies', companies', company
using	1957	0,46	use, use', used, useful, usefully, usefulness, usefulness', uses, using
years'	1631	0,38	year, yearly, years, years', years''
managing	1605	0,38	manag, manage, manageable, managed, management, management', managements, managements', manager, managers, managers', managers', manages, managing
variables	1598	0,38	variability, variable, variables
journals	1539	0,36	journal, journals
valuing	1512	0,36	valu, value, value', valued, values, valuing
firm'senvironmental	1506	0,36	firm, firm', firm'senvironmental, firm'sstake
responsiveness	1487	0,35	response, response'', responses, responses', responsibilities, responsibility, responsibility', responsible, responsible', responsibly, responsibly', responsive, responsiveness, responsiveness'
market'	1459	0,34	market, market', marketing, markets, markets', markets'
results	1454	0,34	result, resultant, resulted, resulting, results
research	1451	0,34	research, research', researched, researcher, researchers, researches, researching
firms'	1381	0,33	firms, firms', firms'

Figura 33 - LITERATURE REVIEW Word Frequency Query (tabella)



Figura 34 - LITERATURE REVIEW Word Frequency Query (Word Cloud)

Al pari dell'analisi per temi sopra esposta, i risultati della *Word Frequency Query* confermano il corretto allineamento con la domanda di ricerca che è stata posta. Oltre alla figura centrale dell'analista finanziario, vengono infatti evidenziati anche gli argomenti ricercati attraverso le altre due stringhe: i temi ambientali e sociali (rappresentati da termini come ad esempio *CSR*, *enviroment**, *social**, *etc.*), e gli oggetti chiave che mettono in relazione i primi due temi di questa analisi (*report*, *disclosure*, *perform**, *forecast**, *etc.*). Si segnala che anche termini di carattere molto generico vengono inclusi nei risultati della query (come ad esempio *information**, *manage**, *use**, *years**, *result** *research**, *etc.*): tali termini sono molto comuni negli studi di management, ed inevitabilmente vengono segnalati come frequenti; si ritiene comunque corretta la presenza di questa terminologia all'interno dell'analisi svolta.

Come anticipato nella *figura 32*, è stata condotta anche un'analisi basata sui temi segnalati dalla literature review precedentemente riassunta (Hinze and Sump, 2019). Attraverso la *Word Search Query*, sono stati ricercati i termini legati alle metriche degli analisti finanziari:

- *Coverage*: viene trattato da 30 articoli su 44;
- *Forecast Accuracy*: viene trattato da 40 articoli su 44 (il più frequente);
- *Recommendations*: viene trattato da 34 articoli su 44;
- *Perceptions*: viene trattato da 36 articoli su 44.

Forecast Accuracy risulta essere l'argomento maggiormente discusso. Si segnala che nonostante le ultime due tematiche vengano trattate da un numero maggiore di articoli rispetto all'ambito *coverage*, quest'ultimo presenta una maggior frequenza di riferimenti: si può quindi affermare che abbia un'intensità maggiore rispetto ai temi di *recommendation* e *perception*.

Si riportano qui di seguito i primi cinque articoli per numero di riferimenti per ogni categoria (in ogni categoria si è proceduto ad escludere la precedente literature review):

Name	COVERAGE	
	C. References	C. Coverage
Dai, Yunhao; Kong, Dongmin (2016)	38	26%
Adhikari, Binay K. (2016)	41	25%
Qian, Cuili; Lu, Louise Y.; Yu, Yangxin (2019)	28	21%
Zhang, Min; Tong, Lijing; Su, Jun; Cui, Zhipeng (2015)	28	20%
García-Sánchez, Isabel María; Gómez-Miranda, María-Elena; David, Fátima; Rodríguez-Ariza, Lazaro (2019)	36	15%

Figura 35 - LITERATURE REVIEW Articoli principali per ogni categoria di metrica degli analisti finanziari (coverage)

Name	FORECAST ACCURACY	
	F.A. References	F.A. Coverage
Garrido-Miralles, Pascual; Zorio-Grima, Ana; García-Benau, María A. (2016)	37	30%
Bernardi, Cristiana; Stark, Andrew W. (2018)	43	27%
Cormier, Denis; Magnan, Michel (2014)	37	24%
Holbrook, Mary Elizabeth (2014)	24	20%
Becchetti, Leonardo; Ciciretti, Rocco; Giovannelli, Alessandro (2013)	65	19%

Figura 36 - LITERATURE REVIEW Articoli principali per ogni categoria di metrica degli analisti finanziari (forecast accuracy)

Name	RECOMMENDATION	
	R. References	R. Coverage
Chang, Yuan; Chen, Ting-Hsuan; Chou, Hsiu-Hsia; Shen, Yu-Fong (2014)	80	23%
Ioannou, Ioannis; Serafeim, George (2015)	54	16%
Lee, Changhee; Palmon, Dan; Yezegel, Ari (2018)	42	23%
Luo, Xueming; Wang, Heli; Raithel, Sascha; Zheng, Qinqin (2015)	32	19%
Rivière-Giordano, Géraldine; Giordano-Spring, Sophie; Cho, Charles H. (2018)	12	8%

Figura 37- LITERATURE REVIEW Articoli principali per ogni categoria di metrica degli analisti finanziari (recommendation)

Name	PERCEPTION	
	P. References	P. Coverage
Pflugrath, Gary; Roebuck, Peter; Simnett, Roger (2011)	15	10%
Giannarakis, Grigoris; Zafeiriou, Eleni; Sariannidis, Nikolaos; Efthalitsidou, Kyriaki (2016)	3	8%
Milne, Markus J.; Chan, Christian C.C. (1999)	6	6%
Fieseler, Christian (2011)	10	5%
Ioannou, Ioannis; Serafeim, George (2015)	10	5%

Figura 38 - LITERATURE REVIEW Articoli principali per ogni categoria di metrica degli analisti finanziari (perception)

2.4.6 Stato attuale della letteratura

Per concludere la presente literature review si presentano alcune tabelle che riepilogano i principali risultati contenuti nei 44 paper selezionati. Al fine di mantenere un corretto grado di coerenza, quanto presentato qui di seguito è basato sulla schematizzazione proposta nella precedente literature review (Hinze and Sump, 2019); considerata la sua natura riepilogativa, quest'ultima viene esclusa dalla schema. I vari paper sono stati classificati in base alla loro capacità di rispondere alle seguenti domande:

- *Come l'impegno in attività di CSR si relaziona con i livelli di analyst coverage?*
- *Come l'impegno in attività di CSR si relaziona con i livelli di forecast accuracy?*
- *Come l'impegno in attività di CSR si relaziona con le raccomandazioni degli analisti?*
- *Come gli analisti percepiscono l'impegno in attività di CSR?*

Si è consapevoli che alcuni elaborati possano essere stati esclusi involontariamente durante il processo iniziale di ricerca, ma si ritiene che quanto esaminato fornisca un quadro utile dello stato attuale e dell'evoluzione del rapporto oggetto di questo elaborato.

Come l'impegno in attività di CSR si relaziona con i livelli di analyst coverage?

AUTORI	TEMA DELLA RICERCA	METODO DI RICERCA	CAMPIONE	RISULTATI CHIAVE
Adhikari, 2016	Coverage -> CSR performance	Archivistico	Internazionale (2001 - 2011)	Aziende con maggior livello di coverage da parte di analisti sell-side tendono ad avere un minor livello di responsabilità sociale.
Casey and Grenier, 2015	Revisione della reportistica di CSR -> Coverage	Archivistico	USA (1993 - 2010)	La revisione della reportistica di CSR non influenza il livello di coverage.
Cormier and Magnan, 2014	Reportistica CSR -> Coverage	Archivistico	Canada (2008)	La reportistica di CSR ha un effetto positivo sui livelli di coverage.
Dai and Kong, 2016	Filantropia aziendale -> Coverage	Archivistico	Cina (2008)	Gli atti di filantropia da parte di aziende non ancora considerate dagli analisti hanno maggiori possibilità di aumentare i livelli di coverage.
Dhaliwal et al., 2011	Reportistica CSR -> Coverage	Archivistico	USA (1993 - 2007)	Nelle aziende con buone performance di CSR, che pubblicano i primi documenti di reportistica di CSR, si assiste ad un aumento dei livelli di coverage.
Durand et al., 2019	CSR performance -> Coverage	Archivistico	Internazionale (2005 - 2015)	Eventi positivi legati alla sostenibilità mettono in buona luce l'azienda, aumentano di conseguenza il livello di coverage.
Gao et al., 2016	Reportistica CSR -> Coverage	Archivistico	Olanda (2004 - 2012)	Un alto livello di qualità nella reportistica CSR attrae un numero maggiore di analisti. L'effetto è maggiore nelle aziende che presentano anche alti livelli di performance di CSR.
García-Sánchez et al., 2019	Reportistica CSR -> Coverage	Archivistico	Internazionale (2011 - 2016)	La strategia di comunicazione proposta da GRI-IFC ha un impatto positivo sul livello di coverage.
Harjoto et al., 2013	CSR performance -> Coverage	Archivistico	USA	Le attività di CSR non attraggono analisti con esperienza e agenzie di broker rinomati. Viceversa, maggiori livelli di coverage tendono a far crescere il livello delle attività di CSR.

Jo and Harjoto, 2014	CSR performance -> Coverage	Archivistico	USA (1991-2009)	Cambiamenti nelle pratiche di CSR rispetto agli anni precedenti non generano cambiamenti nei livelli di coverage dell'anno corrente.
Qian et al., 2019	Coverage -> CSR performance	Archivistico	USA (2001 - 2013)	Una diminuzione esogena del livello di coverage comporta un miglioramento delle performance di CSR.
Zhang et al., 2015	Coverage -> Filantropia aziendale	Archivistico	Cina (2003 - 2011)	Un maggior livello di coverage spinge l'azienda ad un maggior livello di filantropia. L'effetto è maggiore per le aziende private rispetto a quelle statali.

Figura 39 - LITERATURE REVIEW - Relazione tra sostenibilità e analyst coverage

Come l'impegno in attività di CSR si relaziona con i livelli di forecast accuracy?

AUTORI	TEMA DELLA RICERCA	METODO DI RICERCA	CAMPIONE	RISULTATI CHIAVE
Aerts et al., 2008	Reportistica ambientale -> Forecast accuracy	Archivistico	Europa e Nord America (2002)	Elevati livelli di comunicazione ambientale riducono il livello di dispersione dei forecast. L'effetto è minore per settori ad alto rischio ambientale e per aziende con alti livelli di coverage.
Becchetti et al., 2013	CSR performance -> Forecast accuracy	Archivistico	USA (1992 - 2011)	Le politiche di CSR inducono l'azienda a adottare una contabilità più trasparente, maggiore attenzione verso gli stakeholder e politiche attente di corporate governance; queste si riflettono positivamente sul livello di forecast accuracy. Un investimento eccessivo in CSR causerà però maggiori livelli di incertezza.
Bernardi and Stark, 2018	Reportistica CSR (framework IR) -> Forecast accuracy	Archivistico	Sud-Africa (2008 -2013)	L'introduzione dell'obbligo di pubblicazione di reportistica CSR ha un impatto positivo sul livello di forecast obbligatorio. I temi ambientali producono un effetto maggiore.
Casey and Grenier, 2015	Revisione della reportistica di CSR -> Forecast accuracy	Archivistico	USA (1993 - 2010)	La revisione della reportistica di CSR ha effetti positivi sul livello di forecast accuracy.
Cormier and Magnan, 2014	Reportistica CSR -> Forecast accuracy	Archivistico	Canada (2008)	La reportistica di CSR ha un effetto positivo sui livelli di forecast accuracy.

Cormier and Magnan, 2015	Reportistica ambientale obbligatoria -> Forecast accuracy	Archivistico	Canada e USA (2009)	La reportistica ambientale obbligatoria aumenta direttamente il livello di forecast accuracy. L'effetto è maggiore per aziende con elevati livelli di CSR in settori non sensibili dal punto di vista ambientale.
Cormier et al., 2015	Reportistica ambientale obbligatoria -> Forecast accuracy	Archivistico	Canada (2008)	La reportistica ambientale obbligatoria aumenta il livello di forecast accuracy. L'effetto è minore nelle aziende sensibili dal punto di vista ambientale.
Dhaliwal et al., 2011	Reportistica CSR -> Forecast accuracy	Archivistico	USA (1993 - 2007)	Nelle aziende con buone performance di CSR, che pubblicano i primi documenti di reportistica di CSR, si assiste ad un aumento dei livelli di forecast accuracy.
Dhaliwal et al., 2012	Reportistica CSR -> Forecast accuracy	Archivistico	Internazionale (1994 - 2007)	La reportistica di CSR ha un effetto positivo sui livelli di forecast accuracy. L'effetto è maggiore negli stati dove prevale l'orientamento verso la stakeholder theory.
Flores et al., 2019	Reportistica CSR (framework IR) -> Forecast accuracy	Archivistico	Internazionale (2013 - 2014)	La reportistica basata sul modello IR aumenta il livello di forecast accuracy. L'effetto è maggiore nei Paesi Europei e del Nord America.
García-Sánchez et al., 2019	Reportistica CSR -> Forecast accuracy	Archivistico	Internazionale (2011 - 2016)	La strategia di comunicazione proposta da GRI-IFC ha un impatto positivo sul livello di forecast accuracy.
García-Sánchez et al., 2020	Gap tra performance e reportistica di CSR -> Forecast accuracy	Archivistico	USA (2006-2015)	Un ampio gap tra reportistica e performance di CSR comporta un maggior livello di errore nelle previsioni. Un maggior livello di coverage può aiutare a ridurre il gap.
Garrido-Miralles et al., 2016	Reportistica CSR -> Forecast accuracy	Archivistico	Spagna (2005 - 2010)	La reportistica di CSR riduce l'errore nelle previsioni degli analisti, ma non la dispersione delle stesse.
Harjoto and Jo, 2015	Reportistica CSR -> Forecast accuracy	Archivistico	USA (1993 - 2009)	Generalmente un aumento nelle attività di CSR riduce il livello di dispersione nelle previsioni. Nello specifico le attività prescritte per legge tendono a ridurre il livello di dispersione, mentre quelle volontarie lo aumentano.
Holbrook, 2014	CSR performance -> Forecast Accuracy	Archivistico	USA (1991 - 2005)	Un basso livello di problematiche di sostenibilità potenziali comporta una minor livello di dispersione ed errori nelle previsioni. Numerosi punti di forza sui temi di CSR comportano un più alto livello di dispersione ed errori nelle previsioni.

Muslu et al., 2019	Reportistica CSR -> Forecast accuracy	Archivistico	USA (2000 - 2011)	Report di CSR valutati come "di qualità" sono associati a maggiori livelli di forecast accuracy. Quelli con livelli bassi presentano lo stesso livello di forecast accuracy delle aziende che non diffondono informazioni sulla sostenibilità aziendale.
Zhou et al., 2017	Reportistica CSR (framework IR) -> Forecast accuracy	Archivistico	Sud-Africa (2009 - 2012)	Quando la reportistica di CSR presenta un elevato allineamento con il framework IR, si riduce il livello di errore nelle previsioni degli analisti.

Figura 40 - LITERATURE REVIEW - Relazione tra sostenibilità e forecast accuracy

Come l'impegno in attività di CSR si relaziona con le raccomandazioni degli analisti?

AUTORI	TEMA DELLA RICERCA	METODO DI RICERCA	CAMPIONE	RISULTATI CHIAVE
Chang et al., 2014	CSR performance -> Recommendations	Archivistico	Taiwan (2005 - 2012)	Aziende con un'ottima performance CSR tendono ad avere migliori raccomandazioni: in particolare ottengono una percentuale di raccomandazioni "hold".
Giannarakis et al., 2016	Recommendations -> Reportistica ambientale	Archivistico	Internazionale (2009 - 2013)	I dati di CDP mostrano che un basso livello di raccomandazioni, porta i manager a fornire meno dati sulle emissioni di carbonio. I dati di Bloomberg mostrano invece che livelli maggiori di raccomandazioni sono collegati a maggiori livelli di reportistica ambientale.
Ioannou and Serafeim, 2015	CSR performance -> Recommendations	Archivistico	USA (1993 - 2007)	Le raccomandazioni degli analisti per aziende con alti rating di CSR sono progressivamente diventate meno negative, se non addirittura positive, probabilmente a causa di un cambio della prospettiva degli analisti sugli investimenti in CSR.
Lee et al., 2018	Reportistica CSR -> Recommendations	Archivistico	USA (1995 - 2011)	I report di sostenibilità creano un ambiente informativo più ricco che rende più difficile il processo di valutazione e raccomandazione realizzato dagli analisti. L'utilità informativa dei report di CSR è cresciuta negli ultimi anni.
Luo et al., 2015	CSR performance -> Recommendations	Archivistico	Internazionale (2000 - 2010)	La performance di CSR è positivamente correlata con le raccomandazioni degli analisti in quanto viene arricchito l'ambiente informativo alla base.

Milne and Chan, 1999	Reportistica sociale -> Recommendations	Esperimento	Nuova Zelanda	Le informazioni relative all'operato sociale dell'azienda hanno una bassa capacità di influenzare le scelte di raccomandazione degli analisti.
Rivière-Giordano et al., 2018	Revisione della reportistica ambientale -> Recommendations	Esperimento	Francia	Una revisione positiva della reportistica ambientale ha un impatto positivo sulle raccomandazioni degli analisti. Una revisione negativa viene vista dagli analisti in modo peggiore rispetto all'assenza della stessa.

Figura 41 - LITERATURE REVIEW - Relazione tra sostenibilità e raccomandazioni degli analisti

Come gli analisti percepiscono l'impegno in attività di CSR?

AUTORI	TEMA DELLA RICERCA	METODO DI RICERCA	CAMPIONE	RISULTATI CHIAVE
Abhayawansa et al., 2019	Utilità della reportistica CSR (framework IR)	Intervista	Internazionale (2013)	Gli analisti finanziari non trovano utilità nei report IR, principalmente a causa incompletezza delle informazioni e dell'incompatibilità dei dati presentati con i modelli di valutazione.
Campbell and Slack, 2011	Utilità della reportistica ambientale	Intervista	Inghilterra (2004 - 2006)	Gli analisti di tipo sell-side spesso ignorano o di ritengono superficiale utilità la reportistica di tipo ambientale.
Deegan and Rankin, 1997	Utilità della reportistica ambientale	Sondaggio	Australia (1995)	Gli analisti non hanno manifestato interesse a includere informazioni di tipo ambientale nel processo di valutazione
Fayers et al., 2000	Utilità della reportistica ambientale	Sondaggio	Australia	Gli analisti dimostrano interesse nelle informazioni ambientali, soprattutto al fine di valutarne i rischi connessi. La scarsità di queste viene ritenuta come di ostacolo all'evoluzione della disciplina.
Fieseler, 2011	Utilità della reportistica CSR	Intervista	Germania (2006)	Le informazioni di CSR hanno acquistato rilevanza nei metodi di valutazione adottati dagli analisti.
Hsu et al., 2019	Influenza della performance di CSR	Archivistico	USA (1995 - 2013)	Performance di CSR positive o negative, esterne dall'azienda attraverso i report, inducono gli analisti a rivedere le proprie previsioni.
Krasodomska and Cho, 2017	Utilità della reportistica CSR	Intervista e sondaggio	Polonia (2013)	Gli analisti utilizzano raramente informazioni di CSR, ma sono al contempo favorevoli alla ricerca di nuove metodologie di valutazione che ne tengano conto.

Nilsson et al., 2008	Utilità della reportistica ambientale	Analisi del contenuto	Europa e Nord America (2001 - 2004)	La minor parte dei report realizzati dagli analisti per la valutazione delle industrie chimiche, del petrolio e del gas contengono informazioni di tipo ambientale.
Pflugrath et al., 2011	Utilità della revisione dei report CSR	Esperimento	Australia, Regno Unito e USA	La revisione dei report di CSR da parte di professionisti del settore ha un forte impatto in termini di credibilità per gli analisti finanziari.
Slack and Tsalavoutas, 2018	Utilità della reportistica CSR (framework IR)	Intervista	Regno Unito	L'utilità percepita dagli analisti in merito al framework IR è bassa.
Stefan Leins, 2020	Influenza dei dati ESG sui modelli di valutazione	Ricerca Etnografica	Svizzera (2010 - 2012)	Gli analisti utilizzano i dati ESG come segnali di mercato e li includono nelle proprie raccomandazioni di investimento.

Figura 42 - LITERATURE REVIEW - Relazione tra sostenibilità e percezione degli analisti

2.4.7 Stato attuale della letteratura: alcune considerazioni

Gli elaborati analizzati evidenziano un elevato grado di incertezza nella definizione della relazione tra sostenibilità e analisti finanziari: le conclusioni appaiono come discrepanti anche all'interno dello stesso argomento, simboleggiando mancanza di coesione tra i numerosi punti di vista esistenti. Sebbene l'evoluzione temporale mostri in genere una maggiore attenzione verso i temi della sostenibilità, cambiamenti nell'area geografica presa in analisi, o nella metodologia di svolgimento dell'analisi stessa, possono determinare differenze significative nelle conclusioni. Si analizzano qui di seguito le diverse correnti emerse, suddividendole nelle quattro metriche precedentemente esposte.

L'effetto di politiche di CSR sul livello di *coverage* presenta risultati differenti a seconda che le analisi condotte abbiano preso in considerazione la reportistica di sostenibilità piuttosto che la performance: nel primo caso la relazione è caratterizzata da connotati positivi (Cormier and Magnan, 2014; Dhaliwal et al., 2011; Gao et al., 2016; García-Sánchez et al., 2019), mentre nel secondo caso i risultati tendono ad essere negativi (Adhikari, 2016; Harjoto et al., 2013; Jo and Harjoto, 2014; Qian et al., 2019). Qualora in quest'ultima tipologia si adotti però un campione internazionale (anziché esclusivamente statunitense) il risultato diventa positivo, anche in considerazione della buona reputazione che l'azienda acquisisce dalle pratiche di CSR (Durand et al., 2019). Alcuni

particolari studi hanno approfondito l'effetto della revisione della reportistica sul livello di *coverage*, dimostrandone l'ininfluenza (Casey and Grenier, 2015), e gli effetti della filantropia aziendale nel contesto geografico della Cina, che sono invece positivi (Dai and Kong, 2016; Zhang et al., 2015).

In merito alla *forecast accuracy* è necessario scindere tra i risultati in termini di *forecast error*, ovvero la differenza tra la previsione realizzata in anticipazione del dato di mercato ed il dato reale, e *forecast dispersion*, da intendersi come il grado di allineamento tra il pensiero dei diversi analisti. Tutti i paper in questione sono concordi sull'affermare l'esistenza di una relazione positiva tra sostenibilità e *forecast error*, qualunque sia l'elemento utilizzato per valutarla: performance di CSR (Becchetti et al., 2013), reportistica ambientale (Cormier et al., 2015; Cormier and Magnan, 2015), reportistica di CSR (Cormier and Magnan, 2014; Dhaliwal et al., 2011, 2012; García-Sánchez et al., 2019; Garrido-Miralles et al., 2016; Muslu et al., 2019), framework <IR> (Bernardi and Stark, 2018; Flores et al., 2019; Zhou et al., 2017) e revisione della reportistica di CSR (Casey and Grenier, 2015). Alla base di questo ampio consenso potrebbe risiedere l'effetto favorevole della sostenibilità sull'ambiente informativo degli analisti finanziari, che riescono a prevedere meglio eventuali rischi e possibili opportunità. Discordanti sono invece le opinioni nei confronti della relazione tra sostenibilità e *forecast dispersion*. Mentre alcuni studi evidenziano solo un effetto positivo (Aerts et al., 2008) o negativo (Garrido-Miralles et al., 2016), altri analizzano con più attenzione il rapporto, concludendo che le attività di CSR prescritte dalla legge tendono a ridurre il livello di dispersione, mentre quelle volontarie lo aumentano, probabilmente a causa della difficoltà di valutazione di un'attività che non sempre risulta essere comparabile con un benchmark (Harjoto and Jo, 2015; Holbrook, 2014). Infine, altri elaborati hanno analizzato l'impatto della revisione della reportistica di CSR, evidenziandone gli effetti positivi sulla *forecast accuracy* (Casey and Grenier, 2015), e l'effetto di un gap tra quanto realizzato dall'azienda e quanto comunicato all'esterno, che comporta invece un più alto livello di errore nelle previsioni (García-Sánchez et al., 2020).

Anche in relazione alle raccomandazioni degli analisti la letteratura ha rilevato che i temi della sostenibilità producono principalmente effetti positivi, soprattutto in riferimento alla valutazione delle performance di CSR, i cui risultati sono stati valutati sempre più

positivamente nel tempo (Chang et al., 2014; Ioannou and Serafeim, 2015; Luo et al., 2015). In generale anche la reportistica produce effetti positivi (Lee et al., 2018), anche se, nello specifico, alcuni studi hanno dimostrato l'efficacia dei documenti informativi di tipo ambientale (Giannarakis et al., 2016; Rivière-Giordano et al., 2018) e l'inefficacia di quella a sfondo sociale (Milne and Chan, 1999).

Rispetto alle tre categorie precedenti, le analisi della percezione degli analisti in merito alle tematiche di sostenibilità sono state condotte attraverso metodologie che coinvolgessero direttamente l'opinione dei soggetti (interviste, esperimenti e sondaggi). I temi indagati sono diversi e i risultati sono spesso contraddittori; tali discrepanze devono tenere conto delle differenze temporali e demografiche insite nei campioni presi come riferimento. Da un lato si evidenzia una crescente importanza della sostenibilità nella valutazione delle aziende, in quanto ne deriva un miglior ambiente informativo per valutare performance e rischi futuri (Fayers et al., 2000; Fieseler, 2011; Hsu et al., 2019; Leins, 2020; Pflugrath et al., 2011). Dall'altro, l'incompletezza delle informazioni e l'assenza di uno standard che ne favorisca la comparabilità portano gli analisti ad avere scarso interesse per gli strumenti di reportistica di sostenibilità (Campbell and Slack, 2011; Deegan and Rankin, 1997; Krasodomska and Cho, 2017; Nilsson et al., 2008); in particolare si segnala il sentimento negativo nei confronti del framework <IR>, ritenuto dagli analisti poco concreto e conseguentemente di bassa utilità (Abhayawansa et al., 2019; Slack and Tsalavoutas, 2018).

Le discrepanze emerse dai vari elaborati valorizzano l'analisi che seguirà nel prossimo capitolo, in quanto si inserisce in un'area di ricerca dove non si è ancora consolidato un pensiero accademico univoco, probabilmente a causa della rapida evoluzione che ha caratterizzato il concetto di sostenibilità negli ultimi anni. La metodologia di ricerca utilizzata adotta un punto di vista poco esplorato dalla precedente letteratura: l'unica analisi paragonabile riscontrata è l'elaborato *The Integrated Reporting and the Conference Calls Content* (Cavezzali et al., 2016), parte del libro *Integrated reporting: A new accounting disclosure* (Mio, 2016). Inoltre, essendo basata su dati di tipo qualitativo, l'analisi ha permesso di esplorare le pratiche di comunicazione tra azienda e analisti finanziari in modo diretto, fornendo un'immagine chiara dello stato attuale del rapporto tra queste figure e il mondo della sostenibilità.

Capitolo 3 – Analisi delle conference call tra aziende e analisti finanziari

La letteratura fino ad ora pubblicata ha affrontato la relazione tra analisti finanziari e sostenibilità principalmente attraverso un approccio quantitativo, ovvero tramite l'osservazione matematica degli effetti di una determinata informazione ambientale, sociale o di governance sui dati prodotti dagli analisti e/o viceversa. Considerata la complessità che si può nascondere dietro le determinanti delle informazioni trattate da questi studi, si è ritenuto rilevante condurre un'analisi che prescindesse dalle dinamiche causa-effetto, e che indagasse piuttosto la relazione direttamente alla fonte, ovvero nel momento di incontro dei due soggetti.

Il presente capitolo illustrerà il fulcro di questo elaborato, ovvero un'analisi qualitativa orientata a ricercare traccia dei temi ambientali, sociali ed economici all'interno delle conference call che periodicamente coinvolgono da un lato i vertici aziendali, e dall'altro gli analisti finanziari. I temi della sostenibilità stanno infatti assumendo un ruolo sempre più importante nel mondo della finanza (European Securities and Markets Authorities, 2020): l'obiettivo dell'elaborato è quindi quello di verificare se la forte crescita di interesse verso le tematiche di sostenibilità presenta un reale riscontro nell'attività dei soggetti legati al capitale finanziario, che sono ritenuti di centrale rilevanza da molti organismi di *standard setting*, anche nel campo della sostenibilità stessa. A titolo esemplificativo si ricorda che l'IIRC riconosce come primo destinatario degli *integrated report*, documento centrale nell'attuale metodologia comunicazione ambientale, sociale ed economica, proprio i soggetti portatori di capitale, e conseguentemente chi agisce per loro conto (International Integrated Reporting Council (IIRC), 2013a).

A seguito di una breve introduzione delle caratteristiche dell'analisi qualitativa, verrà definito con maggiore dettaglio il concetto di conference call ed il legame di queste con i temi della sostenibilità. Sarà illustrata l'analisi condotta, attraverso l'esposizione delle varie fasi, per concludere poi con la presentazione ed il commento dei risultati.

3.1 Introduzione all'analisi qualitativa

3.1.1 Analisi qualitativa, quantitativa e metodologie miste

Gli aggettivi *quantitativo* e *qualitativo* differenziano il metodo di ricerca scientifica adottato basandosi sulla tipologia di dati utilizzati come fonte nel processo di analisi. Il primo si affida a dati in formato numerico, adatti ad un'interpretazione rigorosa, basata modelli matematici e statistici. I dati qualitativi sono invece di tipo visuale e verbale, e vengono indagati attraverso l'esplorazione tematica. Le definizioni fornite dalla letteratura sono numerose e spesso hanno creato controversie tra i ricercatori. Attraverso un adattamento dell'articolo presentato da Masue et al. (2013), che raccoglie la principale letteratura sul tema, si riportano le principali differenze tra i due metodi di ricerca.

CARATTERISTICA	RICERCA QUALITATIVA	RICERCA QUANTITATIVA
Prospettiva	Interpretativa: cerca di ottenere una conoscenza più profonda e di fornire un'interpretazione di un fenomeno sociale o di una particolare situazione.	Positivistica: cerca di fornire una descrizione superficiale di un ampio campione di popolazione e delle variabili che possono generalizzare il fenomeno.
Natura della realtà e come questa viene costruita (Ontologia)	Esistono diverse realtà - prospettive. La realtà è un costrutto sociale il cui significato è incorporato nei valori socioculturali e nelle istituzioni (specificità del contesto).	Esiste una sola realtà oggettiva che può essere osservata e spiegata attraverso procedure scientifiche propriamente organizzate (universalismo).
Conoscenza e come questa viene acquisita (Epistemologia)	La ricerca qualitativa interpreta ed accetta le possibili diverse costruzioni di significato e conoscenza. La verità è relativa e la conoscenza presuppone un giudizio di valore da parte di chi osserva.	La conoscenza è qualcosa che può essere direttamente osservato, è neutrale e priva di valori soggettivi. L'oggettività della conoscenza può derivare dall'osservazione e dall'esperienza. Non è mai perfetta in quanto assunzioni, conoscenza pregressa e valori del ricercatore influenzano l'osservazione.
Approccio e scopo della ricerca	Approccio induttivo: cerca di esplorare, descrivere, capire, spiegare, cambiare e/o valutare. La spiegazione dei fenomeni sociali si ricerca attraverso l'analisi del significato del contesto nel quale operano gli attori sociali ed è ottenibile attraverso i concetti - significati quotidiani. I risultati sono riferiti ad un tempo e un luogo determinato.	Approccio Deduttivo: prevede la formulazione e la validazione di ipotesi; i principi generali e le teorie guidano le spiegazioni e le previsioni. È possibile la generalizzazione statistica dei risultati.
Guida alla ricerca	Non vi sono domande di ricerca e ipotesi precise. Il processo di ricerca inizia con una domanda di ricerca ampia, che viene raffinata man mano che l'analisi prosegue.	La domanda di ricerca e le ipotesi sono specificate all'inizio dello studio.
Soggetti/partecipanti e relazione con i ricercatori	I soggetti/partecipanti hanno un ruolo attivo nella costruzione della realtà e del significato, assieme al ricercatore.	I soggetti sono passivi. I ricercatori sono distaccati e ricercano sempre l'oggettività, evitando possibili bias.

Misurazioni e dati	<p>Il metodo principalmente utilizzato prevede l'interpretazione di parole (verbali o testuali) e del significato con lo scopo di comprendere il fenomeno oggetto di studio. Si ricerca risposta alle domande "cosa, come, quando e dove" rispetto ad un tema, al suo significato e al suo contesto. Le analisi sono caratterizzate ampie descrizioni e spiegazioni.</p>	<p>Per le misure sono utilizzati strumenti affidabili. Viene utilizzata l'analisi statistica per analizzare i numeri ottenuti attraverso gli indicatori numerici. Si ricerca di misurare il tema trattato. Le analisi sono caratterizzate da brevi descrizioni e spiegazioni.</p>
---------------------------	--	---

Figura 43 - Confronto tra analisi qualitativa e quantitativa (Masue et al., 2013)

Entrambi i metodi presentano dei limiti sui quali la letteratura non ha mancato di dibattere. Mays and Pope (1995) hanno evidenziato che le principali critiche rivolte all'analisi qualitativa riguardano la libera interpretazione dei dati da parte del ricercatore, che può condizionare la ricerca a causa dei suoi personali bias cognitivi, il basso livello di riproducibilità delle ricerche condotte e la scarsa possibilità di generalizzare l'ampio set di dati che si ottengono attraverso le indagini. Dall'altro lato Bryman (1984) puntualizza che la metodologia di ricerca quantitativa non è sensibile alla complessità dei fenomeni sociali, in quanto basata esclusivamente sull'osservazione di indicatori numerici e sulla ricerca di una relazione causa-effetto: questo non permette né di osservare la piena complessità dei fenomeni, né di capire il contesto nel quale essi si manifestano.

Per colmare i limiti presentati i ricercatori hanno provato a sviluppare metodi di ricerca misti che accomunano il rigore della ricerca quantitativa con l'attenzione al fenomeno e al suo contesto previsto nelle analisi qualitative. Ne è un esempio la *Qualitative Comparative Analysis (QCA)*, sviluppata da Ragin nel 1987, che prevede l'utilizzo dei principi della teoria degli insiemi per ricercare esplicite connessioni tra le condizioni dei diversi casi studiati.

Nonostante l'animato dibattito della letteratura sul tema, si concorda con le conclusioni proposte da Masue et al. (2013): i metodi di ricerca qualitativi, quantitativi e misti possono essere ritenuti equamente validi per la ricerca nel campo delle scienze sociali; solo considerando la natura e lo scopo dello studio in oggetto si potrà individuare la metodologia più adatta.

3.1.2 Il concetto di rigore nell'analisi qualitativa

Nell'affrontare la domanda di ricerca posta in questo elaborato si è scelto di perseguire una metodologia di analisi qualitativa descrittiva basata su fonti primarie. Nel valutare

l'operato di una azienda, il tema della sostenibilità si intreccia costantemente con gli aspetti economici e finanziari, rendendo arduo, se non addirittura impossibile, il compito di isolare con completa oggettività l'impatto delle azioni sociali e ambientali sulla performance complessiva. Si è quindi preferito analizzare fonti di tipo testuale che permettessero attraverso l'interpretazione del contenuto delle stesse di individuare l'eventuale esistenza di un legame, più o meno forte, tra la figura dell'analista finanziario ed i temi della sostenibilità.

Come affermato nel paragrafo precedente, il limite più evidente del metodo di ricerca adottato è la soggettività legata all'interpretazione del ricercatore che effettua l'analisi ed i bias cognitivi che lo caratterizzano. Nell'analisi quantitativa il rigore della ricerca può essere dimostrato attraverso il rispetto dei requisiti di affidabilità, replicabilità, e validità; gli studi qualitativi, non potendo garantire questo grado di oggettività, devono invece basarsi sul criterio più generico di *Trustworthiness* (Maher et al., 2018). Secondo quanto proposto da Guba and Lincoln (1989) il livello di quest'ultimo si basa sulla soddisfazione di quattro sotto-criteri:

- *Credibility*: le rilevazioni devono riflettere lo scopo dello studio e la realtà sociale del contesto;
- *Transferability*: deve essere possibile trasferire i risultati ad altri contesti e situazioni;
- *Dependability*: il processo di ricerca deve essere descritto in modo dettagliato, per permettere ad altri ricercatori di replicare il lavoro svolto;
- *Confirmability*: devono essere minimizzati i bias del ricercatore esplicitando le inclinazioni dello stesso.

I criteri di *credibility* e *transferability* dipendono soprattutto dalla primissima fase della ricerca, ovvero dall'individuazione della domanda di ricerca e dei metodi di analisi che verranno adottati per rispondere a questa; il terzo, *dependability*, è riferito invece alla fase di stesura dell'elaborato, durante la quale, il ricercatore deve prestare attenzione a descrivere attentamente l'intero processo. Il criterio di *confirmability* risulta essere quello su cui l'autore ha il minore controllo: la mente umana è condizionata dalle esperienze pregresse vissute dalla persona, che si riflettono inevitabilmente sul modo di pensare e di agire. Sebbene l'analisi qualitativa non possa quindi mai garantire il massimo livello di oggettività, l'avvento degli strumenti tecnologici e l'esponenziale crescita della capacità di calcolo dei computer hanno permesso lo sviluppo di software che assistano il

ricercatore nello svolgimento di questa tipologia di indagine. La presenza di meccanismi di assistenza nella ricerca dei contenuti e la conseguente possibilità di aumentare il campione considerato nell'analisi permettono di ridurre il grado di soggettività dell'analisi, riflettendosi in modo positivo sul livello di *confirmability* dell'analisi e quindi sul più ampio criterio *trustworthiness*.

3.1.3 Il software NVIVO

Le analisi presentate in questo elaborato sono state realizzate con l'ausilio di un *Computer Assisted Qualitative Data Analysis Software (CAQDAS)*. Questi programmi sono stati sviluppati per fornire uno strumento informatizzato che assistesse l'utente nello svolgimento delle analisi qualitative e basano i loro meccanismi su quanto proposto nella *Grounded Theory* da Glaser e Strauss. La teoria nasce nel 1967 per contrapporsi all'estremo positivismo che caratterizzava la ricerca sociale in quegli anni: in particolare gli autori desideravano contrapporsi alla *Grand Theory*, che afferma che lo scopo della ricerca sociale è l'identificazione di regole universali e preesistenti tipiche del comportamento sociale. Viceversa, essi teorizzano che l'approccio corretto consiste invece nell'individuazione della realtà, da intendersi piuttosto come un'interpretazione in continua evoluzione prodotta da individui legati da un comune progetto di osservazione scientifica. Gli studi che si basano su questo approccio sono sviluppati e fondati a partire dai dati analizzati: *"la raccolta sistematica di dati può essere utilizzata per sviluppare teorie che indirizzino la realtà interpretativa degli attori nel loro contesto sociale"* (Suddaby, 2006).

Il processo analitico di *coding* è una delle applicazioni pratiche della *Grounded Theory*: questo consiste nella categorizzazione di segmenti di dati attraverso l'apposizione di etichette (*code*), che permettono di catalogare ciò che emerge dalla lettura delle fonti. Nello svolgimento di questo processo vi è una costante interazione tra dati e ricercatore, in quanto quest'ultimo procede simultaneamente alla interpretazione e all'analisi del dato, con lo scopo di alimentare nuove conclusioni (Maher et al., 2018). L'avvento dei calcolatori e l'evoluzione dell'interfaccia di comunicazione con l'utente hanno permesso l'informatizzazione di questo processo. A partire dagli anni '90 si è assistito ad un crescente successo dei *CAQDAS* nel mondo della ricerca scientifica: questi programmi si sono evoluti assieme agli elaboratori, offrendo un numero di funzioni sempre più ampio

e una maggior qualità nei servizi forniti. Tra le più utilizzate nell'ambito accademico si annoverano (Leech and Onwuegbuzie, 2011):

- *constant comparison analysis*: identificazione delle informazioni e dei fenomeni che emergono dall'interpretazione dei dati raccolti;
- *classical content analysis*: identificazione della frequenza delle informazioni e dei fenomeni che emergono dall'interpretazione dei dati raccolti;
- *keyword-in-context*: ricerca di una terminologia più o meno ampia all'interno dei dati raccolti;
- *word count analysis*: identificazione della frequenza di una terminologia all'interno dei dati raccolti;
- *domain analysis*: identificazione del significato dei termini presenti all'interno dei dati raccolti;
- *taxonomic analysis*: analisi del significato dei termini, in relazione al soggetto che li ha espressi e al contesto nel quale sono stati espressi;
- *componential analysis*: analisi delle relazioni tra la tipologia di terminologia utilizzata nelle diverse fonti.

Come anticipato anche nel capitolo dedicato alla literature review, per condurre le analisi presenti in questo elaborato, è stato scelto di utilizzare il programma *Nvivo*, sviluppato da *QSR International*. L'azienda ha rilasciato la prima versione nel programma nel 1981 (*NUD*IST*) e negli anni ha continuato a sviluppare il proprio software in base alle nuove possibilità offerte dall'evoluzione dei calcolatori, ampliando le funzioni dedicate alla ricerca e alla collaborazione tra utenti. Attualmente (2020) è disponibile al pubblico *Nvivo 12*, nelle versioni Starter, Pro e Plus. Si riportano di seguito le descrizioni delle varie versioni fornite dal sito di ufficiale della casa produttrice (QSR International, 2020).

VERSIONE	DESCRIZIONE	FUNZIONALITÀ
Starter	A core set of features designed for research projects with text-based sources. NVivo Starter is a powerful research tool focused around the core of qualitative analysis. This edition has all the functionality you need to code your text-based material, explore your data with simple querying tools, and write up your findings.	<ul style="list-style-type: none"> - Work with text in documents and PDFs. - Use simple text and coding queries. - Visualize your data using charts and diagrams.

Pro	All the functionality of NVivo Starter with an expanded set of features to support more sophisticated research needs. This edition integrates with reference management tools and supports multi-media sources. NVivo Pro has everything you need for analyzing all forms of unstructured data. With advanced queries and powerful visualization tools, you can discover themes, justify your findings and report your work.	<ul style="list-style-type: none"> - Work with text, audio, video, images, and spreadsheets. - Use more powerful querying tools including matrix coding queries. - Create project and concept maps to show associations in your data. - Use NCapture to capture social media content quickly and easily for analysis.
Plus	All the functionality of NVivo Pro with an additional set of specialized tools to support frontier research practices. NVivo Plus has powerful automated processing to support fast, 'broad-brush' analysis with the ability to automatically code large sets of data.	<ul style="list-style-type: none"> - Gain a quick insight from large amounts of data by automatically identifying themes and sentiment. - Automatically create social network visualizations from social media data or your own project data.

Figura 44 - Versioni di Nvivo (QSR International, 2020)

La disponibilità del software presso l'Università, il consiglio di diversi docenti e l'insieme di funzioni offerte rispetto ad altri software disponibili sul mercato sono stati gli elementi che hanno portato alla scelta di avvalersi di questo programma. Esso ha costituito un elemento essenziale per l'analisi, in quanto ha permesso di gestire e di operare con sufficiente fluidità un insieme di 907 documenti: la ricerca sarebbe stata altresì impossibile. Come già anticipato, le procedure automatizzate hanno inoltre permesso di ridurre il bias legato alla soggettività del ricercatore.³

3.2 Le conference call: l'incontro tra azienda e analisti

Entrambe le parti della relazione indagata dalla domanda di ricerca hanno interesse a ridurre la naturale asimmetria informativa che caratterizza il mercato. Come precedentemente descritto, gli analisti finanziari sono costantemente alla ricerca di nuove informazioni sulle performance aziendali, essendo queste alla base dei processi di valutazione; le aziende sono invece incentivate a strutturare una comunicazione completa

³ Si segnala che, al fine di apprendere al meglio le funzionalità offerte dal programma, sono state consultate le seguenti fonti:

- Tutorial e webinar offerti da QSR International nei propri canali on-line;
- Il manuale "Qualitative Data Analysis with Nvivo" (Bazeley and Jackson, 2013);
- Il webinar organizzato dall'azienda GMSL.

al fine di ridurre i costi legati al capitale finanziario (Dhaliwal et al., 2012; Martínez-Ferrero et al., 2016).

Le informazioni presenti nelle fonti scritte non sono però sempre di semplice comprensione per gli investitori (Luo et al., 2015): le conference call costituiscono quindi un'occasione in cui gli analisti possono rivolgersi direttamente ai vertici aziendali per ottenere chiarimenti e dettagli più precisi/inediti rispetto ai dati già in loro possesso (Frankel et al., 1999). Più precisamente le conference call sono incontri periodici volontariamente organizzati dalle aziende e rivolti, in base alle policy scelte dalla stessa, ad un gruppo più o meno ampio di analisti finanziari, con lo scopo di discutere i dati storici sul periodo appena trascorso e le proiezioni per il futuro a breve e lungo termine. Queste avvengono principalmente tramite mezzi di telecomunicazione e coinvolgono direttamente i vertici dell'impresa (*CEO, CFO, etc.*), eventualmente coadiuvati da figure aziendali più specifiche. L'assenza di un formale obbligo alla realizzazione di questa tipologia di incontri permette alle aziende di scegliere le caratteristiche ed i contenuti che più si addicono alle loro esigenze, ma si è ormai affermata una prassi internazionalmente diffusa. La frequenza è generalmente trimestrale, al fine di supportare e giustificare pubblicamente le informazioni relative agli utili periodici, ma in alcuni settori esse possono avvenire anche con cadenza semestrale. Durante la ricerca si sono incontrati diversi nomi per queste *call*, atti probabilmente a descrivere il diverso contenuto che l'impresa desidera trattare: *earnings call, interim management statement, corporate sales call, trading statement, question and answer session, business update*. Esse sono suddivise in due sezioni, una prima dove l'azienda presenta i propri risultati ed una seconda dove gli analisti possono porre le domande che desiderano; quest'ultima garantisce un'elevata flessibilità al contenuto di ciascun incontro. Sebbene le trascrizioni siano rese pubbliche direttamente dall'azienda, o indirettamente attraverso piattaforme come *Bloomberg* o *Keiko* e su siti specializzati (*Bam Sec, Seeking Alpha, The Motley Fool, etc.*), la possibilità di intervenire direttamente con specifici quesiti spinge gli analisti a partecipare con estrema attenzione a questi incontri, in quanto enorme è il vantaggio che ne risulta in termini di tempestività delle informazioni: gli elevati volumi di scambio delle azioni e le oscillazioni dei relativi prezzi a ridosso delle conference call possono essere ritenuti una prova di questo forte interesse. (Bowen et al., 2002; Bushee et al., 2003; Frankel et al., 1999; Price et al., 2012).

3.3 La sostenibilità nelle relazioni tra aziende e investitori

3.3.1 ESG Investor Briefing Project

Sulla base delle conclusioni tratte dal programma *Who Cares Wins Initiative: 2004-2008* (UN Global Compact et al., 2009) e del report *Translating environmental, social and governance factors into sustainable business value* (United Nations Environment Programme Finance Initiative et al., 2010), i membri della piattaforma *Global Compact LEAD*, in collaborazione con l'iniziativa delle Nazioni Unite *Principles for Responsible Investment (PRI)* hanno avviato nel gennaio del 2012 l'*ESG Investor Briefing Project*. Il programma aveva l'obiettivo di creare un framework basato sul modello delle precedentemente citate conference call trimestrali, che valorizzasse gli aspetti finanziari degli sforzi aziendali sul fronte delle tematiche ESG, al fine di rendere queste informazioni interessanti per gli analisti (Global Compact LEAD and Principles for Responsible Investment, 2012).

Gli assunti alla base del progetto corrispondono con quanto già esplorato nei capitoli precedenti di questo elaborato: la crescente materialità delle tematiche ambientali, sociali e di governance si scontra con l'elevato grado di incertezza espresso da aziende e analisti riguardo l'importanza delle stesse e con la mancanza di compatibilità tra i dati comunicati da aziende diverse. Con il fine aiutare le imprese ad inserire i temi ESG nelle pratiche di *investor relationship*, i membri del programma hanno appositamente sviluppato l'*ESG Value Driver Framework*, unitamente ad una serie di raccomandazioni sul contenuto ed il formato delle comunicazioni con gli investitori.

È stato infatti ritenuto che, una maggior attenzione da parte delle aziende nella divulgazione dei temi della sostenibilità potesse tramutarsi in un maggiore interesse da parte dei soggetti coinvolti nelle attività di investimento. Il modello invita quindi le aziende a selezionare un mix di informazioni qualitative e quantitative volte ad esprimere gli impatti delle proprie azioni di sostenibilità su tre aree economiche chiave (Global Compact LEAD and Principles for Responsible Investment, 2014):

- *Sustainability-advantaged growth (S/G)*: rendicontare il volume e la crescita dei ricavi legati a prodotti sostenibili rispetto ai predecessori degli stessi e/o ai competitor;

- *Sustainability-driven productivity (S/P)*: rendicontare l'impatto finanziario delle iniziative legate alla sostenibilità realizzate in un determinato periodo, sulla struttura dei costi dell'azienda;
- *Sustainability-related risk management (S/R)*: rendicontare l'evoluzione della performance nel tempo in aree che in futuro possono risultare critiche in termini ricavi e di reputazione.

Growth	New Markets & Geographies	Gain access to new markets and geographies through exposure from ESG programs.
	New Customers & Market Share	Use ESG programs to engage customers and build knowledge of expectations and behaviour.
	Product & Services Innovation	Develop cutting-edge technology and innovative products and services for unmet social or environmental needs.
	Long-term strategy	Develop long-term strategy encompassing all ESG issues and shape material ESG communication based on value driver framework.
Return on Capital	Operational Efficiency	Enable bottom line cost savings through environmental operations and practices (e.g. energy, water, waste efficiency, less raw materials used).
	Human Capital Management	Attract & retain better and highly motivated employees by positioning company and management as ESG leaders.
	Reputation Pricing Power	Develop brand loyalty and reputation through ESG efforts that gamers customers' willingness to pay price increase or premium.
Risk Management	Operational & Regulatory Risk	Mitigate risks by complying with regulatory requirements and industry standards and ensure uninterrupted operations by addressing ESG issues in policies, systems and standards and engaging with employees.
	Reputational Risk	Facilitate uninterrupted operations and entry in new markets using local ESG efforts and community dialogue to engage citizens and reduce local resistance; avoid negative media publicity and NGO boycotts by addressing ESG issues.
	Supply Chain Risk	Secure consistent and long-term access to high-quality raw materials and products by engaging in supply chain community welfare and development.
	Leadership & Adaptability	Develop leadership skills and culture to adapt to fast-changing political, social and environmental situations.

Figura 45 - ESG Value Driver Framework (Global Compact LEAD and Principles for Responsible Investment, 2014)

L'obiettivo finale del progetto consiste in un cambiamento nelle modalità di comunicazione tra azienda e investitori, in termini di direzionalità del rapporto, interlocutori, forme di interazione e contenuto. Al fine di includere tematiche e soggetti appartenenti agli ambiti ESG, il progetto promuove una nuova prospettiva che viene evidenziata dalla tabella che segue. Il cambio di paradigma è paragonabile a quello inizialmente citato, che ha visto il passaggio da *Shareholder Theory* a *Stakeholder Theory*.

Shift in ESG Company-Investor Communication

Aspect	Standard Approach	Leaders' Approach
Communication flow	One-way from company to analysts	Two-way dialogue
Corporate interlocutors	Investor Relations with CEO/CFO/Board access for large investors	Close cooperation of CEO/CFO, board member, IR and Head CSR
Format of interaction	Focus on earnings call and subsequent road show, traditional investor conference	Wide spectrum of formats: earnings call, road show, reverse road show, panel discussion, webinars, in-depth topic days (e.g., water, resources)
Content	Financial results review	Financial results linked to ESG value drivers
Involved investment professionals	Sell-side analyst, buy-side analyst/portfolio manager	Buy-side analyst/portfolio manager, sell-side analyst, ESG rating analyst, NGO specialists

Figura 46 - Cambiamento nella comunicazione azienda – investitori (Global Compact LEAD and Principles for Responsible Investment, 2012)

Il framework proposto dall'*Investor Briefing Project* è stato testato inizialmente da due aziende pilota (Enel e SAP), che hanno permesso ai ricercatori di monitorare l'intero processo, dalla fase di preparazione fino all'effettivo svolgimento della conference call; sono stati poi raccolti anche i riscontri da parte di tutte le categorie coinvolte. Le principali considerazioni che sono state tratte sono le seguenti (Global Compact LEAD and Principles for Responsible Investment, 2012):

- La selezione di driver di valore da collegare a specifiche tematiche ESG aiuta le aziende a comunicare i propri sforzi nel campo della sostenibilità. Sebbene risulta relativamente semplice comunicare le azioni realizzate dall'azienda, molto più difficile è spiegare agli investitori le determinanti che hanno portato alla scelta di una strategia e le possibili connessioni di questa con valori puramente finanziari. Nonostante il focus degli incontri, gli analisti *mainstream* hanno infatti concentrato la loro attenzione principalmente sulle dinamiche finanziarie sottostanti agli investimenti sostenibili; solo una più piccola categoria di analisti specializzati in tematiche ESG si sono dimostrati attenti al valore e all'impatto ambientale/sociale dell'azione in sé.
- La mancanza di metriche condivise dedicate alle tematiche di sostenibilità e la mancanza di comparabilità tra gruppi di pari si sono dimostrate essere di forte ostacolo ad una fluente comunicazione tra i soggetti coinvolti; a causa delle caratteristiche degli stessi, questa difficoltà si è dimostrata essere maggiore negli

ambiti sociali e di governance. Risulta quindi essenziale per l'azienda fornire dati quantitativi ed esempi concreti, esplicitando contestualmente anche i possibili riflessi finanziari. La lacuna di informazioni utili può essere ricondotta anche ad una scarsa attenzione delle aziende verso i propri sistemi di misurazione e comunicazione dei dati ESG: questi dovrebbero essere basati su sistemi di governance e di contabilità efficienti e trasparenti, con le stesse potenzialità dei sistemi di controllo che producono la reportistica di tipo finanziario.

- I reparti *sostenibilità* e *investor relationships* non sono generalmente abituati a collaborare e di conseguenza operano con una logica "a silos". Non è risultato semplice nemmeno ottenere il commitment verso le tematiche di sostenibilità da parte di figure apicali come CEO e CFO. È necessario promuovere la collaborazione tra i soggetti già nel momento in cui si pianifica l'organigramma aziendale.
- Molto similmente alle normali conference call, una *ESG Investor Briefing Call* dovrebbe avere una durata di al massimo 60 minuti, di cui almeno la metà dovrebbero essere dedicati alle domande degli analisti. Tutti i partecipanti dal lato aziendale, ma soprattutto i vertici, dovrebbero enfatizzare gli sforzi compiuti in merito alle tematiche di sostenibilità; un ruolo attivo dovrebbe essere affidato al responsabile di sostenibilità, sia nel momento della preparazione all'incontro, sia durante lo svolgimento dello stesso.

Nonostante si ritengano estremamente rilevanti tutte le considerazioni appena esposte si precisa che la ricerca di conference call che vengano definite come "*ESG Investor Briefing Call*" ha restituito un numero estremamente basso di risultati, circoscritti agli anni del lancio del progetto. L'analisi che è stata condotta in questo elaborato risulta quindi utile anche per verificare se le considerazioni emerse da questo progetto siano state eventualmente applicate direttamente alle tradizionali conference call o se il progetto non abbia ottenuto il riscontro sperato.

3.3.2 Conference call e integrated reporting: un'analisi precedente

Come anticipato nei capitoli precedenti, all'interno del libro *Integrated reporting: a new accounting disclosure* (Mio, 2016) è presente l'articolo *The Integrated Reporting and the Conference Calls Content* (Cavezzali et al., 2016) che propone anch'esso un'analisi

qualitativa delle conference call in ottica di sostenibilità. La ricerca parte dal presupposto che l'adozione dell'*integrated report* da parte di un'azienda sia dimostrazione dell'interesse della stessa per l'integrazione delle tematiche di sostenibilità all'interno della comunicazione finanziaria: l'analisi delle *call* con gli analisti ha permesso agli autori di verificare se la promozione delle tematiche ambientali, sociali e di governance abbia avuto riflessi anche sulla comunicazione dinamica che si instaura durante questi incontri. Il campione utilizzato per l'analisi è costituito da 70 aziende selezionate dal database *Integrated Reporting Examples*, per le quali sono state estratte le trascrizioni di 889 conference call. Attraverso la ricerca all'interno di questi documenti di una serie di 108 termini di sostenibilità (27 riferiti all'ambito economico, 32 a quello ambientale e 49 a quello sociale) è stata indagata la propensione dei partecipanti a discutere di questi temi. Come prospettato dagli autori, i principali risultati ottenuti evidenziano uno scarso interesse a trattare i temi della sostenibilità all'interno delle conference call, in quanto basso è il conteggio dei relativi termini (*figura 47*).

Table 12.2 The sustainability disclosure content of the conference calls

Sustainability dimension	No. of items	Keyword counting	Conference calls	
			No. (total 889)	%
Economic	27	678	412	46.34
Environmental	32	1102	486	54.67
Social	49	1293	677	76.15

Figura 47 - Risultati della ricerca della tassonomia di sostenibilità all'interno delle conference call (Cavezzali et al., 2016)

La distribuzione dei termini tra la sezione delle conference call dedicata alla presentazione aziendale e quella relativa alle domande degli analisti finanziari rivela inoltre che l'attenzione verso questi temi è principalmente guidata dai rappresentanti dell'impresa; è stata infatti riscontrata una bassissima percentuale di domande direttamente interessate alla sostenibilità (*figura 48*).

Table 12.3 The sustainability content in each conference call session

Sustainability dimension	Presentation session	Q&A session*
Economic	62.61 %	37.39 % (9.57 %)
Environmental	77.00 %	23.00 % (4.75 %)
Social	74.67 %	25.33 % (5.33 %)
Average	71.43 %	28.57 % (7.123 %)

*Frequencies in parenthesis represent the items coming from direct analysts' questions

Figura 48 - Risultati della ricerca della tassonomia di sostenibilità all'interno delle conference call (Cavezzali et al., 2016)

Infine, la valutazione combinata della tassonomia ricercata e dell'esperienza dimostrata dall'azienda nella pubblicazione degli *integrated report* (valutata attraverso il numero medio di principi *GRI* utilizzati nell'informativa), non ha dimostrato alcun pattern particolare (figura 49).

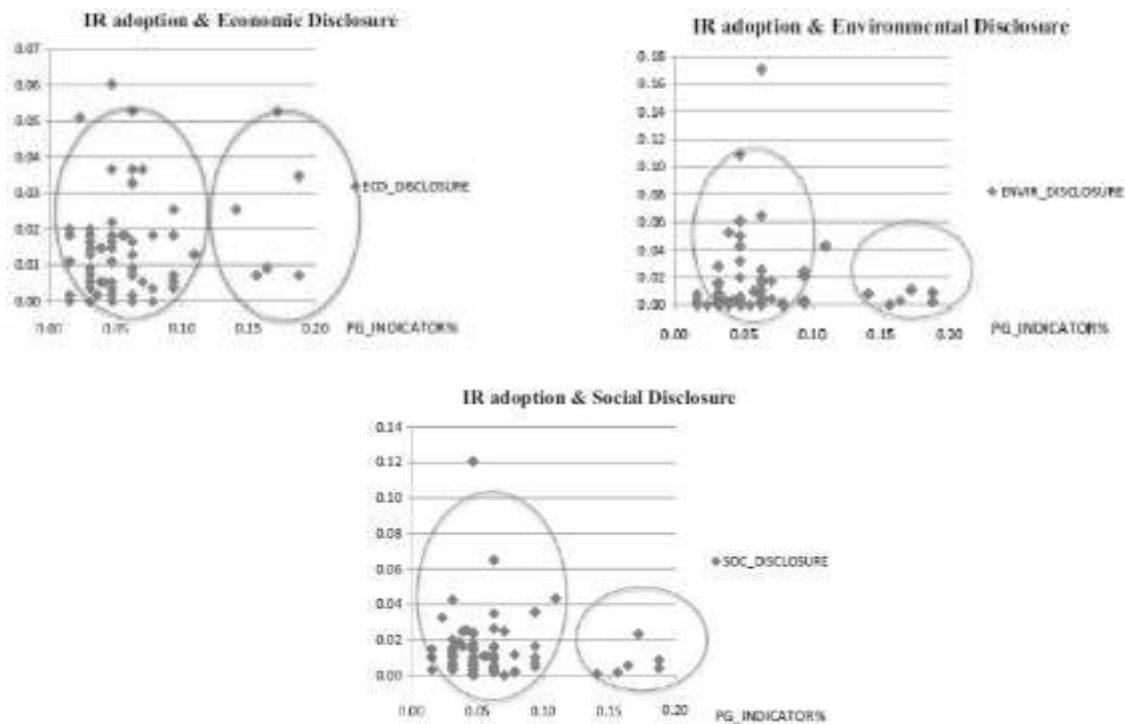


Figura 49 - Risultati della ricerca della tassonomia di sostenibilità all'interno delle conference call (Cavezzali et al., 2016)

I risultati sono evidentemente contrari a quanto promosso dal *ESG Investor Briefing Project*. Campbell and Slack (2011), attraverso alcune interviste ad analisti di tipo *sell-side*, hanno evidenziato che nessuno di loro utilizza informazioni di sostenibilità nella predisposizione delle loro raccomandazioni. Coerentemente gli autori hanno concluso che la bassa pressione esercitata dagli analisti non spinge le aziende ad approfondire le tematiche ambientali, sociali e di governance durante questi eventi; allo stesso tempo però, anche la scarsa inclusione di questi temi nelle politiche aziendali di *investor relationships* può portare ad una sottovalutazione degli stessi da parte degli analisti finanziari.

3.4 Analisi qualitativa della relazione tra analisti finanziari e sostenibilità

L'indagine appena citata è stata condotta in un momento in cui la sostenibilità era al centro dell'attenzione mondiale, ma è stata basata su dati relativi a periodi antecedenti, caratterizzati da uno stato ancora embrionale dello sviluppo dei temi ambientali, sociali e di governance nelle pratiche aziendali. In considerazione della forte crescita che questi hanno avuto negli ultimi anni, si è ritenuto rilevante indagare nuovamente la relazione tra analisti finanziari e sostenibilità. Nel presente paragrafo si illustrerà con dettaglio i passaggi che hanno caratterizzato questa nuova analisi: la selezione del campione, il processo di analisi e l'esposizione dei risultati. Verranno infine fornite alcune considerazioni in merito ai risultati ottenuti.

3.4.1 Selezione del campione ed estrazione delle trascrizioni delle conference call

Al fine di rispettare il criterio di *dependability*, nel paragrafo che segue si illustreranno con elevato grado di dettaglio i passaggi attraverso i quali si è proceduti alla scelta del campione: questo è costituito da 109 aziende europee quotate in mercati regolamentati e 907 documenti.

Il primo criterio di restrizione applicato è stato quello geografico. Si è optato per aziende europee con lo scopo di selezionare un insieme di società che operano in un contesto simile e che convergono verso un concetto comune di sostenibilità. Le differenze tra i fattori macroeconomici che caratterizzano i vari continenti possono creare ambienti più o meno favorevoli per lo sviluppo di politiche aziendali attente ai temi ambientali, sociali e di governance: si pensi ad esempio ai riflessi di differenti politiche legislative o di differenti livelli di ricchezza nazionale. Nonostante queste differenze possano verificarsi anche all'interno del territorio geografico scelto, si è considerato che le azioni introdotte dagli organi comunitari europei hanno creato un orientamento comune e condiviso tra gli stati membri, soprattutto riguardo al tema della sostenibilità.

Per individuare un pool di aziende entro il quale scegliere il campione da analizzare sono stati considerati due indici di mercato che incorporano le aziende quotate più rappresentative in Europa. Più precisamente sono stati scelti due indici realizzati dalla società *Standard and Poor's*.

Il primo è il *DOW JONES SUSTAINABILITY INDEX EUROPA* (anno 2019): introdotto nel 1999 in collaborazione con l'azienda *RobecoSAM*, è uno dei più storici e dei più importanti indici di mercato che valuta per ogni componente, oltre alla performance economica e finanziaria, anche l'attenzione alle tematiche ambientali, sociali e di governance. Considerando che l'analisi è volta ad analizzare la comunicazione di questi temi nei confronti degli analisti finanziari, si è ritenuto fondamentale indagare se queste aziende, le cui azioni vengono valutate positivamente, presentano tracce più evidenti rispetto ai concorrenti.

Il secondo indice selezionato come termine di confronto è lo *S&P 350 EUROPE*: un altro prodotto dell'azienda *Standard and Poor's*, che, a differenza del primo, non viene influenzato da valutazioni legate al mondo della sostenibilità. I componenti sono infatti selezionati in base alla loro rilevanza sul mercato, attraverso criteri come ad esempio l'importanza dell'azienda nella relativa industria, la longevità e la liquidità delle azioni. Si riporta di seguito la lista completa di aziende che compongono entrambi gli indici.

AZIENDA	SETTORE GICS*	INDUSTRIA GICS*	CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO (€) 06/05/2020
Nestle SA Reg	Consumer Staples	Food, Beverage & Tobacco	287.262.701.706,09 €
Roche Hldgs AG Br	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	278.566.747.084,34 €
Novartis AG Reg	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	197.524.459.182,83 €
SAP SE	Information Technology	Software & Services	131.818.504.192,00 €
AstraZeneca Plc	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	128.205.442.814,04 €
Unilever PLC	Consumer Staples	Household & Personal Products	118.953.241.142,81 €
Unilever NV	Consumer Staples	Household & Personal Products	118.953.238.528,00 €
Sanofi-Aventis	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	113.776.975.872,00 €
GlaxoSmithKline	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	96.052.415.815,91 €
TOTAL SA	Energy	Energy	85.628.526.592,00 €
British American Tobacco Plc	Consumer Staples	Food, Beverage & Tobacco	79.195.133.382,18 €
Diageo Plc	Consumer Staples	Food, Beverage & Tobacco	72.766.965.152,83 €
Siemens AG	Industrials	Capital Goods	70.652.002.304,00 €
Rio Tinto Plc	Materials	Materials	69.770.040.243,45 €
Allianz SE	Financials	Insurance	68.574.875.648,00 €
Inditex SA	Consumer Discretionary	Retailing	68.254.679.040,00 €
Deutsche Telekom AG	Communication Services	Telecommunication Services	61.756.116.992,00 €
Iberdrola SA	Utilities	Utilities	57.849.999.360,00 €
Kering	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	57.052.999.680,00 €
Reckitt Benckiser Group PLC	Consumer Staples	Household & Personal Products	53.400.605.581,27 €
Danone	Consumer Staples	Food, Beverage & Tobacco	42.182.705.152,00 €
Zurich Insurance Group AG	Financials	Insurance	41.650.249.974,79 €
RELX Plc	Industrials	Commercial & Professional Services	40.155.689.966,55 €
Adidas AG	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	39.792.631.808,00 €
Koninklijke Philips Electronics NV (Royal Philips Electronics)	Health Care	Health Care Equipment & Services	35.766.222.848,00 €
BNP Paribas	Financials	Banks	35.256.815.616,00 €
UBS Group AG	Financials	Diversified Financials	34.747.729.403,99 €
Bayer Motoren Werke AG (BMW)	Consumer Discretionary	Automobiles & Components	34.387.259.392,00 €
Banco Santander SA	Financials	Banks	33.086.666.752,00 €
Deutsche Post AG	Industrials	Transportation	32.656.144.384,00 €
London Stock Exchange Plc	Financials	Diversified Financials	30.608.935.770,15 €
Deutsche Boerse AG	Financials	Diversified Financials	27.303.000.064,00 €
Munich Re AG	Financials	Insurance	26.948.028.416,00 €
Telefonaktiebolaget LM Ericsson	Information Technology	Technology Hardware & Equipment	25.961.674.501,98 €
Intesa SanPaolo	Financials	Banks	25.406.615.552,00 €
Swisscom AG Reg	Communication Services	Telecommunication Services	24.407.071.321,22 €
Neste Oyj	Energy	Energy	23.876.311.040,00 €
Alcon Inc	Health Care	Health Care Equipment & Services	23.433.351.437,86 €
Engie	Utilities	Utilities	23.291.066.368,00 €
Telefonica SA	Communication Services	Telecommunication Services	22.741.536.768,00 €
Fresenius Medical Care AG	Health Care	Health Care Equipment & Services	21.682.532.352,00 €
STMicronelectronics NV	Information Technology	Semiconductors & Semiconductor Equipment	21.587.525.632,00 €
CRH Plc	Materials	Materials	21.001.697.280,00 €
Assicurazioni Generali SpA	Financials	Insurance	20.386.232.320,00 €
Swiss Re Reg	Financials	Insurance	20.367.342.308,03 €
Koninklijke DSM NV	Materials	Materials	20.319.600.640,00 €
Anglo American Plc	Materials	Materials	19.845.820.167,63 €
Credit Suisse Group AG	Financials	Diversified Financials	19.666.094.224,99 €
Hennes & Mauritz AB B	Consumer Discretionary	Retailing	19.664.379.507,55 €
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	Financials	Banks	18.670.082.048,00 €
Amadeus IT Group SA	Information Technology	Software & Services	18.470.467.584,00 €
Ferrovial SA	Industrials	Capital Goods	16.557.051.904,00 €
Coca-Cola European Partners plc (*)	Consumer Staples	Food, Beverage & Tobacco	16.315.000.000,00 €
Smith & Nephew	Health Care	Health Care Equipment & Services	15.958.903.813,85 €
Naturgy Energy Group SA	Utilities	Utilities	15.544.209.408,00 €
SGS-Soc Gen Surveil Hldg Reg	Industrials	Commercial & Professional Services	15.033.339.722,77 €
Energias de Portugal SA	Utilities	Utilities	14.180.052.992,00 €
Ferguson PLC	Industrials	Capital Goods	14.175.820.396,89 €
Thales	Industrials	Capital Goods	14.155.939.840,00 €
Akzo Nobel NV	Materials	Materials	13.748.046.848,00 €
UPM-Kymmene Oyj	Materials	Materials	13.290.018.816,00 €
Cie de Saint-Gobain	Industrials	Capital Goods	13.214.026.752,00 €
Peugeot SA	Consumer Discretionary	Automobiles & Components	11.776.338.944,00 €
Terna SpA	Utilities	Utilities	11.444.894.720,00 €
Societe Generale	Financials	Banks	11.370.321.920,00 €
Sonova Holding AG	Health Care	Health Care Equipment & Services	11.059.229.430,47 €
Veolia Environnement	Utilities	Utilities	11.041.843.200,00 €
Carrefour SA	Consumer Staples	Food & Staples Retailing	10.724.521.984,00 €
Evonik Industries (*)	Materials	Materials	10.345.000.000,00 €
Rentokil Initial	Industrials	Commercial & Professional Services	10.020.401.596,02 €
Sodexo	Consumer Discretionary	Consumer Services	9.938.459.648,00 €
CaixaBank	Financials	Banks	9.546.375.168,00 €
Poste Italiane Spa (*)	Financials	Insurance	9.538.000.000,00 €
Siemens Gamesa Renewable Energy SA (*)	Industrials	Capital Goods	9.010.000.000,00 €
Edenred	Industrials	Commercial & Professional Services	8.988.851.200,00 €
Koninklijke KPN NV	Communication Services	Telecommunication Services	8.956.261.376,00 €
NN Group N.V.	Financials	Insurance	8.767.552.512,00 €
Gecina	Real Estate	Real Estate	8.688.000.000,00 €
Galp Energia SGPS SA	Energy	Energy	8.632.499.200,00 €
Moncler SpA	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	8.617.108.480,00 €
3i Group	Financials	Diversified Financials	8.586.645.918,03 €

Figura 50 - Dow Jones Sustainability Index Europa - parte 1

AZIENDA	SETTORE GICS®	INDUSTRIA GICS®	CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO (€) 06/05/2020
Alstom	Industrials	Capital Goods	8.525.990.912,00 €
Aeroports de Paris	Industrials	Transportation	8.302.794.752,00 €
Bureau Veritas SA	Industrials	Commercial & Professional Services	8.282.116.608,00 €
Orkla AS	Consumer Staples	Food, Beverage & Tobacco	7.833.196.222,50 €
Coca-Cola HBC AG (**)	Consumer Staples	Food, Beverage & Tobacco	7.827.483.954,00 €
Telecom Italia SpA	Communication Services	Telecommunication Services	7.530.733.056,00 €
Informa PLC	Communication Services	Media & Entertainment	7.520.560.811,68 €
InterContinental Hotels Group Plc	Consumer Discretionary	Consumer Services	7.415.333.258,42 €
Ingenico Group (*)	Information Technology	Technology Hardware & Equipment	7.310.000.000,00 €
ACS Actividades de Construccion y Servicios SA	Industrials	Capital Goods	7.240.432.128,00 €
CNH Industrial NV	Industrials	Capital Goods	7.236.409.344,00 €
United Utilities Group Plc	Utilities	Utilities	7.109.701.457,81 €
AtoS SE	Information Technology	Software & Services	6.893.645.312,00 €
Rolls-Royce Holdings Plc	Industrials	Capital Goods	6.649.108.480,55 €
Randstad NV	Industrials	Commercial & Professional Services	6.507.276.288,00 €
Suez SA	Utilities	Utilities	6.305.618.432,00 €
ABN AMRO Group NV	Financials	Banks	6.284.839.936,00 €
Burberry Group	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	6.261.672.335,76 €
Kesko Oyj B (*)	Consumer Staples	Food & Staples Retailing	5.764.000.000,00 €
Standard Life Aberdeen	Financials	Diversified Financials	5.688.018.799,22 €
Taylor Wimpey	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	5.680.272.767,83 €
Land Securities Group PLC	Real Estate	Real Estate	5.521.633.974,58 €
Enagas SA	Energy	Energy	5.449.393.664,00 €
Clariant AG Reg	Materials	Materials	5.445.570.428,37 €
GVC Holdings PLC	Consumer Discretionary	Consumer Services	5.029.884.685,52 €
HOCHTIEF AG (*)	Industrials	Capital Goods	4.792.000.000,00 €
Covivio	Real Estate	Real Estate	4.662.000.000,00 €
Norsk Hydro AS	Materials	Materials	4.575.840.222,90 €
Castellum AB (**)	Real Estate	Real Estate	4.572.592.456,00 €
British Land Co	Real Estate	Real Estate	4.071.589.358,12 €
Pearson	Communication Services	Media & Entertainment	4.014.874.845,05 €
Wartsila Oyj B	Industrials	Capital Goods	3.952.712.192,00 €
Lanxess AG	Materials	Materials	3.945.647.104,00 €
Electrolux AB B	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	3.791.143.597,07 €
Telenet Group Holding NV (*)	Communication Services	Media & Entertainment	3.778.000.000,00 €
Kingfisher	Consumer Discretionary	Retailing	3.769.803.540,55 €
Pirelli & C (*)	Consumer Discretionary	Automobiles & Components	3.682.000.000,00 €
Leonardo S.p.a.	Industrials	Capital Goods	3.402.993.152,00 €
Valmet (*)	Industrials	Capital Goods	3.165.000.000,00 €
Bankinter SA (*)	Financials	Banks	3.092.000.000,00 €
METRO AG (*)	Consumer Staples	Food & Staples Retailing	2.963.000.000,00 €
Bankia SA (*)	Financials	Banks	2.761.000.000,00 €
Rheinmetall AG (*)	Industrials	Capital Goods	2.703.000.000,00 €
Rexel SA (*)	Industrials	Capital Goods	2.612.000.000,00 €
Nokian Renkaat Oyj (*)	Consumer Discretionary	Automobiles & Components	2.593.000.000,00 €
ISS A/S (**)	Industrials	Commercial & Professional Services	2.491.827.173,00 €
BillerudKorsnas AB (**)	Materials	Materials	2.287.566.680,00 €
Saipem SpA Ord (*)	Energy	Energy	2.266.000.000,00 €
SBM Offshore NV (*)	Energy	Energy	2.236.000.000,00 €
Signify NV (*)	Industrials	Capital Goods	2.189.000.000,00 €
Marks & Spencer Group	Consumer Discretionary	Retailing	1.949.517.017,92 €
Royal Mail plc (**)	Industrials	Transportation	1.925.110.105,00 €
Air France (*)	Industrials	Transportation	1.723.000.000,00 €
Investec PLC. (**)	Financials	Diversified Financials	1.242.966.453,00 €
TF1-Television Francaise(*)	Communication Services	Media & Entertainment	899.814.000,00 €
PostNL NV (*)	Industrials	Transportation	662.144.000,00 €
Provident Financial (**)	Financials	Diversified Financials	500.052.500,00 €
Hammerson (**)	Real Estate	Real Estate	460.513.348,00 €
Wereldhave NV (*)	Real Estate	Real Estate	295.676.000,00 €
Intu Properties (**)	Real Estate	Real Estate	76.800.676,00 €

Figura 51 - Dow Jones Sustainability Index Europa - parte 2

AZIENDA	SETTORE GICS®	INDUSTRIA GICS®	CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO (€) 06/05/2020	DJSI EUROPE 2019
Nestle SA	Consumer Staples	Food, Beverage & Tabacco	287.262.701.706,09 €	✓
Roche Holding AG	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	278.566.747.084,34 €	✓
Novartis AG	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	197.524.459.182,83 €	✓
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	172.971.868.160,00 €	
L'Oreal SA	Consumer Staples	Household & Personal Products	138.812.948.480,00 €	
Novo Nordisk A/S	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	135.432.542.797,13 €	
SAP SE	Information Technology	Software & Services	131.818.504.192,00 €	✓
AstraZeneca PLC	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	128.205.442.814,04 €	✓
Unilever PLC	Consumer Staples	Household & Personal Products	118.953.241.142,81 €	✓
Unilever NV	Consumer Staples	Household & Personal Products	118.953.238.528,00 €	✓
Royal Dutch Shell PLC	Energy	Energy	117.465.937.298,53 €	
ASML Holding NV	Information Technology	Semiconductors & Semiconductor Equipment	113.949.106.176,00 €	
Sanofi	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	113.776.975.872,00 €	✓
Prosus NV	Consumer Discretionary	Retailing	113.385.332.736,00 €	
GlaxoSmithKline PLC	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	96.052.415.815,91 €	✓
HSBC Holdings PLC	Financials	Banks	93.779.904.980,00 €	
BHP Group PLC	Materials	Materials	85.794.063.375,84 €	
TOTAL SA	Energy	Energy	85.628.526.592,00 €	✓
British American Tobacco PLC	Consumer Staples	Food, Beverage & Tabacco	79.195.133.382,18 €	✓
Anheuser-Busch InBev SA/NV	Consumer Staples	Food, Beverage & Tabacco	77.801.390.080,00 €	
BP PLC	Energy	Energy	74.155.663.269,32 €	
Diageo PLC	Consumer Staples	Food, Beverage & Tabacco	72.766.965.152,83 €	✓
Siemens AG	Industrials	Capital Goods	70.652.002.304,00 €	✓
Hermes International	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	70.288.113.664,00 €	
Rio Tinto PLC	Materials	Materials	69.770.040.243,45 €	✓
Allianz SE	Financials	Insurance	68.574.875.648,00 €	✓
Industria de Diseno Textil SA	Consumer Discretionary	Retailing	68.254.679.040,00 €	✓
Volkswagen AG	Consumer Discretionary	Automobiles & Components	65.614.651.392,00 €	
Enel SpA	Utilities	Utilities	61.894.746.112,00 €	
Deutsche Telekom AG	Communication Services	Telecommunication Services	61.756.116.992,00 €	✓
Bayer AG	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	58.100.559.872,00 €	
Iberdrola SA	Utilities	Utilities	57.849.999.360,00 €	✓
Kering SA	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	57.052.999.680,00 €	✓
Air Liquide SA	Materials	Materials	55.208.284.160,00 €	
Reckitt Benckiser Group PLC	Consumer Staples	Household & Personal Products	53.400.605.581,27 €	✓
EssilorLuxottica SA	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	48.265.261.056,00 €	
Schneider Electric SE	Industrials	Capital Goods	47.357.095.936,00 €	
Merck KGaA	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	46.542.970.880,00 €	
Airbus SE	Industrials	Capital Goods	44.202.291.200,00 €	
Vinci SA	Industrials	Capital Goods	43.974.668.288,00 €	
Heineken NV	Consumer Staples	Food, Beverage & Tabacco	42.520.514.560,00 €	
BASF SE	Materials	Materials	42.387.791.872,00 €	
Equinor ASA	Energy	Energy	42.199.878.860,53 €	
Danone SA	Consumer Staples	Food, Beverage & Tabacco	42.182.705.152,00 €	✓
Zurich Insurance Group AG	Financials	Insurance	41.650.249.974,79 €	✓
RELX PLC	Industrials	Commercial & Professional Services	40.155.689.966,55 €	✓
adidas AG	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	39.792.631.808,00 €	✓
Orsted A/S	Utilities	Utilities	38.517.492.312,72 €	
AXA SA	Financials	Insurance	38.302.281.728,00 €	
National Grid PLC	Utilities	Utilities	37.997.040.679,27 €	
Atlas Copco AB	Industrials	Capital Goods	37.937.459.171,90 €	
ABB Ltd	Industrials	Capital Goods	36.319.406.252,12 €	
Koninklijke Philips NV	Health Care	Health Care Equipment & Services	35.766.222.848,00 €	✓
Dassault Systemes SE	Information Technology	Software & Services	35.715.354.624,00 €	
Pernod Ricard SA	Consumer Staples	Food, Beverage & Tabacco	35.380.699.136,00 €	
BNP Paribas SA	Financials	Banks	35.256.815.616,00 €	✓
UBS Group AG	Financials	Diversified Financials	34.747.729.403,99 €	✓
Vodafone Group PLC	Communication Services	Telecommunication Services	34.565.049.847,58 €	
Bayerische Motoren Werke AG	Consumer Discretionary	Automobiles & Components	34.387.259.392,00 €	✓
Safran SA	Industrials	Capital Goods	34.178.875.392,00 €	
Investor AB	Financials	Diversified Financials	34.065.961.198,37 €	
Banco Santander SA	Financials	Banks	33.086.666.752,00 €	✓
Daimler AG	Consumer Discretionary	Automobiles & Components	32.683.534.336,00 €	
Deutsche Post AG	Industrials	Transportation	32.656.144.384,00 €	✓
Henkel AG & Co KGaA	Consumer Staples	Household & Personal Products	32.373.243.904,00 €	
Prudential PLC	Financials	Insurance	32.324.656.158,10 €	
Eni SpA	Energy	Energy	31.570.167.808,00 €	
Lonza Group AG	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	31.020.397.729,30 €	
Coloplast A/S	Health Care	Health Care Equipment & Services	30.852.949.628,47 €	
London Stock Exchange Group PLC	Financials	Diversified Financials	30.608.935.770,15 €	✓
Cie Financiere Richemont SA	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	29.144.376.992,02 €	
Orange SA	Communication Services	Telecommunication Services	28.968.015.872,00 €	
Kone Oyj	Industrials	Capital Goods	28.820.310.016,00 €	
Givaudan SA	Materials	Materials	28.230.160.993,79 €	
Adyen NV	Information Technology	Software & Services	27.662.739.456,00 €	

Figura 52 - S&P 350 EUROPE (fonte: Bloomberg) - parte 1

AZIENDA	SETTORE GICS®	INDUSTRIA GICS®	CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO (€) 06/05/2020	DJSI EUROPE 2019
Deutsche Boerse AG	Financials	Diversified Financials	27.303.000.064,00 €	✓
Munich Re	Financials	Insurance	26.948.028.416,00 €	✓
Ferrari NV	Consumer Discretionary	Automobiles & Components	26.594.152.448,00 €	
Tesco PLC	Consumer Staples	Food & Staples Retailing	26.326.043.890,50 €	
Telefonaktiebolaget LM Ericsson	Information Technology	Technology Hardware & Equipment	25.961.674.501,98 €	✓
Vonovia SE	Real Estate	Real Estate	25.410.940.928,00 €	
Intesa Sanpaolo SpA	Financials	Banks	25.406.615.552,00 €	✓
Experian PLC	Industrials	Commercial & Professional Services	25.396.064.095,32 €	
Lloyds Banking Group PLC	Financials	Banks	24.728.728.888,12 €	
Volvo AB	Industrials	Capital Goods	24.693.675.540,27 €	
Koninklijke Ahold Delhaize NV	Consumer Staples	Food & Staples Retailing	24.623.216.640,00 €	
Swisscom AG	Communication Services	Telecommunication Services	24.407.071.321,22 €	✓
E.ON SE	Utilities	Utilities	24.189.198.336,00 €	
Neste Oyj	Energy	Energy	23.876.311.040,00 €	✓
Compass Group PLC	Consumer Discretionary	Consumer Services	23.779.631.128,22 €	
Alcon Inc	Health Care	Health Care Equipment & Services	23.433.351.437,86 €	✓
Engie SA	Utilities	Utilities	23.291.066.368,00 €	✓
Vivendi SA	Communication Services	Media & Entertainment	23.212.380.160,00 €	
Nordea Bank Abp	Financials	Banks	22.799.833.267,88 €	
Telefonica SA	Communication Services	Telecommunication Services	22.741.536.768,00 €	✓
Beiersdorf AG	Consumer Staples	Household & Personal Products	22.478.399.488,00 €	
LafargeHolcim Ltd	Materials	Materials	22.235.191.162,89 €	
Glencore PLC	Materials	Materials	21.982.819.823,15 €	
Fresenius SE & Co KGaA	Health Care	Health Care Equipment & Services	21.978.798.080,00 €	
Fresenius Medical Care AG & Co KGaA	Health Care	Health Care Equipment & Services	21.682.532.352,00 €	✓
Sika AG	Materials	Materials	21.646.739.908,83 €	
STMicroelectronics NV	Information Technology	Semiconductors & Semiconductor Equipment	21.587.525.632,00 €	✓
Electricite de France SA	Utilities	Utilities	21.570.166.784,00 €	
Endesa SA	Utilities	Utilities	21.429.143.552,00 €	
Schindler Holding AG	Industrials	Capital Goods	21.168.996.401,91 €	
DSV PANALPINA A/S	Industrials	Transportation	21.036.807.428,37 €	
CRH PLC	Materials	Materials	21.001.697.280,00 €	✓
Infineon Technologies AG	Information Technology	Semiconductors & Semiconductor Equipment	20.892.884.992,00 €	
Credit Agricole SA	Financials	Banks	20.671.678.464,00 €	
Barclays PLC	Financials	Banks	20.576.468.206,72 €	
Essity AB	Consumer Staples	Household & Personal Products	20.403.832.820,05 €	
Assicurazioni Generali SpA	Financials	Insurance	20.386.232.320,00 €	✓
Swiss Re AG	Financials	Insurance	20.367.342.308,03 €	✓
Koninklijke DSM NV	Materials	Materials	20.319.600.640,00 €	✓
KBC Group NV	Financials	Banks	19.870.351.360,00 €	
Telenor ASA	Communication Services	Telecommunication Services	19.865.650.145,26 €	
Anglo American PLC	Materials	Materials	19.845.820.167,63 €	✓
Heineken Holding NV	Consumer Staples	Food, Beverage & Tobacco	19.802.073.088,00 €	
Credit Suisse Group AG	Financials	Diversified Financials	19.666.094.224,99 €	✓
Hennes & Mauritz AB	Consumer Discretionary	Retailing	19.664.379.507,55 €	✓
Partners Group Holding AG	Financials	Diversified Financials	19.004.163.982,51 €	
ING Groep NV	Financials	Banks	18.905.765.888,00 €	
Asa Abloy AB	Industrials	Capital Goods	18.792.350.964,96 €	
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	Financials	Banks	18.670.082.048,00 €	✓
Cellnex Telecom SA	Communication Services	Telecommunication Services	18.603.565.056,00 €	
Amadeus IT Group SA	Information Technology	Software & Services	18.470.467.584,00 €	✓
Wolters Kluwer NV	Industrials	Commercial & Professional Services	18.313.922.560,00 €	
BAE Systems PLC	Industrials	Capital Goods	18.306.527.823,83 €	
Chocoladefabriken Lindt & Spruengli AG	Consumer Staples	Food, Beverage & Tobacco	18.265.619.187,33 €	
Nokia Oyj	Information Technology	Technology Hardware & Equipment	18.197.032.960,00 €	
Imperial Brands PLC	Consumer Staples	Food, Beverage & Tobacco	17.912.658.494,49 €	
Grifols SA	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	17.545.699.328,00 €	
Kerry Group PLC	Consumer Staples	Food, Beverage & Tobacco	17.531.541.504,00 €	
Sandvik AB	Industrials	Capital Goods	17.486.712.042,56 €	
AP Moller - Maersk A/S	Industrials	Transportation	17.108.711.931,92 €	
DNB ASA	Financials	Banks	16.850.266.066,57 €	
Hannover Rueck SE	Financials	Insurance	16.811.240.448,00 €	
Carlsberg A/S	Consumer Staples	Food, Beverage & Tobacco	16.681.067.952,58 €	
Ferrovial SA	Industrials	Capital Goods	16.557.051.904,00 €	✓
RWE AG	Utilities	Utilities	16.296.903.680,00 €	
Aena SME SA	Industrials	Transportation	16.289.999.872,00 €	
Svenska Handelsbanken AB	Financials	Banks	16.196.689.192,70 €	
Sampo Oyj	Financials	Insurance	16.094.096.384,00 €	
UCB SA	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	15.996.145.664,00 €	
Hexagon AB	Information Technology	Technology Hardware & Equipment	15.981.785.290,37 €	
Smith & Nephew PLC	Health Care	Health Care Equipment & Services	15.958.903.813,85 €	✓
Associated British Foods PLC	Consumer Staples	Food, Beverage & Tobacco	15.919.942.704,02 €	
Vestas Wind Systems A/S	Industrials	Capital Goods	15.889.739.601,07 €	
Delivery Hero SE	Consumer Discretionary	Retailing	15.822.203.904,00 €	
Legrand SA	Industrials	Capital Goods	15.774.067.712,00 €	

Figura 53 - S&P 350 EUROPE (fonte: Bloomberg) - parte 2

AZIENDA	SETTORE GICS®	INDUSTRIA GICS®	CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO (€) 06/05/2020	DJSI EUROPE 2019
Royal Bank of Scotland Group PLC	Financials	Diversified Financials	15.651.075.903,75 €	
Naturgy Energy Group SA	Utilities	Utilities	15.544.209.408,00 €	✓
Skandinaviska Enskilda Banken AB	Financials	Banks	15.488.437.285,00 €	
Michelin	Consumer Discretionary	Automobiles & Components	15.319.541.760,00 €	
Continental AG	Consumer Discretionary	Automobiles & Components	15.312.457.728,00 €	
Kuehne + Nagel International AG	Industrials	Transportation	15.073.370.103,34 €	
SGS SA	Industrials	Commercial & Professional Services	15.033.339.722,77 €	✓
UniCredit SpA	Financials	Banks	14.888.977.408,00 €	
Genmab A/S	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	14.810.724.738,98 €	
Capgemini SE	Information Technology	Software & Services	14.765.846.528,00 €	
SSE PLC	Utilities	Utilities	14.650.096.599,61 €	
Geberit AG	Industrials	Capital Goods	14.562.467.275,94 €	
Standard Chartered PLC	Financials	Banks	14.537.758.282,39 €	
EDP - Energias de Portugal SA	Utilities	Utilities	14.180.052.992,00 €	✓
Ferguson PLC	Industrials	Capital Goods	14.175.820.396,89 €	✓
Thales SA	Industrials	Capital Goods	14.155.939.840,00 €	✓
Porsche Automobil Holding SE	Consumer Discretionary	Automobiles & Components	13.934.374.912,00 €	
Snam SpA	Utilities	Utilities	13.918.848.000,00 €	
Legal & General Group PLC	Financials	Insurance	13.762.853.083,49 €	
Akzo Nobel NV	Materials	Materials	13.748.046.848,00 €	✓
Repsol SA	Energy	Energy	13.590.128.640,00 €	
Ocado Group PLC	Consumer Discretionary	Retailing	13.550.193.052,47 €	
UPM-Kymmene Oyj	Materials	Materials	13.290.018.816,00 €	✓
Deutsche Bank AG	Financials	Banks	13.279.016.960,00 €	
Galapagos NV	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	13.236.044.800,00 €	
Deutsche Wohnen SE	Real Estate	Real Estate	13.218.122.752,00 €	
Cie de Saint-Gobain	Industrials	Capital Goods	13.214.026.752,00 €	✓
Fortum Oyj	Utilities	Utilities	13.186.731.008,00 €	
BT Group PLC	Communication Services	Telecommunication Services	13.083.756.320,10 €	
Novozymes A/S	Materials	Materials	12.961.116.696,98 €	
Telia Co AB	Communication Services	Telecommunication Services	12.660.658.579,26 €	
Symrise AG	Materials	Materials	12.394.243.072,00 €	
Teleperformance	Industrials	Commercial & Professional Services	12.219.423.744,00 €	
Fiat Chrysler Automobiles NV	Consumer Discretionary	Automobiles & Components	11.906.216.960,00 €	
Peugeot SA	Consumer Discretionary	Automobiles & Components	11.776.338.944,00 €	✓
Swedbank AB	Financials	Banks	11.600.814.486,95 €	
EXOR NV	Financials	Diversified Financials	11.512.569.856,00 €	
Terna Rete Elettrica Nazionale SpA	Utilities	Utilities	11.444.894.720,00 €	✓
Societe Generale SA	Financials	Banks	11.370.321.920,00 €	✓
Groupe Bruxelles Lambert SA	Financials	Diversified Financials	11.359.623.168,00 €	
Epiroc AB	Industrials	Capital Goods	11.359.132.709,03 €	
Atlantia SpA	Industrials	Transportation	11.119.181.824,00 €	
Ashtead Group PLC	Industrials	Capital Goods	11.087.797.786,20 €	
Sonova Holding AG	Health Care	Health Care Equipment & Services	11.059.229.430,47 €	✓
Straumann Holding AG	Health Care	Health Care Equipment & Services	11.044.473.833,79 €	
Veolia Environnement SA	Utilities	Utilities	11.041.843.200,00 €	✓
Wirecard AG	Information Technology	Software & Services	10.777.390.080,00 €	
Carrefour SA	Consumer Staples	Food & Staples Retailing	10.724.521.984,00 €	✓
Aviva PLC	Financials	Insurance	10.585.066.774,32 €	
Bouygues SA	Industrials	Capital Goods	10.434.277.376,00 €	
Chr Hansen Holding A/S	Materials	Materials	10.342.530.162,06 €	
Swiss Life Holding AG	Financials	Insurance	10.321.951.480,93 €	
Ryanair Holdings PLC	Industrials	Transportation	10.240.486.400,00 €	
Segro PLC	Real Estate	Real Estate	10.210.806.698,85 €	
ArcelorMittal SA	Materials	Materials	10.186.335.232,00 €	
Rentokil Initial PLC	Industrials	Commercial & Professional Services	10.020.401.596,02 €	✓
Sodexo SA	Consumer Discretionary	Consumer Services	9.938.459.648,00 €	✓
OMV AG	Energy	Energy	9.922.909.184,00 €	
CaixaBank SA	Financials	Banks	9.546.375.168,00 €	✓
Swedish Match AB	Consumer Staples	Food, Beverage & Tobacco	9.449.321.619,15 €	
Halma PLC	Information Technology	Technology Hardware & Equipment	9.290.224.277,76 €	
Elisa Oyj	Communication Services	Telecommunication Services	9.236.895.744,00 €	
Vifor Pharma AG	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	9.230.779.960,28 €	
Umicore SA	Materials	Materials	9.087.232.000,00 €	
Edenred	Industrials	Commercial & Professional Services	8.988.851.200,00 €	✓
Carnival PLC	Consumer Discretionary	Consumer Services	8.961.206.878,72 €	
Koninklijke KPN NV	Communication Services	Telecommunication Services	8.956.261.376,00 €	✓
Swatch Group AG/The	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	8.936.581.514,61 €	
QIAGEN NV	Health Care	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	8.773.399.552,00 €	
NN Group NV	Financials	Insurance	8.767.552.512,00 €	✓
Gecina SA	Real Estate	Real Estate	8.688.000.000,00 €	
Danske Bank A/S	Financials	Banks	8.683.059.472,47 €	
Galp Energia SGPS SA	Energy	Energy	8.632.499.200,00 €	✓
Moncler SpA	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	8.617.108.480,00 €	✓
Temenos AG	Information Technology	Software & Services	8.589.536.676,05 €	

Figura 54 - S&P 350 EUROPE (fonte: Bloomberg) - parte 3

AZIENDA	SETTORE GICS®	INDUSTRIA GICS®	CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO (€) 06/05/2020	DJSI EUROPE 2019
3i Group PLC	Financials	Diversified Financials	8.586.645.918,03 €	✓
Flutter Entertainment PLC	Consumer Discretionary	Consumer Services	8.581.926.400,00 €	
Red Electrica Corp SA	Utilities	Utilities	8.573.412.352,00 €	
Ubisoft Entertainment SA	Communication Services	Media & Entertainment	8.554.750.464,00 €	
Alstom SA	Industrials	Capital Goods	8.525.990.912,00 €	✓
Intertek Group PLC	Industrials	Commercial & Professional Services	8.476.801.069,52 €	
Stora Enso Oyj	Materials	Materials	8.436.611.584,00 €	
WPP PLC	Communication Services	Media & Entertainment	8.404.739.647,30 €	
Yara International ASA	Materials	Materials	8.357.453.012,46 €	
Kingspan Group PLC	Industrials	Capital Goods	8.350.187.008,00 €	
Schroders PLC	Financials	Diversified Financials	8.327.553.773,69 €	
HeidelbergCement AG	Materials	Materials	8.303.729.664,00 €	
Aeroports de Paris	Industrials	Transportation	8.302.794.752,00 €	✓
Bureau Veritas SA	Industrials	Commercial & Professional Services	8.282.116.608,00 €	✓
Erste Group Bank AG	Financials	Banks	8.273.650.176,00 €	
Admiral Group PLC	Financials	Insurance	8.234.814.720,01 €	
Tele2 AB	Communication Services	Telecommunication Services	8.200.767.434,39 €	
Persimmon PLC	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	8.097.385.396,35 €	
Mowi ASA	Consumer Staples	Food, Beverage & Tobacco	8.027.882.753,65 €	
Industriavarden AB	Financials	Diversified Financials	7.963.577.582,85 €	
Hargreaves Lansdown PLC	Financials	Diversified Financials	7.894.036.352,45 €	
Sage Group PLC/The	Information Technology	Software & Services	7.861.038.294,02 €	
Orkla ASA	Consumer Staples	Food, Beverage & Tobacco	7.833.196.222,50 €	✓
Julius Baer Group Ltd	Financials	Diversified Financials	7.733.732.940,03 €	
Logitech International SA	Information Technology	Technology Hardware & Equipment	7.706.461.296,77 €	
Spirax-Sarco Engineering PLC	Industrials	Capital Goods	7.531.531.956,50 €	
Telecom Italia SpA/Milano	Communication Services	Telecommunication Services	7.530.733.056,00 €	✓
Informa PLC	Communication Services	Media & Entertainment	7.520.560.811,68 €	✓
Aroundtown SA	Real Estate	Real Estate	7.482.257.408,00 €	
Tenaris SA	Energy	Energy	7.472.798.208,00 €	
Solvay SA	Materials	Materials	7.464.287.232,00 €	
Mondi PLC	Materials	Materials	7.451.259.071,07 €	
InterContinental Hotels Group PLC	Consumer Discretionary	Consumer Services	7.415.333.258,42 €	✓
LEG Immobilien AG	Real Estate	Real Estate	7.390.953.472,00 €	
Alfa Laval AB	Industrials	Capital Goods	7.309.265.680,07 €	
Eiffage SA	Industrials	Capital Goods	7.257.880.064,00 €	
ACS Actividades de Construccion y Servic	Industrials	Capital Goods	7.240.432.128,00 €	✓
CNH Industrial NV	Industrials	Capital Goods	7.236.409.344,00 €	✓
Unibail-Rodamco-Westfield	Real Estate	Real Estate	7.188.124.160,00 €	
Croda International PLC	Materials	Materials	7.146.818.470,34 €	
Skanska AB	Industrials	Capital Goods	7.114.268.427,70 €	
United Utilities Group PLC	Utilities	Utilities	7.109.701.457,81 €	✓
Next PLC	Consumer Discretionary	Retailing	7.011.846.767,74 €	
Atos SE	Information Technology	Software & Services	6.893.645.312,00 €	✓
Svenska Cellulosa AB SCA	Materials	Materials	6.696.656.837,17 €	
Rolls-Royce Holdings PLC	Industrials	Capital Goods	6.649.108.480,55 €	✓
Smurfit Kappa Group PLC	Materials	Materials	6.632.142.336,00 €	
Bunzl PLC	Industrials	Capital Goods	6.610.391.839,96 €	
Severn Trent PLC	Utilities	Utilities	6.604.146.121,00 €	
SKF AB	Industrials	Capital Goods	6.574.972.126,97 €	
Ageas	Financials	Insurance	6.560.239.104,00 €	
MTU Aero Engines AG	Industrials	Capital Goods	6.549.328.384,00 €	
Accor SA	Consumer Discretionary	Consumer Services	6.532.347.904,00 €	
Randstad NV	Industrials	Commercial & Professional Services	6.507.276.288,00 €	✓
Swiss Prime Site AG	Real Estate	Real Estate	6.479.815.439,49 €	
DCC PLC	Industrials	Capital Goods	6.399.394.904,98 €	
Baloise Holding AG	Financials	Insurance	6.338.019.979,97 €	
Adecco Group AG	Industrials	Commercial & Professional Services	6.328.802.100,48 €	
Suez SA	Utilities	Utilities	6.305.618.432,00 €	✓
ABN AMRO Bank NV	Financials	Banks	6.284.839.936,00 €	✓
Burberry Group PLC	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	6.261.672.335,76 €	✓
Proximus SADP	Communication Services	Telecommunication Services	6.251.774.976,00 €	
Publicis Groupe SA	Communication Services	Media & Entertainment	6.208.026.624,00 €	
Brenntag AG	Industrials	Capital Goods	6.189.270.016,00 €	
United Internet AG	Communication Services	Telecommunication Services	6.138.160.128,00 €	
Barratt Developments PLC	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	6.044.939.776,29 €	
Berkeley Group Holdings PLC	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	6.036.872.291,37 €	
Arkema SA	Materials	Materials	5.775.186.944,00 €	
Standard Life Aberdeen PLC	Financials	Diversified Financials	5.688.018.799,22 €	✓
Taylor Wimpey PLC	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	5.680.272.767,83 €	✓
Covestro AG	Materials	Materials	5.565.029.888,00 €	
Land Securities Group PLC	Real Estate	Real Estate	5.521.633.974,58 €	✓
Melrose Industries PLC	Industrials	Capital Goods	5.507.091.580,79 €	
Smiths Group PLC	Industrials	Capital Goods	5.450.308.310,74 €	
Enagas SA	Utilities	Utilities	5.449.393.664,00 €	✓

Figura 55 - S&P 350 EUROPE (fonte: Bloomberg) - parte 4

AZIENDA	SETTORE GICS®	INDUSTRIA GICS®	CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO (€) 06/05/2020	DJSI EUROPE 2019
Clariant AG	Materials	Materials	5.445.570.428,37 €	✓
Klepierre SA	Real Estate	Real Estate	5.279.974.912,00 €	
Valeo SA	Consumer Discretionary	Automobiles & Components	5.184.700.416,00 €	
St James's Place PLC	Financials	Diversified Financials	5.147.851.084,26 €	
Kinnevik AB	Financials	Diversified Financials	5.122.613.209,55 €	
Renault SA	Consumer Discretionary	Automobiles & Components	5.120.135.680,00 €	
Wm Morrison Supermarkets PLC	Consumer Staples	Food & Staples Retailing	5.090.301.497,17 €	
GVC Holdings PLC	Consumer Discretionary	Consumer Services	5.029.884.685,52 €	✓
Boliden AB	Materials	Materials	4.922.605.672,49 €	
Prysmian SpA	Industrials	Capital Goods	4.917.765.632,00 €	
J Sainsbury PLC	Consumer Staples	Food & Staples Retailing	4.855.102.988,91 €	
DS Smith PLC	Materials	Materials	4.757.235.664,01 €	
Aegon NV	Financials	Insurance	4.684.679.168,00 €	
Mediobanca Banca di Credito Finanziario	Financials	Banks	4.581.673.472,00 €	
Norsk Hydro ASA	Materials	Materials	4.575.840.222,90 €	✓
SCOR SE	Financials	Insurance	4.510.546.432,00 €	
International Consolidated Airlines Grou	Industrials	Transportation	4.466.431.275,42 €	
Whitbread PLC	Consumer Discretionary	Consumer Services	4.392.278.054,50 €	
Johnson Matthey PLC	Materials	Materials	4.274.987.472,16 €	
Direct Line Insurance Group PLC	Financials	Insurance	4.258.533.987,10 €	
RSA Insurance Group PLC	Financials	Insurance	4.249.729.568,45 €	
Commerzbank AG	Financials	Banks	4.103.975.936,00 €	
British Land Co PLC/The	Real Estate	Real Estate	4.071.589.358,12 €	✓
Pearson PLC	Communication Services	Media & Entertainment	4.014.874.845,05 €	✓
Wartsila OYJ Abp	Industrials	Capital Goods	3.952.712.192,00 €	✓
LANXESS AG	Materials	Materials	3.945.647.104,00 €	✓
Deutsche Lufthansa AG	Industrials	Transportation	3.881.024.512,00 €	
GEA Group AG	Industrials	Capital Goods	3.866.142.208,00 €	
Securitas AB	Industrials	Commercial & Professional Services	3.864.761.236,72 €	
Electrolux AB	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	3.791.143.597,07 €	✓
Kingfisher PLC	Consumer Discretionary	Retailing	3.769.803.540,55 €	✓
M&G PLC	Financials	Diversified Financials	3.700.329.613,67 €	
Metso Oyj	Industrials	Capital Goods	3.682.028.800,00 €	
Tate & Lyle PLC	Consumer Staples	Food, Beverage & Tobacco	3.541.918.247,33 €	
Leonardo SpA	Industrials	Capital Goods	3.402.993.152,00 €	✓
thyssenkrupp AG	Materials	Materials	3.360.426.240,00 €	
ITV PLC	Communication Services	Media & Entertainment	3.334.938.600,15 €	
Pandora A/S	Consumer Discretionary	Consumer Durables & Apparel	3.282.855.978,70 €	
Travis Perkins PLC	Industrials	Capital Goods	3.089.422.725,98 €	
Weir Group PLC/The	Industrials	Capital Goods	2.838.548.803,02 €	
Centrica PLC	Utilities	Utilities	2.705.575.753,99 €	
SES SA	Communication Services	Media & Entertainment	2.673.466.368,00 €	
IMI PLC	Industrials	Capital Goods	2.490.141.055,87 €	
easyJet PLC	Industrials	Transportation	2.448.236.324,83 €	
TUI AG	Consumer Discretionary	Consumer Services	2.113.393.535,26 €	
Marks & Spencer Group PLC	Consumer Discretionary	Retailing	1.949.517.017,92 €	✓
Banco de Sabadell SA	Financials	Banks	1.946.929.792,00 €	
Bank of Ireland Group PLC	Financials	Banks	1.827.525.888,00 €	
Micro Focus International PLC	Information Technology	Software & Services	1.816.420.558,94 €	
G4S PLC	Industrials	Commercial & Professional Services	1.780.898.473,13 €	

Figura 56 - S&P 350 EUROPE (fonte: Bloomberg) - parte 5

Si precisa che i nominativi delle aziende che compongono il *Dow Jones Sustainability Index* non sono disponibili sulla piattaforma Bloomberg messa a disposizione dall'Università Ca' Foscari. Si è quindi proceduto a ottenere la lista dei componenti attraverso i documenti prodotti da *RobecoSAM*: le tabelle sopra riportate fanno riferimento all'indice 2019, ovvero alle migliori aziende in termini di sostenibilità, valutate nel periodo luglio 2018 - luglio 2019 (RobecoSAM, 2020).

La situazione di emergenza legata al *Covid-19* ha inoltre reso temporaneamente inaccessibile il *Bloomberg Financial Lab*; di conseguenza la capitalizzazione di mercato delle varie compagnie appartenenti al *DJSI* è stata determinata come segue:

- Per le aziende presenti sia nel *DJSI Europa*, sia nel *S&P 350 Europe*, è stata riportata la capitalizzazione di mercato presente in quest'ultimo;
- Per le aziende non presenti nell'indice *S&P 350 Europe* si è ricercata la capitalizzazione di mercato sul sito *Yahoo Finance* allo stesso giorno di estrazione del primo indice (ovvero il 6 maggio 2020);
 - o Le aziende quotate in paesi che utilizzano l'euro come valuta nazionale non hanno richiesto la conversione di valuta. Nelle tabelle sopra esposte sono state contraddistinte dal simbolo (*);
 - o Le aziende quotate in paesi che utilizzano una valuta diversa dall'euro hanno richiesto la conversione di valuta. Nelle tabelle sopra esposte sono state contraddistinte dal simbolo (**). La conversione è stata calcolata in base ai valori esposti dal sito *Morningstar* al 6 maggio 2020, che vengono riportati nella tabella che segue ("Morningstar," 2020).

PAESE	TASSO DI CONVERSIONE
Danimarca	1 Corona Danese = 0,13 EURO
Regno Unito	1 Sterlina Britannica = 1,14 EURO
Svezia	1 Corona Svedese = 0,094 EURO
Svizzera	1 Franco Svizzero = 0,95 EURO

Figura 57 - Tassi di Conversione valuta al 6 maggio 2020 (fonte: Morningstar)

Con lo scopo di poter analizzare in seguito eventuali differenze, per ogni azienda è stato riportato anche il principale settore ed il gruppo di industria in cui esse operano. Questi sono state definiti facendo riferimento al *Global Industry Classification Standard (GICS)*, sviluppato dalle aziende *MSCI e Standard and Poor's*, ed ampiamente adottato nel mondo della finanza. La struttura *GICS* distingue le attività aziendali in 11 settori, 24 gruppi di industria, 69 industrie e 158 sottogruppi di industria; si riporta la classificazione ufficiale fino al livello industria.

The Global Industry Classification Standard (GICS®)				
SETTORE	GRUPPO INDUSTRIALE		INDUSTRIA	
10	Energy	1010	Energy	101010 Energy Equipment & Services 101020 Oil, Gas & Consumable Fuels
15	Materials	1510	Materials	151010 Chemicals 151020 Construction Materials 151030 Containers & Packaging 151040 Metals & Mining 151050 Paper & Forest Products
20	Industrials	2010	Capital Goods	201010 Aerospace & Defense 201020 Building Products 201030 Construction & Engineering 201040 Electrical Equipment 201050 Industrial Conglomerates 201060 Machinery 201070 Trading Companies & Distributors
		2020	Commercial & Professional Services	202010 Commercial Services & Supplies 202020 Professional Services
		2030	Transportation	203010 Air Freight & Logistics 203020 Airlines 203030 Marine 203040 Road & Rail 203050 Transportation Infrastructure
25	Consumer Discretionary	2510	Automobiles & Components	251010 Auto Components 251020 Automobiles
		2520	Consumer Durables & Apparel	252010 Household Durables 252020 Leisure Products 252030 Textiles, Apparel & luxury goods
		2530	Consumer Services	253010 Hotels, Restaurants & Leisure 253020 Diversified Consumer Services
		2550	Retailing	255010 Distributors 255020 Internet & Direct Marketing Retail 255030 Multiline Retail 255040 Specialty Retail
30	Consumer Staples	3010	Food & Staples Retailing	301010 Food & Staples Retailing
		3020	Food, Beverage & Tobacco	302010 Beverages 302020 Food Products 302030 Tobacco
		3030	Household & Personal Products	303010 Household Product 303020 Personal Products
35	Health Care	3510	Health Care Equipment & Services	351010 Health Care Equipment & Supplies 351020 Health Care Providers & Services 351030 Health Care Technology
		3520	Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	352010 Biotechnology 352020 Pharmaceuticals 352030 Life Sciences Tools & Services
40	Financials	4010	Banks	401010 Banks 401020 Thrifts & Mortgage Finance
		4020	Diversified Financials	402010 Diversified Financial Services 402020 Consumer Finance 402030 Capital Markets 402040 Mortgage Real Estate Investment Trusts (REITs)
		4030	Insurance	403010 Insurance
45	Information Technology	4510	Software & Services	451020 IT Services 451030 Software
		4520	Technology Hardware & Equipment	452010 Communications Equipment 452020 Technology Hardware, Storage & Peripherals 452030 Electronic Equipment, Instruments & Components
		4530	Semiconductors & Semiconductor Equipment	453010 Semiconductors & Semiconductor Equipment
50	Communication Services	5010	Media & Entertainment	501010 Diversified Telecommunication Services 501020 Wireless Telecommunication Services
		5020	Telecommunication Services	502010 Media 502020 Entertainment 502030 Interactive Media & Services
55	Utilities	5510	Utilities	551010 Electric Utilities 551020 Gas Utilities 551030 Multi-Utilities 551040 Water Utilities 551050 Independent Power and Renewable Electricity Producers
60	Real Estate	6010	Real Estate	601010 Equity Real Estate Investment Trusts (REITs) 601020 Real Estate Management & Development

Figura 58 - Global Industry Classification Standard

Per selezionare tra le 491 aziende disponibili un campione significativo ma non eccessivamente dispersivo, si è scelto di utilizzare il criterio della maggiore capitalizzazione di mercato, ampiamente diffuso nell'ambito accademico. Attraverso questo criterio sono quindi state scelte 4 aziende per ognuno dei 24 gruppi industriali, due dal *Dow Jones Sustainability Index Europe* e due dal *S&P 350 Europe*, ottenendo un pool di 95 società. Nella scelta all'interno del *S&P 350 Europe* si è proceduto ad escludere tutti i componenti del *DJSI*, con lo scopo di ottenere aziende relativamente peggiori in termini di valutazione di sostenibilità. Si segnala inoltre che all'interno del *DJSI* è presente solo una azienda per il gruppo industriale *Semiconductors & Semiconductor Equipments*. *RobecoSAM*, oltre a selezionare i componenti dell'indice, individua quali tra le compagnie selezionate si distinguono per una valutazione eccellente in termini ambientali, sociali e di governance a livello globale. Si è ipotizzato che queste aziende, che vengono indicate ufficialmente come *industry leader*, potessero costituire elementi di forte interesse per l'analisi: si è quindi proceduto quindi ad includere nel campione anche le aziende europee leader che fossero state escluse in una prima fase dal criterio della capitalizzazione di mercato. Sono state aggiunte 14 aziende, portando il campione ad un totale di 109 elementi; nella tabella riepilogativa che segue queste saranno contraddistinte dal simbolo (^), inserito di seguito alla ragione sociale.

Si ritiene che questo processo di selezione abbia garantito un campione sufficientemente ampio e diversificato. È stato favorito un confronto tra aziende caratterizzate da un forte orientamento economico-finanziario e aziende che sono state capaci di aggiungere a questi risultati anche ottime performance in termini di sostenibilità.

Per ognuna di queste aziende sono state ricercate le trascrizioni delle precedentemente citate conference call. È stato scelto di ricercare tutti i documenti disponibili in un lasso temporale che comprende gli anni civili 2018, 2019 ed il primo quarto dell'anno 2020. Considerando che questi incontri avvengono generalmente con cadenza trimestrale, ogni società poteva produrre potenzialmente 9 trascrizioni; conseguentemente è stato stimato un campione di 981 documenti.

Si è quindi proceduto all'estrazione del campione: è stato scelto di utilizzare le trascrizioni realizzate dall'azienda *Thomson Reuters*, apprezzabili per la standardizzazione del formato che ha favorito il processo di analisi attraverso il software *Nvivo*. Queste sono state raccolte attraverso la piattaforma *Eikon*, sviluppata dall'azienda appena citata, ed il

sito web *BamSEC*, che raccoglie molte tipologie di documenti ufficiali riguardanti aziende quotate in mercati americani (BamSEC, 2020).

Contemporaneamente all'estrazione dei documenti, si è anche proceduto ad assegnare ad ognuno di questi un nominativo univoco che ha permesso di distinguerlo durante tutto il processo di analisi. La struttura del nominativo è composta da:

- *RAGIONE SOCIALE* dell'azienda, riportata per intero o, ove possibile, abbreviata attraverso acronimi di uso comune (numero di caratteri variabile);
- *TIPOLOGIA DI INCONTRO* due caratteri che permettono di distinguere se la trascrizione è riferita a *Earnings Call (EC)*, *Interim Management Statement (IM)*, *Corporate Sales Call (CS)*, *Trading Statement (TS)*, *Question and Answer Session (QA)* oppure *Business Update (BU)*;
- *ANNO* quattro caratteri che identificano l'anno a cui si fa riferimento nell'incontro (2018, 2019 o 2020);
- *TRIMESTRE* due caratteri che identificano il trimestre a cui si fa riferimento nell'incontro (Q1, Q2, Q3 o Q4).

A titolo esemplificativo, la trascrizione dell'*Earnings Call* dell'azienda *Bayer Motoren Werke AG* relativa al quarto trimestre 2019 è identificata come "BMW EC 2019Q4".

Durante la ricerca sono state riscontrate due particolarità che necessitano precisazioni su quanto appena esposto.

In primis si segnala che alcune aziende effettuano conference call con cadenza semestrale anziché trimestrale, presentando di conseguenza i risultati relativi a sei mesi piuttosto che a tre. All'interno di questo sottogruppo alcune mantengono attiva la relazione con gli analisti finanziari attraverso le altre tipologie di incontri. Si precisa quindi che nei restanti casi (la minor parte) i due caratteri relativi al trimestre potrebbero essere riferiti ai sei mesi antecedenti all'incontro. Nella tabella che espone il campione queste eccezioni saranno esplicitamente evidenziate.

	ANNO CHIUSURA ESERCIZIO	dic-17	gen-18	feb-18	mar-18	apr-18	mag-18	giu-18	lug-18	ago-18	set-18	ott-18	nov-18	dic-18	gen-19	feb-19	mar-19	apr-19	mag-19	giu-19	lug-19	ago-19	set-19	ott-19	nov-19	dic-19	gen-20	feb-20	mar-20	apr-20							
AZIENDA																																					
ADATTAMENTO																																					
AZIENDA																																					
ADATTAMENTO																																					
AZIENDA																																					
ADATTAMENTO																																					
AZIENDA																																					
ADATTAMENTO																																					
AZIENDA																																					
ADATTAMENTO																																					
AZIENDA																																					
ADATTAMENTO																																					
AZIENDA																																					
ADATTAMENTO																																					
AZIENDA																																					
ADATTAMENTO																																					
AZIENDA																																					
ADATTAMENTO																																					
AZIENDA																																					
ADATTAMENTO																																					
AZIENDA																																					
ADATTAMENTO																																					
AZIENDA																																					
ADATTAMENTO																																					
AZIENDA																																					
ADATTAMENTO																																					

Figura 59 - Specifica per adattamento dei trimestri in base al mese di chiusura dell'esercizio sociale

Inoltre, si è riscontrato che non tutte le aziende considerate nel campione concludono il proprio esercizio nel mese di dicembre. Questo crea una discrepanza tra il lasso di tempo normalmente inteso come trimestre in un normale anno civile ed il periodo di tempo per cui l'azienda ha presentato i risultati. Se a titolo esemplificativo si considerano gli incontri avvenuti nel mese di maggio 2020, un'azienda che termina il proprio esercizio in dicembre considererà il trimestre appena trascorso come "Q1 2020", mentre una società che termina l'esercizio in marzo lo considererà come "Q4 2020". Si è preferito allineare la dicitura relativa al trimestre a quella utilizzata per il normale anno civile: di conseguenza, per le aziende che non concludono in dicembre il proprio anno contabile, la dicitura relativa al trimestre è stata adattata secondo quanto esposto nella tabella sopra riportata (*figura 60-61*); anche questa particolarità verrà indicata nella lista che presenta il campione.

A seguito di queste precisazioni è possibile esporre i risultati ottenuti dal processo di estrazione del campione. Nelle due tabelle che seguono sono state riepilogate le informazioni relative alle aziende prese in analisi, al gruppo industriale di appartenenza, alla capitalizzazione di mercato, all'indice preso a riferimento, al mese in cui esse concludono l'esercizio sociale ed infine ai documenti disponibili che sono stati presi in considerazione. Come anticipato, questi ultimi sono identificati da due caratteri che descrivono la tipologia di trascrizione ovvero:

- *Earnings Call* (EC) - 753 documenti;
- *Interim Management Statement* (IM) - 19 documenti;
- *Corporate Sales Call* (CS) - 83 documenti;
- *Trading Statement* (TS) - 48 documenti;
- *Question and Answer Session* (QA) - 3 documenti;
- *Business Update* (BU) - 1 documento.

Il carattere *ND* identifica invece i trimestri per i quali non è stato possibile ottenere alcun documento (79). Si segnala inoltre che eventuali particolarità sono state specificate nella colonna dedicata alle note. Il totale dei documenti analizzato è quindi di 907, su un campione potenziale di 981, ovvero una copertura del 92,46%.

Nella tabella sottostante sono stati invece riassunte le quantità di documenti presi in esame per ogni gruppo industriale *GICS*. Il settore *Capital Goods* risulta essere quello con numeri maggiori in quanto comprende diverse aziende considerate come *Industry Leader* dal *Dow Jones Sustainability Index*; viceversa *Consumer Services* ha contribuito con il minor numero di documenti in quanto è prassi per il settore organizzare questa tipologia di confronto con cadenza semestrale.

GRUPPO INDUSTRIALE (GICS)	N°AZIENDE	TOTALE TRANSCRIPT	NON DISPONIBILI (ND)	EARNINGS CALL (EC)	INTERIM MANAGEMENT STATEMENT (IM)	CORPORATE SALE (CS)	TRADING STATEMENT (TS)	ALTRO (BU & QA)
Automobiles & Components	5	44	1	39	0	5	0	0
Banks	4	36	0	31	5	0	0	0
Capital Goods	7	63	1	57	0	5	0	1
Commercial & Professional Services	4	17	19	17	0	0	0	0
Consumer Durables & Apparel	5	39	6	24	5	10	0	0
Consumer Services	4	34	2	21	0	4	9	0
Diversified Financials	4	31	5	26	5	0	0	0
Energy	6	54	0	54	0	0	0	0
Food & Staples Retailing	4	38	0	27	0	7	4	0
Food, Beverage & Tobacco	4	27	10	26	0	0	1	0
Health Care Equipment & Services	4	32	4	32	0	0	0	0
Household & Personal Products	4	36	0	21	4	5	6	0
Insurance	4	32	4	26	0	5	0	1
Materials	4	28	10	16	0	5	5	2
Media & Entertainment	5	42	0	29	0	4	9	0
Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	5	45	0	40	0	5	0	0
Real Estate	4	32	4	27	0	5	0	0
Retailing	4	37	1	26	0	3	8	0
Semiconductors & Semiconductor Equipment	3	27	0	27	0	0	0	0
Software & Services	5	38	7	33	0	5	0	0
Technology Hardware & Equipment	4	36	0	31	0	5	0	0
Telecommunication Services	4	36	0	32	0	0	4	0
Transportation	6	50	4	43	0	5	2	0
Utilities	6	53	1	48	0	5	0	0
Totale complessivo	109	907	79	753	19	83	48	4

Figura 62 - Riepilogo documenti campione in base a GICS

3.4.2. Il processo di analisi

Attraverso le funzionalità del software *Nvivo* è stata realizzata la principale analisi delle 907 conference call ottenute dal campione di riferimento.

In primis si è proceduto a caricare i file all'interno del progetto e, al fine di indirizzare con maggiore precisione le successive analisi, si è suddiviso il contenuto di ognuna in quattro sezioni attraverso il processo di *coding*: elenco dei partecipanti dell'azienda, elenco degli analisti finanziari collegati, presentazione aziendale e domande/risposte finali.

È quindi stato necessario individuare una tassonomia che definisse in linea generica gli ambiti ambientali, sociali e di governance. Per mantenere un certo grado di oggettività nella selezione dei termini e nella classificazione degli stessi, le keyword dell'analisi sono

state individuate facendo riferimento alla terminologia utilizzata all'interno degli standard GRI (Global Reporting Initiative, 2016):

“The GRI Standards create a common language for organizations and stakeholders, with which the economic, environmental, and social impacts of organizations can be communicated and understood. The Standards are designed to enhance the global comparability and quality of information on these impacts, thereby enabling greater transparency and accountability of organizations.”

La struttura modulare degli standard prevede, oltre ai primi due livelli generici, tre gruppi dedicati alla sostenibilità: GRI 200 (ambito economico), GRI 300 (ambito ambientale) e GRI 400 (ambito sociale). Ognuna di queste categorie contiene diversi documenti atti a illustrare le principali problematiche legate al macro-tema di riferimento, e a proporre metodologie di esposizione dei relativi dati utilizzabili dall'azienda.

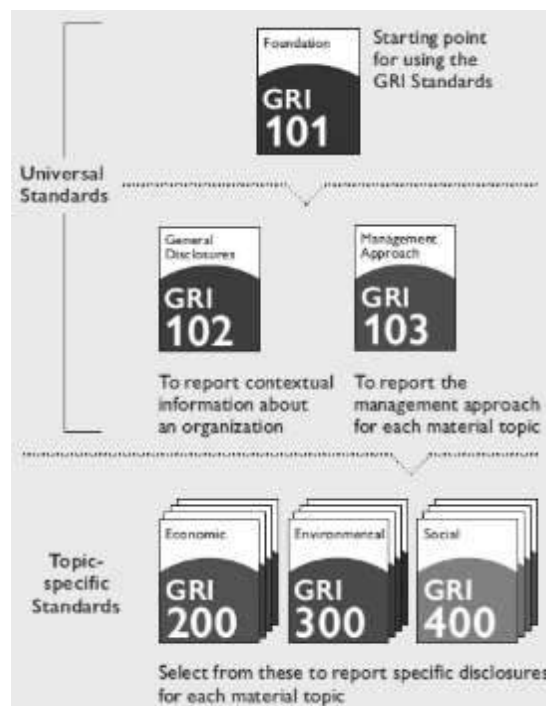


Figura 63 - Struttura GRI standard (Global Reporting Initiative, 2016)

A seguito di una consultazione di questi documenti⁴ si è proceduto a selezionare 129 termini che apparivano negli stessi: 30 economici, 47 ambientali e 52 sociali.

⁴ Sono state consultate le versioni 2016 degli standard GRI e gli eventuali successivi aggiornamenti.

ECONOMICO	AMBIENTALE	SOCIALE
1 ANTI-TRUST	1 AIR	1 ABSENTEEISM
2 BOARD	2 BIODIVERSITY	2 ASSOCIATION
3 BRAND	3 CARBON	3 BENEFIT
4 CHAIR	4 CATCHMENT	4 CAREER
5 COMPETITION	5 CIRCULARITY	5 CHILD
6 CORRUPTION	6 CLIMATE	6 CLAWBACK
7 DECISION MAKERS	7 CO2	7 CLOSE CALL
8 ECONOMIC	8 COMPOSITION	8 COLLECTIVE BARGAINING
9 EXECUTIVE	9 CONSERVATION	9 COMMITTEE
10 FINANCIAL	10 DISCHARGE	10 COMMUNITY
11 GOVERNANCE	11 DISPOSAL	11 COMMUTING
12 INFRASTRUCTURE	12 EFFICIENCY	12 COMPENSATION
13 INVESTMENT	13 EFFLUENT	13 CONFLICT OF INTEREST
14 MANAGEMENT	14 ELECTRICITY	14 CUSTOMER DATA
15 MARKET	15 EMISSION	15 CUSTOMER HEALTH
16 MONOPOLY	16 ENERGY	16 CUSTOMER SAFETY
17 OPERATION	17 ENVIRONMENT	17 DATA BREACH
18 OWNER	18 FOSSIL FUEL	18 DISCRIMINATION
19 OWNERSHIP	19 FRESHWATER	19 DISEASE
20 PERFORMANCE	20 GHG	20 DIVERSITY
21 PROCUREMENT	21 GLOBAL WARMING	21 DONATION
22 PRODUCT	22 HABITAT	22 EDUCATION
23 RESULT	23 INCINERATION	23 EMPLOYEE
24 SECTOR	24 IUCN	24 EQUAL OPPORTUNITIES
25 SERVICE	25 LANDFILL	25 FATALITY
26 SPENDING	26 MATERIAL	26 FORCED LABOUR
27 SUPPLIER	27 NITROGEN	27 FORMAL AGREEMENT
28 SUPPLY CHAIN	28 OPERATIONAL SITE	28 HAZARD
29 TAX	29 OXIDES	29 HEALTH
30 VALUE	30 OZONE	30 HIRE
	31 PACKAGING	31 HUMAN RIGHTS
	32 PROTECTED AREA	32 INCIDENT
	33 RECLAIMED	33 INDIGENOUS PEOPLES
	34 RECOVERY	34 INJURY
	35 RECYCLE	35 LABELING
	36 RENEWABLE	36 LABOR
	37 REQUIREMENTS	37 OPERATIONAL CHANGES
	38 RESOURCE	38 PARENTAL LEAVE
	39 RESTORED AREA	39 PART-TIME
	40 REUSE	40 POLITICAL CONTRIBUTION
	41 RUNOFF	41 PRIVACY
	42 SPECIES	42 PUBLIC POLICY
	43 SPILL	43 REMUNERATION
	44 SULFUR	44 SAFETY
	45 WASTE	45 SALARY
	46 WATER	46 SECURITY
	47 WITHDRAWAL	47 SKILL
		48 TRADE UNIONS
		49 TRAIN
		50 TRANSITION ASSISTANCE
		51 TURNOVER
		52 WORKER

Figura 64 – ANALISI Termini inizialmente selezionati dagli standard GRI

Gli standard *GRI 200* vengono denominati dalla stessa organizzazione promotrice come standard di tipo *economico*, ma il loro contenuto ha piuttosto l'obiettivo di definire i temi di una *governance* sostenibile. Né la letteratura, né la pratica hanno definito un confine marcato fra i due termini: la *governance* è da intendersi come un sottoinsieme dell'ambito economico, ma alcune teorie, come ad esempio la precedentemente citata *triple bottom line*, sostengono che l'equilibrio economico (propriamente inteso) sia essenziale al raggiungimento della sostenibilità d'azienda. Sebbene la tassonomia sia tratta da documenti dedicati principalmente ai temi della *governance*, si è consapevoli che i termini scelti possano descrivere più generalmente i risultati *economici e finanziari*. Si ritiene quindi corretto precisare che il paragrafo successivo proporrà quindi un confronto tra gli ambiti economici, ambientali e sociali, ampiamente intesi, come descritti nella teoria della *triple bottom line*.

Sono state poi costruite delle *word search query* che ricercassero i termini sopra riportati all'interno delle sezioni relative alla presentazione aziendale e alle domande degli analisti. Sono state volutamente escluse le liste dei partecipanti al fine di non includere riferimenti forvianti a sezioni che sono da considerarsi prive di contenuto di valore per questo specifico passaggio. Le query sono state impostate in modo da includere, oltre al termine preciso, anche tutti quelli considerati come *stemmed* dal software: questa opzione permette di includere le varianti della parola dovute ad eventuali desinenze (es. *environment – environmental*).

Come per l'analisi precedentemente presentata, lo scopo è quello di individuare la frequenza con cui questi temi vengono affrontati all'interno delle conference call. Le ulteriori caratteristiche attribuite ad ogni documento hanno permesso inoltre di realizzare alcuni confronti che verranno esplicitati nel paragrafo che segue.

3.4.3 Analisi dei risultati

Una prima analisi dei risultati ottenuti ha evidenziato che alcuni dei termini ricercati hanno restituito riferimenti in nessun modo associati alle tematiche di sostenibilità: ciò è dovuto alla moltitudine di significati che il termine stesso può assumere. Per evitare di compromettere l'analisi si è quindi proceduto ad eliminare queste keyword: se ne fornisce dettaglio nella *figura 65* (25 termini).

Altri termini presentano invece un duplice significato; in considerazione della loro natura principalmente riconducibile all'ambito di riferimento, e all'impossibilità di operare una oggettiva suddivisione dei risultati, si è preferito includere comunque queste keyword nell'analisi. Questi termini sono riconoscibili dal carattere * presente nella figure 68 e 69. Se ne fornisce un esempio attraverso il *wordtree* del termine *spill* (figura 66): come si può osservare dall'immagine esso assume nella maggior parte dei casi il significato di fuoriuscita (di inquinanti), ma talvolta può essere stato utilizzato per descrivere connotati economici.

TERMINE	N° CONFERENCE		AMBITO
	CALL (TOT 907)	N° RIFERIMENTI	
AIR	181	1.574	AMBIENTALE
CATCHMENT	15	40	AMBIENTALE
COMPOSITION	112	163	AMBIENTALE
CONSERVATION	233	386	AMBIENTALE
DISPOSAL	390	1.339	AMBIENTALE
OPERATIONAL SITE	4	4	AMBIENTALE
RECOVERY	410	1.346	AMBIENTALE
REQUIREMENTS	568	1.523	AMBIENTALE
RESOURCE	351	879	AMBIENTALE
RUNOFF	25	71	AMBIENTALE
SPECIES	4	5	AMBIENTALE
WITHDRAWAL	56	78	AMBIENTALE
BOARD	676	9.732	ECONOMICO
EXECUTIVE	809	12.199	ECONOMICO
ASSOCIATION	490	1.230	SOCIALI
BENEFIT	799	4.534	SOCIALI
CLAWBACK	7	11	SOCIALI
CLOSE CALL	57	64	SOCIALI
COMMITTEE	147	476	SOCIALI
COMMUNITY	591	1.911	SOCIALI
DISCRIMINATION	6	7	SOCIALI
FORMAL AGREEMENT	1	1	SOCIALI
LABELING	124	448	SOCIALI
POLITICAL CONTRIBUTION	1	1	SOCIALI
REMUNERATION	100	280	SOCIALI
MEDIA DOCUMENTI	246		
TOTALE RIFERIMENTI		38.302	

Figura 65 - ANALISI Termini eliminati in quanto fuorvianti

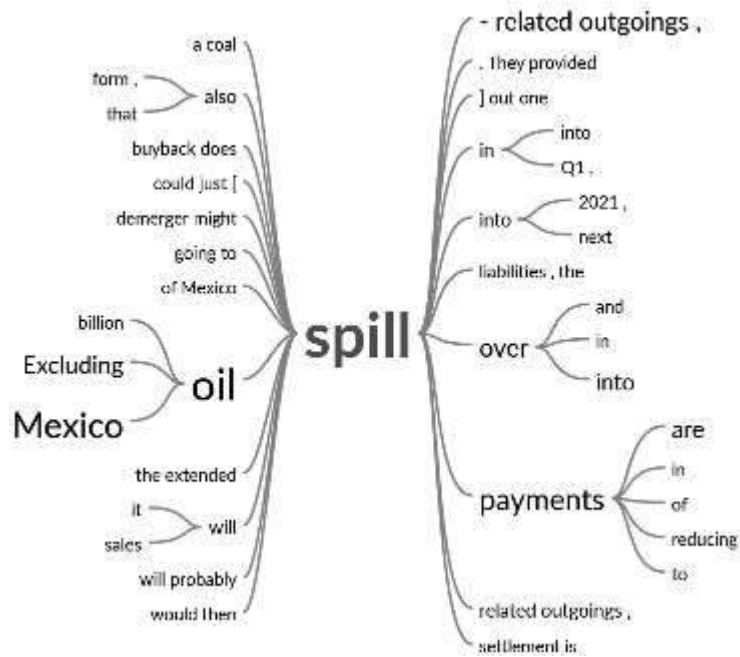


Figura 66 - ANALISI Word Tree termine spill

Queste problematiche potrebbero essere superate grazie all'utilizzo di una terminologia più precisa, ricca di termini composti. Tuttavia, si è ritenuto che keyword estremamente specifiche avrebbero potuto restituire un numero eccessivamente limitato di risultati. Considerate le caratteristiche offerte dal sistema di ricerca del software, si è ritenuto più utile mantenere una tassonomia "generica", prestando la dovuta attenzione ai risultati ottenuti. La tassonomia definitiva è quindi composta da 104 keywords di cui 28 per l'ambito economico, 35 per quello ambientale e 41 per quello sociale.

Premesso quanto appena esposto, si riportano ora i risultati relativi ai termini ritenuti validi ai fini dell'analisi, suddividendoli per ambito: la colonna *n° conference call* indica il numero di documenti in cui il termine è apparso, mentre la colonna *n° riferimenti* contiene invece il numero totale di apparizione del termine all'interno dei documenti. I termini appaiono in media in 216 documenti, con una somma totale di 186.075 riferimenti.

ID	TERMINE	N° CONFERENCE CALL (TOT 907)	N° RIFERIMENTI	AMBITO	CONSIDERAZIONI
E13	MARKET	905	29.946	ECONOMICO	
E20	PRODUCT	851	15.020	ECONOMICO	
E12	MANAGEMENT	877	13.662	ECONOMICO	
E11	INVESTMENT	903	13.486	ECONOMICO	
E15	OPERATION	891	12.780	ECONOMICO	
E18	PERFORMANCE	887	11.985	ECONOMICO	
E21	RESULT	895	11.527	ECONOMICO	
E23	SERVICE	740	6.770	ECONOMICO	
E08	FINANCIAL	869	6.713	ECONOMICO	
E02	BRAND	505	6.656	ECONOMICO	
E28	VALUE	786	5.876	ECONOMICO	
E04	COMPETITION	705	3.860	ECONOMICO	
E27	TAX	657	3.655	ECONOMICO	
E24	SPENDING	601	2.141	ECONOMICO	
E10	INFRASTRUCTURE	403	1.753	ECONOMICO	
E09	GOVERNANCE	479	1.750	ECONOMICO	
E22	SECTOR	512	1.723	ECONOMICO	
E07	ECONOMIC	533	1.578	ECONOMICO	
E26	SUPPLY CHAIN	350	1.199	ECONOMICO	
E25	SUPPLIER	301	924	ECONOMICO	
E19	PROCUREMENT	201	482	ECONOMICO	
E16	OWNER	134	417	ECONOMICO	
E17	OWNERSHIP	147	249	ECONOMICO	
E03	CHAIR	42	53	ECONOMICO	
E05	CORRUPTION	7	8	ECONOMICO	
E06	DECISION MAKERS	5	6	ECONOMICO	
E14	MONOPOLY	4	5	ECONOMICO	
E01	ANTI-TRUST	-	-	ECONOMICO	
MEDIA DOCUMENTI		507			
TOTALE RIFERIMENTI			154.224		

Figura 67 - ANALISI Risultati delle word search query – ambito economico

ID	TERMINE	N° CONFERENCE CALL (TOT 907)	N° RIFERIMENTI	AMBITO	CONSIDERAZIONI
A07	EFFICIENCY	709	3.546	AMBIENTALE	*
A12	ENVIRONMENT	720	3.371	AMBIENTALE	*
A21	MATERIAL	761	3.190	AMBIENTALE	*
A11	ENERGY	350	2.612	AMBIENTALE	
A29	RENEWABLE	395	2.403	AMBIENTALE	*
A09	ELECTRICITY	236	1.281	AMBIENTALE	
A02	CARBON	169	756	AMBIENTALE	
A05	CO2	136	576	AMBIENTALE	
A10	EMISSION	178	559	AMBIENTALE	
A25	PACKAGING	230	553	AMBIENTALE	
A04	CLIMATE	154	400	AMBIENTALE	
A35	WATER	128	370	AMBIENTALE	
A34	WASTE	99	248	AMBIENTALE	
A28	RECYCLE	83	215	AMBIENTALE	
A03	CIRCULARITY	39	73	AMBIENTALE	
A33	SULFUR	25	56	AMBIENTALE	
A32	SPILL	24	43	AMBIENTALE	*
A31	REUSE	23	37	AMBIENTALE	
A16	GLOBAL WARMING	11	23	AMBIENTALE	
A01	BIODIVERSITY	11	20	AMBIENTALE	
A06	DISCHARGE	8	13	AMBIENTALE	
A13	FOSSIL FUEL	11	11	AMBIENTALE	
A20	LANDFILL	8	10	AMBIENTALE	
A22	NITROGEN	8	9	AMBIENTALE	
A15	GHG	3	5	AMBIENTALE	
A27	RECLAIMED	4	4	AMBIENTALE	
A23	OXIDES	3	3	AMBIENTALE	
A17	HABITAT	1	1	AMBIENTALE	
A18	INCINERATION	1	1	AMBIENTALE	
A26	PROTECTED AREA	1	1	AMBIENTALE	
A08	EFFLUENT	-	-	AMBIENTALE	
A14	FRESHWATER	-	-	AMBIENTALE	
A19	IUCN	-	-	AMBIENTALE	
A24	OZONE	-	-	AMBIENTALE	
A30	RESTORED AREA	-	-	AMBIENTALE	
MEDIA DOCUMENTI		129			
TOTALE RIFERIMENTI			20.390		
<i>Riferimenti dal possibile duplice significato</i>			<i>12.553</i>		

Figura 68 - ANALISI Risultati delle word search query – ambito ambientale

ID	TERMINE	N° CONFERENCE CALL (TOT 907)	N° RIFERIMENTI	AMBITO	CONSIDERAZIONI
S21	HEALTH	383	2.713	SOCIALE	
S35	SECURITY	552	1.780	SOCIALE	*
S16	EMPLOYEE	387	1.083	SOCIALE	
S06	COMPENSATION	396	1.031	SOCIALE	*
S33	SAFETY	274	799	SOCIALE	
S27	LABOR	191	776	SOCIALE	
S15	EDUCATION	135	491	SOCIALE	
S38	TRAIN	199	482	SOCIALE	
S22	HIRE	152	345	SOCIALE	
S12	DISEASE	71	335	SOCIALE	
S13	DIVERSITY	178	273	SOCIALE	*
S40	TURNOVER	111	238	SOCIALE	*
S36	SKILL	142	236	SOCIALE	
S41	WORKER	71	127	SOCIALE	
S24	INCIDENT	72	121	SOCIALE	
S34	SALARY	76	120	SOCIALE	
S14	DONATION	42	78	SOCIALE	
S02	CAREER	55	76	SOCIALE	
S08	CUSTOMER DATA	41	64	SOCIALE	
S31	PRIVACY	17	46	SOCIALE	
S03	CHILD	33	43	SOCIALE	
S26	INJURY	18	31	SOCIALE	
S18	FATALITY	18	29	SOCIALE	
S09	CUSTOMER HEALTH	15	20	SOCIALE	
S37	TRADE UNIONS	12	20	SOCIALE	
S20	HAZARD	13	16	SOCIALE	
S28	OPERATIONAL CHANGES	15	16	SOCIALE	
S30	PART-TIME	12	15	SOCIALE	
S10	CUSTOMER SAFETY	7	10	SOCIALE	
S05	COMMUTING	8	8	SOCIALE	
S01	ABSENTEEISM	3	7	SOCIALE	
S23	HUMAN RIGHTS	7	7	SOCIALE	
S04	COLLECTIVE BARGAINING	4	5	SOCIALE	
S17	EQUAL OPPORTUNITIES	5	5	SOCIALE	
S32	PUBLIC POLICY	4	5	SOCIALE	
S07	CONFLICT OF INTEREST	1	4	SOCIALE	
S11	DATA BREACH	4	4	SOCIALE	
S29	PARENTAL LEAVE	1	2	SOCIALE	
S19	FORCED LABOUR	-	-	SOCIALE	
S25	INDIGENOUS PEOPLES	-	-	SOCIALE	
S39	TRANSITION ASSISTANCE	-	-	SOCIALE	
MEDIA DOCUMENTI		91			
TOTALE RIFERIMENTI			11.461		
<i>Riferimenti dal possibile duplice significato</i>			<i>3.322</i>		

Figura 69 - ANALISI Risultati delle word search query – ambito sociale

In base ai dati esposti risulta già evidente la centralità dell'ambito economico.

Tuttavia, è comunque necessario considerare che le dimensioni ambientali e sociali sono state ricercate utilizzando un numero maggiore di keyword; si deve inoltre valutare che le varie categorie delle successive analisi potrebbero essere composte da un numero differente di documenti. Per una maggiore precisione dell'analisi, le varie considerazioni verranno quindi basate su un valore ponderato dei riferimenti, esposto sotto la colonna "valori ponderati", identificata anche dalla dicitura "(p)"; coerentemente, tutti i grafici utilizzeranno questi valori come serie di dati.

La formula di ponderazione dipende dal numero di fattori da considerare:

- In presenza di un solo fattore, il numero di termini utilizzati per rappresentare un ambito, la formula di ponderazione utilizzata è:
n° di riferimenti / n° di termini per ambito;
- In presenza di due fattori, numero di termini per ambito e numero di documenti per ciascuna categoria, la formula di ponderazione utilizzata è:
*n° di riferimenti / (n° di termini per ambito * n° di documenti per categoria).*

Analisi dei risultati suddivisi per ambito

AMBITO	N° TERMINI PER AMBITO	MEDIA DI CONFERENZE CALL (TOT 907)	N° RIFERIMENTI	valori ponderati
				% N° di RIFERIMENTI (p)
ECONOMICO	28	507	154.224	86,47%
AMBIENTALE	35	129	20.390	9,15%
SOCIALE	41	91	11.461	4,39%
Totale complessivo	104	216	186.075	100,00%

Figura 70 - ANALISI Riferimenti suddivisi per ambito (tabella)

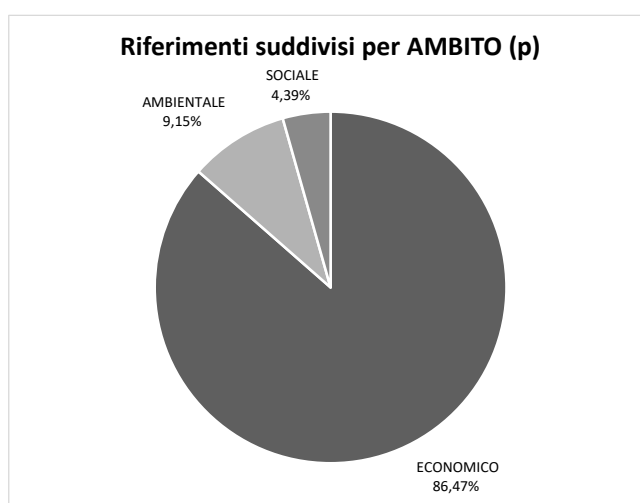


Figura 71 - ANALISI Riferimenti suddivisi per ambito (grafico)

Con risultati ancora più evidenti è possibile ora commentare la predominanza dell'ambito economico (86,47%) rispetto a quello ambientale (9,15%) e a quello sociale (4,39%). Come precedentemente precisato, i termini di tipo economico sono adatti a descrivere i risultati ottenuti dall'azienda classicamente intesi. Si ritiene quindi coerente che parole come *market, management, investment, performance, etc.* siano fortemente presenti nelle conversazioni tra i vertici dell'impresa e gli analisti finanziari in quanto tipiche dei ruoli di questi soggetti.

La tassonomia di tipo ambientale presenta un numero di riferimenti notevolmente inferiore rispetto all'ambito economico (20.390 rispetto a 154.224). I termini che hanno restituito più risultati sono legati al consumo di risorse energetiche e alle relative emissioni (*efficiency, energy, renewable, electricity, carbon, co2, emission*): una possibile giustificazione risiede nella relativa facilità della quantificazione e comunicazione di questa tipologia di dati. Decisamente meno riscontro hanno avuto le keyword relative alla protezione della natura e della biodiversità (*biodiversity, landfill, habitat, protected area, etc.*), tanto da non registrare riferimenti in alcuni casi.

Ancora minore attenzione è stata dedicata alle tematiche sociali, rappresentate da 11.461 riferimenti su un totale di 186.075. I temi più trattati riguardano la sicurezza e l'istruzione dei lavoratori (*health, safety, education, train, etc.*). Sebbene la prima costituisca un risultato prevedibile, in quanto attentamente regolamentata dai legislatori, la seconda potrebbe rivelare un forte desiderio dell'aziende di comunicare all'esterno la propria attenzione allo sviluppo delle competenze dei propri dipendenti.

L'ambito sociale esemplifica inoltre quanto precisato sopra: la ricerca di termini composti, che permetterebbero di descrivere con maggiore precisione l'ambito, hanno fornito un numero di risultati notevolmente minore, in quanto minore è la probabilità che gli interlocutori utilizzino quella precisa combinazione di parole. Si ritiene corretto rilevare però che l'utilizzo di una tassonomia generica possa comunque costituire un *bias* della presente ricerca.

TRIMESTRE	N° di Conferenze Call	N° termini per ambito			valori ponderati			TOT % RIFERIMENTI (p)	
		RIF ambito ECONOMICO	RIF ambito AMBIENTALE	RIF ambito SOCIALE	28	35	41		
2018 Q1	95	14.205	1.557	928	16.690	88,32%	7,74%	3,94%	100,00%
2018 Q2	103	18.139	1.938	1.160	21.237	88,56%	7,57%	3,87%	100,00%
2018 Q3	97	14.517	1.589	918	17.024	88,44%	7,74%	3,82%	100,00%
2018 Q4	109	22.424	3.415	1.509	27.348	85,63%	10,43%	3,94%	100,00%
2019 Q1	95	13.742	1.683	971	16.396	87,24%	8,55%	4,21%	100,00%
2019 Q2	106	18.666	2.398	1.244	22.308	87,09%	8,95%	3,96%	100,00%
2019 Q3	98	15.028	2.017	1.008	18.053	86,72%	9,31%	3,97%	100,00%
2019 Q4	111	22.615	3.665	1.740	28.020	84,59%	10,97%	4,44%	100,00%
2020 Q1	93	14.888	2.128	1.983	18.999	82,97%	9,49%	7,55%	100,00%

Figura 72 - ANALISI Andamento temporale dei riferimenti (tabella)

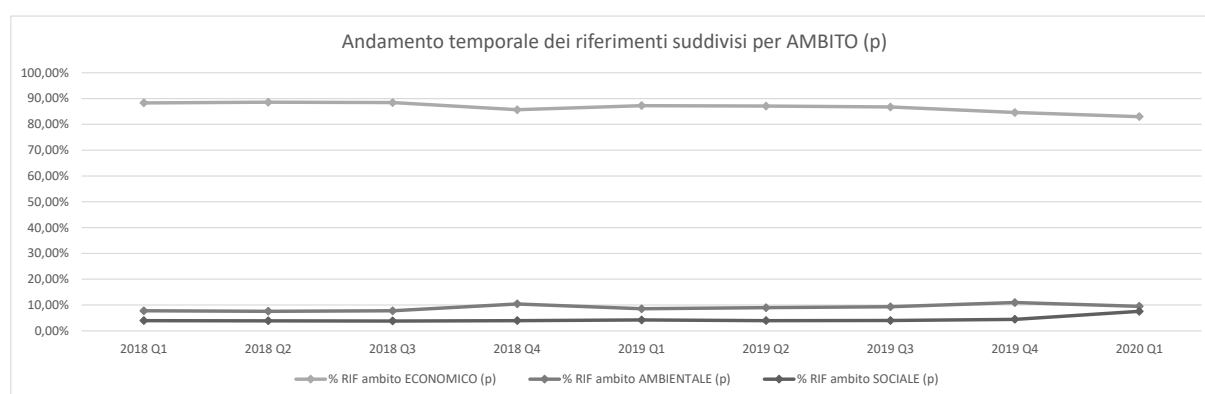


Figura 73 - ANALISI Andamento temporale dei riferimenti (grafico)

Se alla suddivisione per ambito si aggiunge la variabile temporale, si può osservare anche una leggerissima flessione dell'ambito economico a favore delle tematiche ambientali e sociali. Le variazioni evidenziate sono però minime e non rispecchiano in alcun modo la crescente attenzione degli investitori per i temi ESG. Nonostante il primo trimestre 2020 sia stato caratterizzato da una paralisi dei sistemi economici dovuta alla diffusione del virus Covid-19, catalizzando l'attenzione sulle possibili evoluzioni dei risultati finanziari, gli ambiti ambientali e sociali non hanno subito crolli di attenzione; proprio l'ambito sociale, che mira a tutelare il benessere delle persone, è invece cresciuto notevolmente rispetto alle performance precedenti.

Nelle analisi che seguono verrà data per assodata la predominanza dell'ambito economico sugli altri; verranno piuttosto rappresentate altre classificazioni che permettono di osservare la distribuzione dei riferimenti all'interno delle tematiche singolarmente considerate.

Analisi dei risultati suddivisi per sezione

Valori	valori ponderati					
	RIF ambito ECONOMICO	RIF ambito AMBIENTALE	RIF ambito SOCIALE	% RIF ambito ECONOMICO (p)	% RIF ambito AMBIENTALE (p)	% RIF ambito SOCIALE (p)
N° termini per ambito	28	35	41			
RIF in PRESENTAZIONE	78.759	10.416	6.423	51,07%	51,08%	56,04%
RIF in Q&A	75.465	9.974	5.038	48,93%	48,92%	43,96%
Totale complessivo	154.224	20.390	11.461	100%	100%	100%

Figura 74 – ANALISI Riferimenti suddivisi per sezione (tabella)

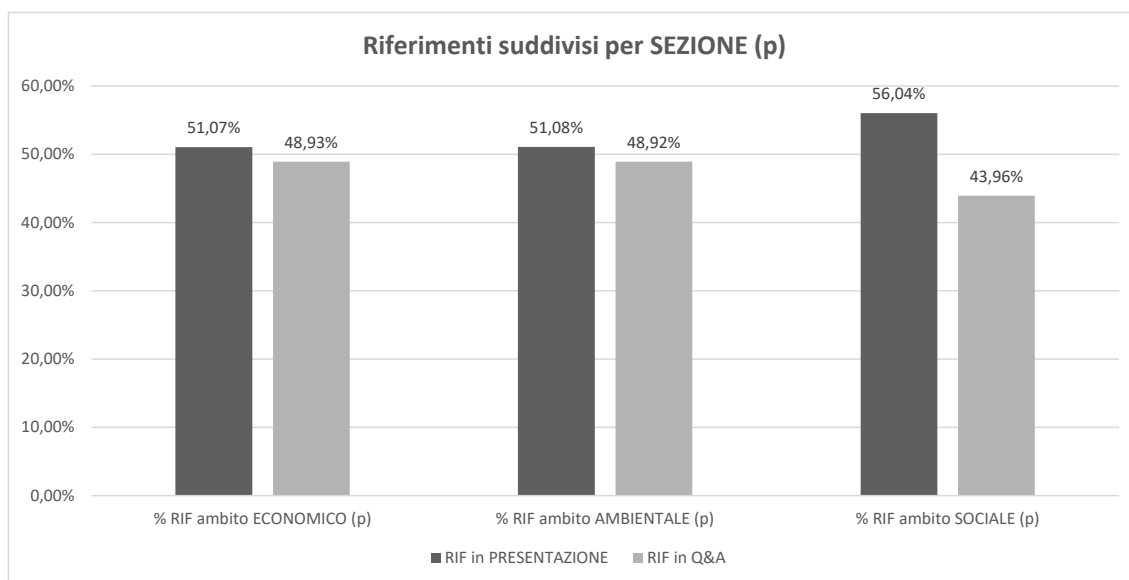


Figura 75 - ANALISI Riferimenti suddivisi per sezione (grafico)

In tutti e tre gli ambiti si presenta una situazione equilibrata tra i riferimenti presenti nella sezione relativa alla presentazione aziendale e quella relativa ai quesiti degli analisti. I risultati esprimono coerenza tra i temi esplicitati dalle aziende e le domande successivamente poste: il risultato è decisamente differente da quello ottenuto da Cavezzali et al. (2016). I due interlocutori risultano maggiormente allineati a trattare gli stessi temi rispetto al passato. È quindi possibile ipotizzare che un incremento degli argomenti ambientali e sociali, veicolati durante la presentazione aziendale, possa tradursi in un maggiore interesse da parte degli analisti.

Analisi dei risultati suddivisi per indice di riferimento del campione

Indici di riferimento	N° di Conference Call	N° termini per ambito			valori ponderati		
		RIF ambito ECONOMICO	RIF ambito AMBIENTALE	RIF ambito SOCIALE	% RIF ambito ECONOMICO (p)	% RIF ambito AMBIENTALE (p)	% RIF ambito SOCIALE (p)
DJSI EUR	392	66.970	8.926	5.663	35%	33%	39%
DJSI EUR (IL)	121	17.912	2.969	1.405	30%	36%	31%
S&P350 EUR	394	69.342	8.495	4.393	36%	31%	30%
Totale complessivo	907	154.224	20.390	11.461	100%	100%	100%

Figura 76 - ANALISI Riferimenti suddivisi per indice (tabella)

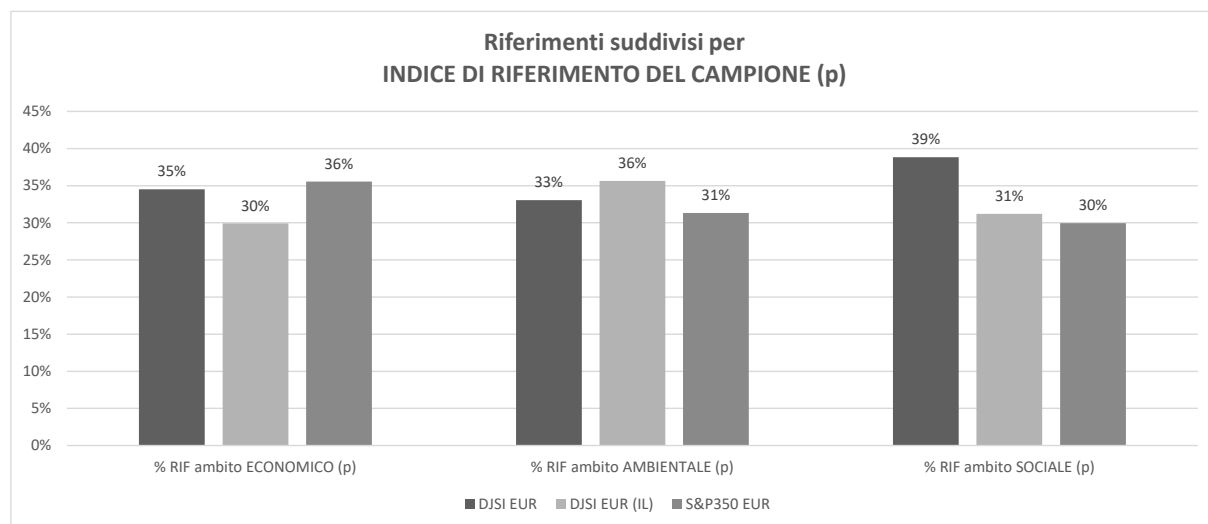


Figura 77 - ANALISI Riferimenti suddivisi per indice di riferimento (grafico)

Nel processo di selezione del campione sono stati presi a riferimento gli indici *S&P 350 Europe* e *Dow Jones Sustainability Index Europe*; di quest'ultimo sono inoltre stati presi in considerazione gli *industry leader* per l'anno 2019 a rappresentazione delle *best practice* di sostenibilità. Prima dell'analisi si ipotizzava che gli ambiti sociali ed ambientali avrebbero restituito riscontri più significativi nelle aziende appartenenti al *DJSI*, e ancor più in quelle considerate come esempi da seguire. Sebbene i risultati mostrino effettivamente risultati migliori per le dimensioni sociali ed ambientali, il divario esistente è notevolmente basso. L'inclusione in un indice di mercato legato alla sostenibilità non sembra comportare un maggior interesse degli analisti per le attività ESG da essa realizzate.

Analisi dei risultati suddivisi per tipologia di conference call

Tipologia di Conference Call	N° di Conference Call	N° termini per ambito			valori ponderati		
		RIF ambito ECONOMICO	RIF ambito AMBIENTALE	RIF ambito SOCIALE	% RIF ambito ECONOMICO (p)	% RIF ambito AMBIENTALE (p)	% RIF ambito SOCIALE (p)
EC	748	135.616	18.024	9.656	22,29%	26,69%	15,52%
CS	88	10.244	1.518	1.001	14,31%	19,10%	13,67%
TS	48	5.433	587	448	13,92%	13,54%	11,22%
IM	19	2.441	210	296	15,80%	12,24%	18,73%
QA	3	324	38	39	13,28%	14,03%	15,63%
BU	1	166	13	21	20,41%	14,40%	25,24%
Totale complessivo	907	154.224	20.390	11.461	100,00%	100,00%	100,00%

Figura 78 - ANALISI Riferimenti suddivisi per tipologia di conference call (tabella)

Si è precedentemente fatto riferimento all'assenza di *ESG Investor Briefing Call* all'interno del lasso di tempo considerato. L'analisi per tipologia di conference call ha permesso di analizzare l'eventuale inclusione delle raccomandazioni fornite dal progetto all'interno di una delle categoria di incontri considerate. Come è possibile osservare dal grafico non è emerso un pattern evidente ed uniforme: le *earnings call* presentano il maggior numero di riferimenti di tipo ambientale, ma non si distinguono invece nella dimensione sociale. Sebbene le logiche alla base della ponderazione siano essenziali per una corretta comparazione dei risultati, si segnala che in questa particolare analisi esse potrebbero avere causato risultati anomali legati al numero di documenti disponibili per ogni tipologia. Se si osserva infatti l'ambito sociale, si può notare come i format di call in evidenza siano i *business update* e gli *interim management statement*: i documenti raccolti sono però rispettivamente 1 e 19, contro i 748 delle *earnings call*.

Si conferma quindi che, anche a causa di questo problema insito nei dati di riferimento, non è possibile identificare una chiara correlazione tra tipologia di conference call e comunicazione di sostenibilità.

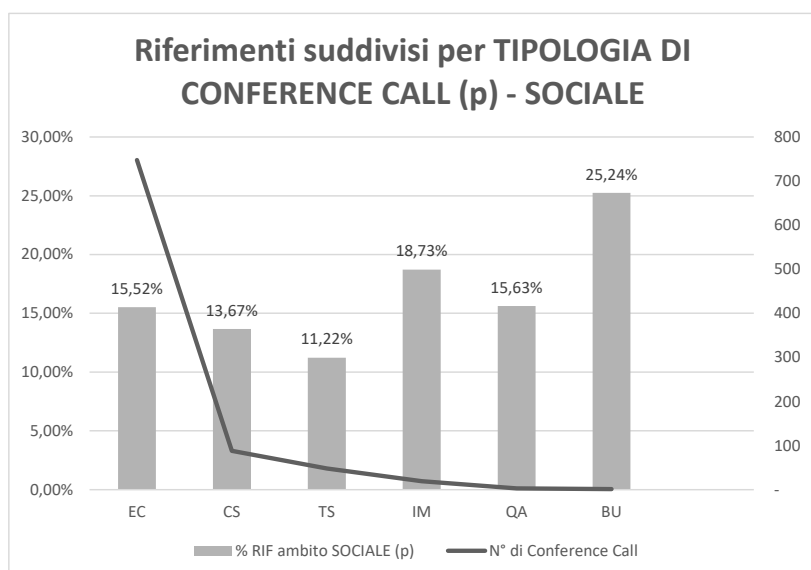
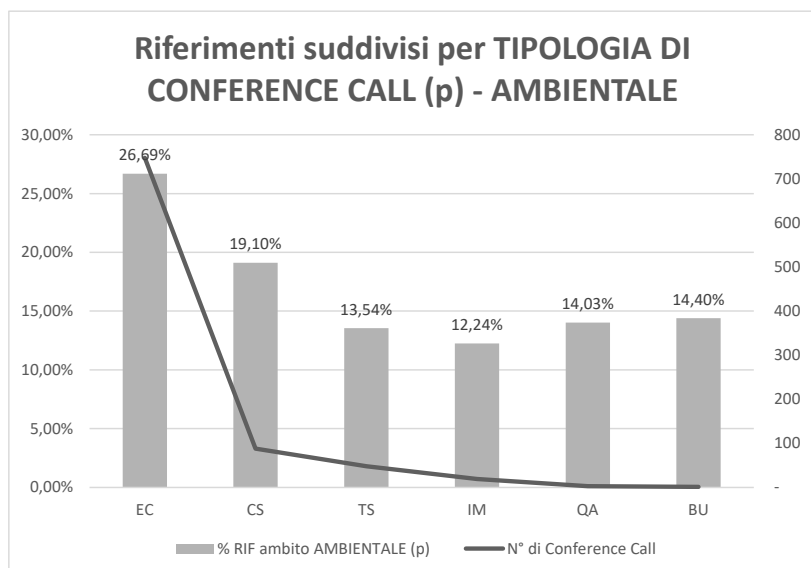
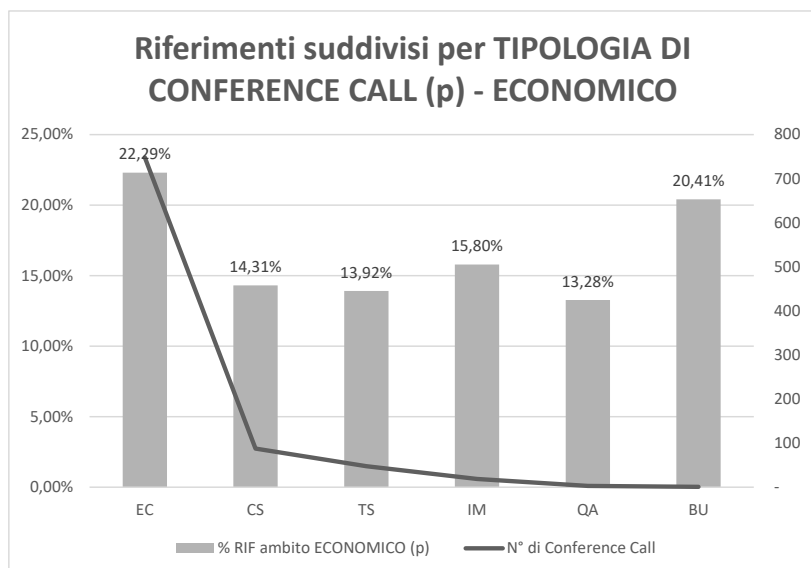


Figura 79 - ANALISI Riferimenti per tipologia di conference call (grafico)

Analisi della distribuzione geografica dei riferimenti

Nazione	N° termini per ambito				valori ponderati		
	N° di Conferenze Call	RIF ambito ECONOMICO	RIF ambito AMBIENTALE	RIF ambito SOCIALE	% RIF ambito ECONOMICO (p)	% RIF ambito AMBIENTALE (p)	% RIF ambito SOCIALE (p)
BELGIO	18	3.709	266	158	10%	5%	7%
DANIMARCA	45	7.163	732	529	8%	6%	9%
FINLANDIA	27	4.880	998	143	9%	13%	4%
FRANCIA	198	30.857	5.180	2.522	8%	9%	10%
GERMANIA	142	27.880	3.091	1.788	10%	8%	10%
IRLANDA	9	1.850	430	65	10%	17%	6%
ITALIA	53	7.797	1.582	508	7%	10%	7%
OLANDA	57	11.104	1.191	992	9%	7%	13%
REGNO UNITO	175	30.915	3.499	2.760	9%	7%	12%
SPAGNA	62	7.687	1.722	369	6%	10%	5%
SVEZIA	36	4.869	331	253	7%	3%	5%
SVIZZERA	85	15.513	1.368	1.374	9%	6%	12%
Totale complessivo	907	154.224	20.390	11.461	100%	100%	100%

Figura 80 - ANALISI Distribuzione geografica dei riferimenti (tabella)

L'osservazione geografica è da considerarsi anch'essa soggetta al bias legato al numero di documenti disponibili per categoria segnalato nel paragrafo precedente. Come si evidenzia anche dalla figura 81 alcune nazioni presentano un basso numero di conferenze call e valori anomali rispetto alla media (es. Irlanda – dimensione ambientale).

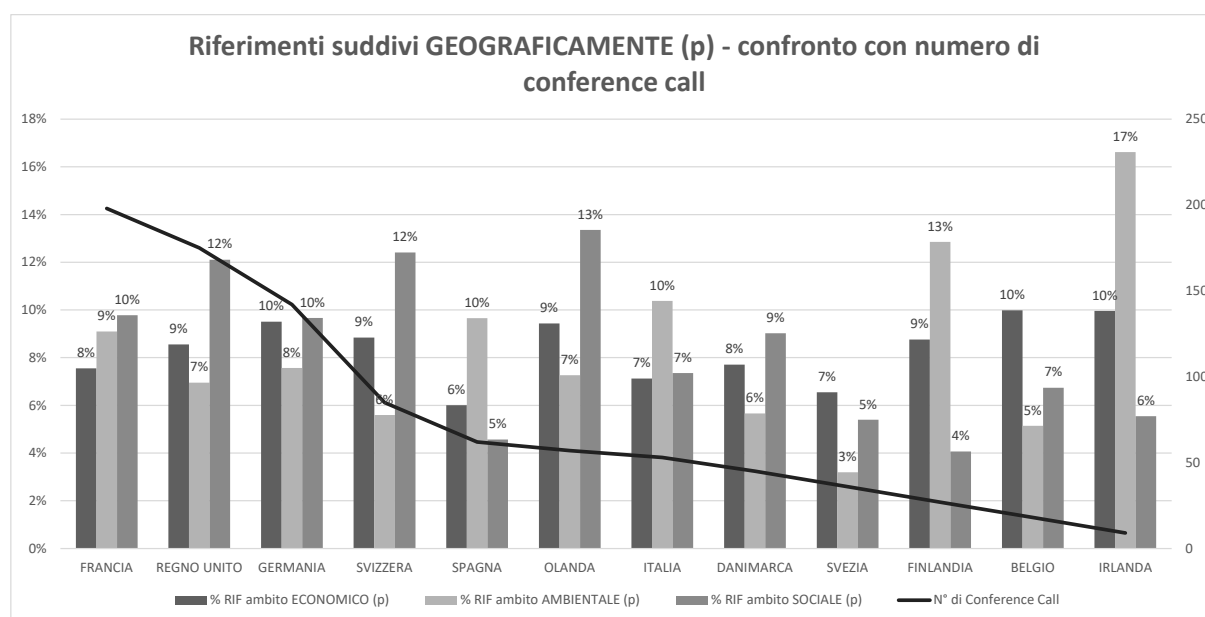


Figura 81 - ANALISI Distribuzione geografica dei riferimenti (grafico con riferimento al numero di conferenze call)

Si ritiene interessante evidenziare come, mentre i riferimenti di tipo economico siano all'incirca equamente distribuiti, quelli di tipo ambientale e sociale risultino molto più dispersi. Per indagare ulteriormente questo aspetto si è preso in considerazione il SDG

Index 2020, che evidenzia per ogni nazione il livello di impegno verso politiche di sostenibilità (Sachs et al., 2020).

The 2020 SDG Index scores

Rank	Country	Score	Rank	Country	Score
1	Sweden	84.7	43	Greece	74.3
2	Denmark	84.6	44	Luxembourg	74.3
3	Finland	83.8	45	Uruguay	74.3
4	France	81.1	46	Ecuador	74.3
5	Germany	80.8	47	Ukraine	74.2
6	Norway	80.8	48	China	73.9
7	Austria	80.7	49	Vietnam	73.8
8	Czech Republic	80.6	50	Bosnia and Herzegovina	73.5
9	Netherlands	80.4	51	Argentina	73.3
10	Estonia	80.1	52	Kyrgyz Republic	73.0
11	Belgium	80.0	53	Brazil	72.7
12	Slovenia	79.8	54	Azerbaijan	72.6
13	United Kingdom	79.8	55	Cuba	72.6
14	Ireland	79.4	56	Algeria	72.3
15	Switzerland	79.4	57	Russian Federation	71.9
16	New Zealand	79.2	58	Georgia	71.9
17	Japan	79.2	59	Iran, Islamic Rep.	71.8
18	Belarus	78.8	60	Malaysia	71.8
19	Croatia	78.4	61	Peru	71.8
20	Korea, Rep.	78.3	62	North Macedonia	71.4
21	Canada	78.2	63	Tunisia	71.4
22	Spain	78.1	64	Morocco	71.3
23	Poland	78.1	65	Kazakhstan	71.1
24	Latvia	77.7	66	Uzbekistan	71.0
25	Portugal	77.6	67	Colombia	70.9
26	Iceland	77.5	68	Albania	70.8
27	Slovak Republic	77.5	69	Mexico	70.4
28	Chile	77.4	70	Turkey	70.3
29	Hungary	77.3	71	United Arab Emirates	70.3
30	Italy	77.0	72	Montenegro	70.2
31	United States	76.4	73	Dominican Republic	70.2
32	Malta	76.0	74	Fiji	69.9
33	Serbia	75.3	75	Armenia	69.9
34	Cyprus	75.2	76	Oman	69.7
35	Costa Rica	75.1	77	El Salvador	69.6
36	Lithuania	75.0	78	Tajikistan	69.4
37	Australia	74.9	79	Bolivia	69.3
38	Romania	74.8	80	Bhutan	69.3
39	Bulgaria	74.8	81	Panama	69.2
40	Israel	74.6	82	Bahrain	68.8
41	Thailand	74.5	83	Egypt, Arab Rep.	68.8
42	Moldova	74.4	84	Jamaica	68.7

Figura 82 - SDG Country Index Score 2020 (Sachs et al., 2020)

Confrontando i risultati ottenuti nelle dimensioni sociali ed ambientali con i punteggi attribuiti ad ogni territorio non si osserva alcuna correlazione tra i dati: al contrario le nazioni che dimostrano un eccellente sviluppo delle tematiche indicate dagli *SDGs* (Svezia e Danimarca), presentano i risultati peggiori di tutto il campione. Si può quindi ipotizzare che nella relazione tra aziende ed analisti, la dimensione culturale dello stato di appartenenza non genera particolari influenze sulle informazioni trattate durante le conference call.

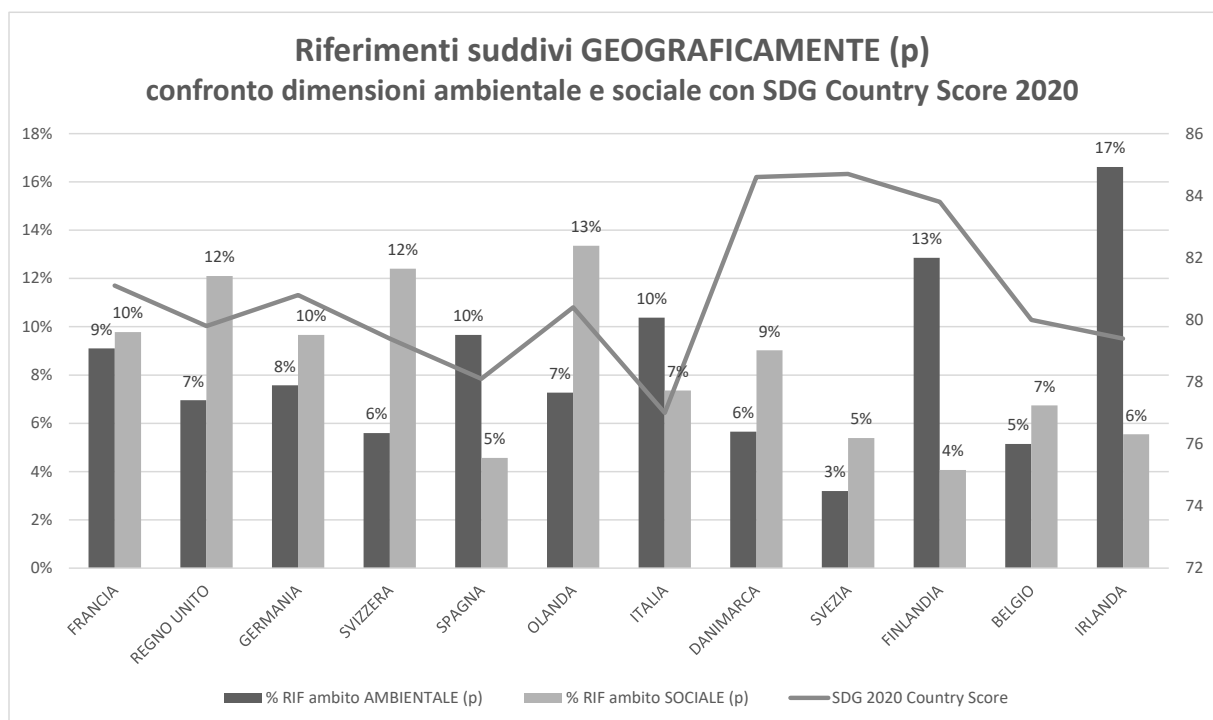


Figura 83 - ANALISI Distribuzione geografica dei riferimenti (grafico con riferimento al *SDG Country Index Score 2020*)

Analisi dei risultati suddivisi per gruppo industriale (GICS)

Utilizzando la classificazione settoriale basata sullo standard del gruppo industriale GICS sono stati ottenuti i risultati riportati nella tabella e nei grafici che seguono. Mentre nell'ambito economico la distribuzione risulta relativamente uniforme (il delta massimo è pari al 2,42%), gli altri due sono caratterizzati da ampi divari, che evidenziano un pattern interessante.

Le tematiche ambientali sono maggiormente trattate da aziende il cui operato è storicamente di maggior impatto per l'ambiente stesso: energia, utenze e materiali sono infatti i primi tre settori, con una quota di riferimenti rispettivamente del 14,20%, 10,70% e 8,73%. Viceversa, nell'ambito sociale, il maggior numero di riferimenti è stato

riscontrato nelle aziende dove il consumatore finale, inteso come destinatario dei benefici sociali, deve essere posto al centro della strategia: i settori legati alla sanità e ai servizi sono infatti in cima alla classifica. Attraverso questi risultati è possibile ipotizzare l'esistenza di un'effettiva relazione tra le esternalità prodotte dall'azienda e le tematiche ESG su cui la stessa e gli analisti si concentrano. Nonostante i riferimenti agli ambiti sociali ed ambientali rimangano comunque esigui, i risultati esplicitano quanto inizialmente definito come materialità: il livello di attenzione prestato ai temi sociali e ambientali da parte di aziende e analisti dipende direttamente dall'impatto che le stesse aziende possono produrre su queste due dimensioni e viceversa. Anche se è fondamentale che un'impresa si dimostri attenta a tutte le dimensioni della sostenibilità, il dialogo tra le due parti sarà guidato naturalmente verso ciò che è ritenuto materiale.

GRUPPO INDUSTRIALE (GICS)	N° di Conference Call	N° termini per ambito			valori ponderati		
		28	35	41	% RIF ambito ECONOMICO (p)	% RIF ambito AMBIENTALE (p)	% RIF ambito SOCIALE (p)
		RIF ambito ECONOMICO	RIF ambito AMBIENTALE	RIF ambito SOCIALE			
AUTOMOBILES AND COMPONENTS	44	9.349	1.646	365	5,13%	7,49%	2,67%
BANKS	36	5.895	644	253	3,95%	3,58%	2,27%
CAPITAL GOODS	63	10.545	1.854	699	4,04%	5,89%	3,58%
COMMERCIAL AND PROFESSIONAL SERVICES	17	3.777	256	273	5,36%	3,01%	5,18%
CONSUMER DURABLES AND APPAREL	39	6.993	425	427	4,33%	2,18%	3,53%
CONSUMER SERVICES	34	4.685	614	783	3,33%	3,61%	7,42%
DIVERSIFIED FINANCIAL	31	5.804	482	287	4,52%	3,11%	2,98%
ENERGY	54	9.764	3.833	531	4,36%	14,20%	3,17%
FOOD AND STAPLES RETAILING	38	6.490	429	281	4,12%	2,26%	2,38%
FOOD BEVERAGE AND TOBACCO	27	5.377	680	271	4,81%	5,04%	3,24%
HEALTH CARE AND EQUIPMENT SERVICES	32	6.457	272	933	4,87%	1,70%	9,40%
HOUSEHOLD AND PERSONAL PRODUCTS	36	8.377	740	852	5,62%	4,11%	7,63%
INSURANCE	32	5.421	480	380	4,09%	3,00%	3,83%
MATERIALS	28	4.827	1.221	321	4,16%	8,73%	3,70%
MEDIA AND ENTERTAINMENT	42	5.813	352	532	3,34%	1,68%	4,08%
PHARMACEUTICALS, BIOTECHNOLOGIES & LIFE SCIENCE	45	7.234	346	1.082	3,88%	1,54%	7,75%
REAL ESTATE	32	4.238	453	407	3,20%	2,83%	4,10%
RETAILING	37	4.986	412	180	3,25%	2,23%	1,57%
SEMICONDUCTORS AND SEMICONDUCTOR EQUIPMENTS	27	4.903	407	401	4,38%	3,02%	4,79%
SOFTWARE AND SERVICES	38	5.961	582	594	3,79%	3,06%	5,04%
TECHNOLOGY HARDWARE AND EQUIPMENT	36	5.525	332	277	3,70%	1,85%	2,48%
TELECOMMUNICATION SERVICES	36	7.817	511	325	5,24%	2,84%	2,91%
TRANSPORTATION	50	6.681	585	545	3,22%	2,34%	3,51%
UTILITIES	53	7.305	2.834	462	3,33%	10,70%	2,81%
Totale complessivo	907	154.224	20.390	11.461	100%	100%	100%

Figura 84 - ANALISI Riferimenti suddivisi per gruppo industriale GICS (tabella)

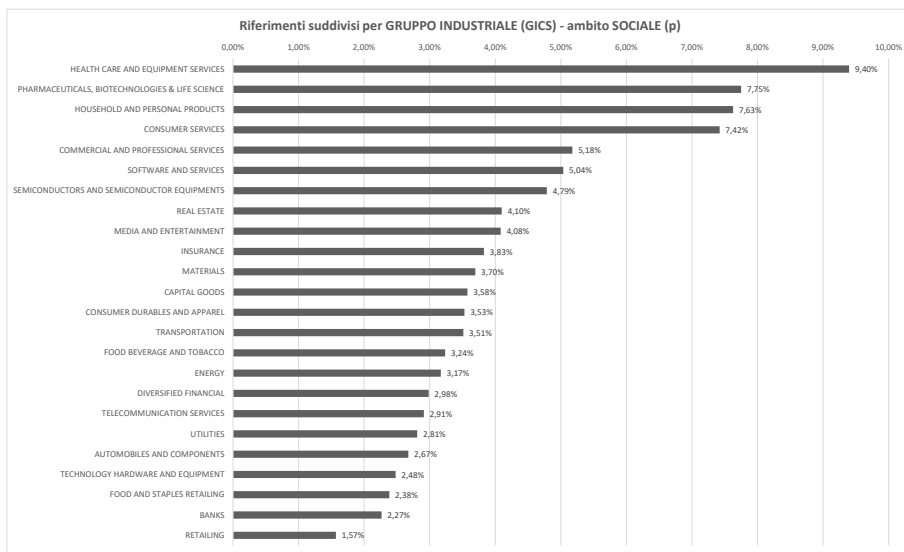
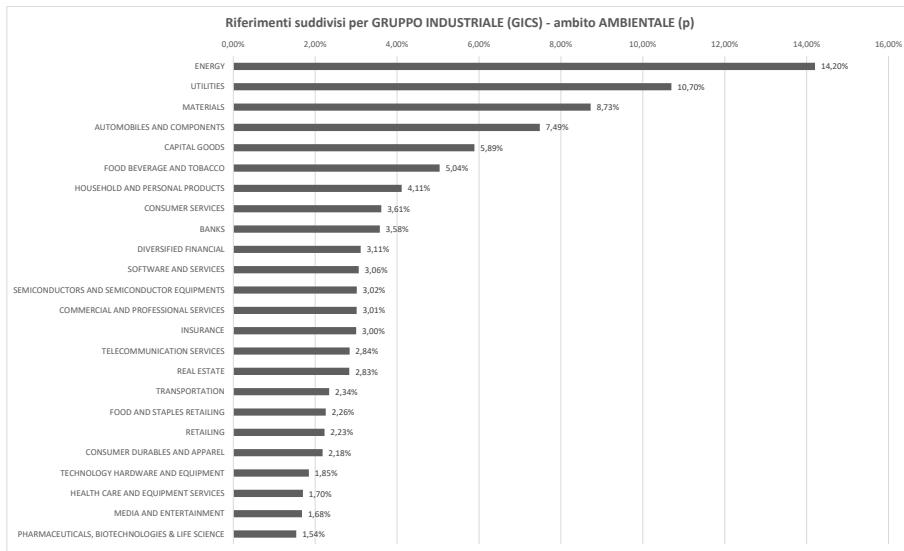
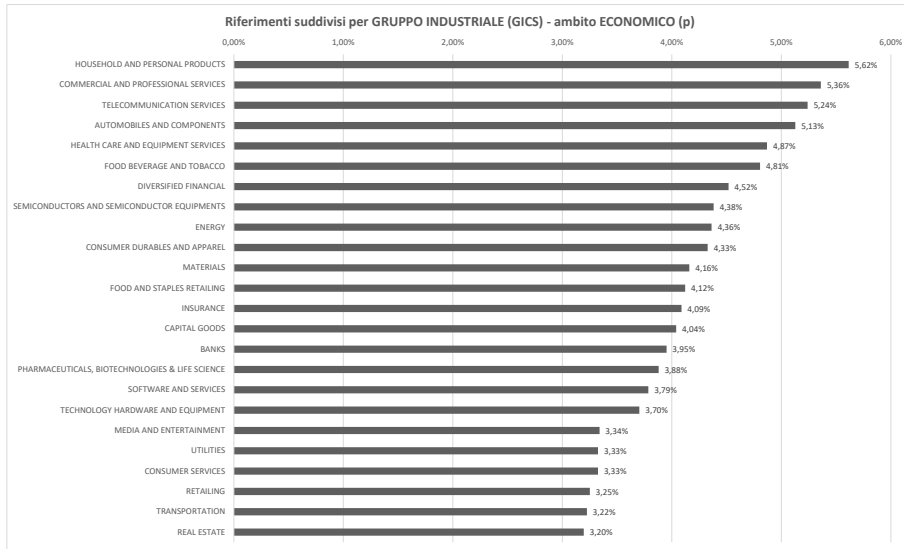


Figura 85 - ANALISI Riferimenti suddivisi per gruppo industriale GICS (grafici)

Analisi dei risultati per azienda

I risultati suddivisi per azienda rappresentano il massimo grado di dettaglio della presente analisi. Per ogni azienda sono stati riportati l'indice di riferimento utilizzato per la costruzione del campione, il gruppo industriale *GICS*, il numero di conference call analizzate, il numero di riferimenti per ogni ambito, il numero medio di keyword apparse per ogni ambito ed il numero di riferimenti ponderati secondo la formula sopra specificata; considerato l'elevato numero di elementi, non si riporteranno i valori percentuali, ma solamente quelli assoluti. La piattaforma *Bloomberg* ha inoltre permesso di indicare un punteggio per la valutazione del commitment di ogni società in ognuno dei tre ambiti, ed uno *score* ESG generico che aggrega i precedenti⁵. Le tabelle qui di seguito riportano i dati delle 109 imprese del campione, ma per chiarezza espositiva si riportano di seguito anche alcuni schemi che evidenziano le 5 migliori e le 5 peggiori aziende per ognuno dei tre ambiti. Alcune ragioni sociali si ripetono in questa classifica, ma non emerge alcun pattern evidente:

- *Reckitt Benckiser Group PLC* si posiziona nelle prime posizioni sia per l'ambito economico, che per quello sociale;
- *Roche Hldgs AG* presenta risultati molto positivi nell'ambito sociale, ma estremamente negativi in quello ambientale;
- *Kesko Oyj* e *Zurich Insurance Group AG* presentano risultati molto negativi sia in nell'ambito economico, sia in quello sociale;
- *Ubisoft Entertainment SA* presenta risultati molto negativi sia in ambito economico, sia in quello ambientale.

⁵ I punteggi riportati sono una media dei dati disponibili relativi ai FY2018 e FY2019.

SOCIETA'	INDICE	GRUPPO INDUSTRIALE (GICS)	ESG score	Score Economico	Score Ambientale	Score Sociale	N° termini per ambito			Posizione
							RIF ambito ECONOMICO (p)	RIF ambito AMBIENTALE (p)	RIF ambito SOCIALE (p)	
Fonte: Bloomberg							28	35	41	
Partners Group Holding AG	S&P350 EUR	DIVERSIFIED FINANCIAL	29,61	65,18	13,39	26,67	13,51	0,49	0,64	1° Risultato Migliore ambito ECONOMICO
Prudential PLC	S&P350 EUR	INSURANCE	47,81	62,50	43,75	41,67	12,45	0,74	0,72	2° Risultato Migliore ambito ECONOMICO
Reckitt Benckiser Group PLC	DJSI EUR	HOUSEHOLD AND PERSONAL PRODUCTS	50,00	61,61	46,51	46,49	9,38	0,53	1,58	3° Risultato Migliore ambito ECONOMICO
Volkswagen AG	S&P350 EUR	AUTOMOBILES AND COMPONENTS	63,64	71,43	62,79	57,89	9,31	0,99	0,23	4° Risultato Migliore ambito ECONOMICO
Royal Dutch Shell PLC	S&P350 EUR	ENERGY	58,92	71,43	57,85	50,00	9,06	1,93	0,26	5° Risultato Migliore ambito ECONOMICO
Kesko Oyj B	DJSI EUR	FOOD AND STAPLES RETAILING	54,13	62,50	51,16	52,63	3,92	0,19	0,05	5° Risultato Peggioro ambito ECONOMICO
Ocado Group PLC	S&P350 EUR	RETAILING	32,23	57,14	18,60	38,60	3,06	0,45	0,15	4° Risultato Peggioro ambito ECONOMICO
Terna SpA (*)	DJSI EUR	UTILITIES	58,68	62,50	55,04	63,16	3,05	0,84	0,17	3° Risultato Peggioro ambito ECONOMICO
Ubisoft Entertainment SA	S&P350 EUR	MEDIA AND ENTERTAINMENT	38,22	66,07	15,50	62,28	2,96	0,16	0,17	2° Risultato Peggioro ambito ECONOMICO
Zurich Insurance Group AG	DJSI EUR	INSURANCE	55,26	71,43	49,11	51,67	2,42	0,27	0,07	1° Risultato Peggioro ambito ECONOMICO

SOCIETA'	INDICE	GRUPPO INDUSTRIALE (GICS)	ESG score	Score Economico	Score Ambientale	Score Sociale	N° termini per ambito			Posizione
							RIF ambito ECONOMICO (p)	RIF ambito AMBIENTALE (p)	RIF ambito SOCIALE (p)	
Fonte: Bloomberg							28	35	41	
TOTAL SA	DJSI EUR	ENERGY	64,73	72,32	63,22	60,94	7,00	3,13	0,40	1° Risultato Migliore ambito AMBIENTALE
Neste Oyj	DJSI EUR	ENERGY	60,12	71,43	53,49	64,04	8,23	2,69	0,18	2° Risultato Migliore ambito AMBIENTALE
Schneider Electric SE	S&P350 EUR	CAPITAL GOODS	61,16	69,64	55,81	64,91	6,35	2,44	0,45	3° Risultato Migliore ambito AMBIENTALE
BP PLC	S&P350 EUR	ENERGY	72,61	71,43	72,73	73,44	6,60	2,39	0,22	4° Risultato Migliore ambito AMBIENTALE
Naturgy Energy Group SA (*)	DJSI EUR	UTILITIES	63,22	62,50	56,59	78,95	4,12	2,03	0,10	5° Risultato Migliore ambito AMBIENTALE
Ubisoft Entertainment SA	S&P350 EUR	MEDIA AND ENTERTAINMENT	38,22	66,07	15,50	62,28	2,96	0,16	0,17	5° Risultato Peggioro ambito AMBIENTALE
Coloplast A/S	S&P350 EUR	HEALTH CARE AND EQUIPMENT SERVICES	48,14	54,46	48,06	42,11	7,37	0,15	0,54	4° Risultato Peggioro ambito AMBIENTALE
Roche Hldgs AG Br	DJSI EUR	PHARMACEUTICALS, BIOTECHNOLOGIES & LIFE SCIENCE	54,75	60,71	48,45	63,16	5,17	0,15	0,73	3° Risultato Peggioro ambito AMBIENTALE
Novo Nordisk A/S	S&P350 EUR	PHARMACEUTICALS, BIOTECHNOLOGIES & LIFE SCIENCE	46,07	67,86	35,27	49,12	5,59	0,13	0,35	2° Risultato Peggioro ambito AMBIENTALE
Adyen NV	S&P350 EUR	SOFTWARE AND SERVICES	16,53	42,86	6,98	12,28	4,64	0,09	0,20	1° Risultato Peggioro ambito AMBIENTALE

SOCIETA'	INDICE	GRUPPO INDUSTRIALE (GICS)	ESG score	Score Economico	Score Ambientale	Score Sociale	N° termini per ambito			Posizione
							RIF ambito ECONOMICO (p)	RIF ambito AMBIENTALE (p)	RIF ambito SOCIALE (p)	
Fonte: Bloomberg							28	35	41	
Reckitt Benckiser Group PLC	DJSI EUR	HOUSEHOLD AND PERSONAL PRODUCTS	50,00	61,61	46,51	46,49	9,38	0,53	1,58	1° Risultato Migliore ambito SOCIALE
Koninklijke Philips Electronics NV (Royal Philips Electronics)	DJSI EUR	HEALTH CARE AND EQUIPMENT SERVICES	58,47	64,29	56,59	57,02	7,50	0,24	1,34	2° Risultato Migliore ambito SOCIALE
Sodexo	DJSI EUR	CONSUMER SERVICES	37,60	62,50	15,50	63,16	5,32	0,71	1,15	3° Risultato Migliore ambito SOCIALE
Land Securities Group PLC	DJSI EUR	REAL ESTATE	55,37	71,43	48,45	55,26	5,35	0,50	1,05	4° Risultato Migliore ambito SOCIALE
Roche Hldgs AG Br	DJSI EUR	PHARMACEUTICALS, BIOTECHNOLOGIES & LIFE SCIENCE	54,75	60,71	48,45	63,16	5,17	0,15	0,73	5° Risultato Migliore ambito SOCIALE
Zurich Insurance Group AG	DJSI EUR	INSURANCE	55,26	71,43	49,11	51,67	2,42	0,27	0,07	5° Risultato Peggioro ambito SOCIALE
London Stock Exchange Plc	DJSI EUR	DIVERSIFIED FINANCIAL	51,45	64,29	46,90	49,12	4,77	0,39	0,07	4° Risultato Peggioro ambito SOCIALE
Inditex SA	DJSI EUR	RETAILING	53,83	57,14	52,08	53,51	2,90	0,16	0,06	3° Risultato Peggioro ambito SOCIALE
Heineken NV	S&P350 EUR	FOOD BEVERAGE AND TOBACCO	55,79	62,50	51,16	59,65	6,96	0,72	0,06	2° Risultato Peggioro ambito SOCIALE
Kesko Oyj B	DJSI EUR	FOOD AND STAPLES RETAILING	54,13	62,50	51,16	52,63	3,92	0,19	0,05	1° Risultato Peggioro ambito SOCIALE

Figura 88 - ANALISI Riferimenti suddivisi per azienda (tabelle migliori/peggiori 5 aziende per ambito)

Un'analisi comparata dei dati ottenuti attraverso l'analisi qualitativa ed i punteggi ESG forniti dalla piattaforma Bloomberg ha permesso di confrontare con maggiore dettaglio il commitment delle varie aziende verso i temi della sostenibilità, con l'attenzione dedicata agli stessi nella relazione tra società e analisti finanziari. I grafici che seguono riportano sull'asse delle ascisse la scala del punteggio ESG e sull'asse delle ordinate i valori relativi ai riferimenti ponderati: ogni intersezione rappresenta il posizionamento di una specifica azienda in uno specifico ambito.

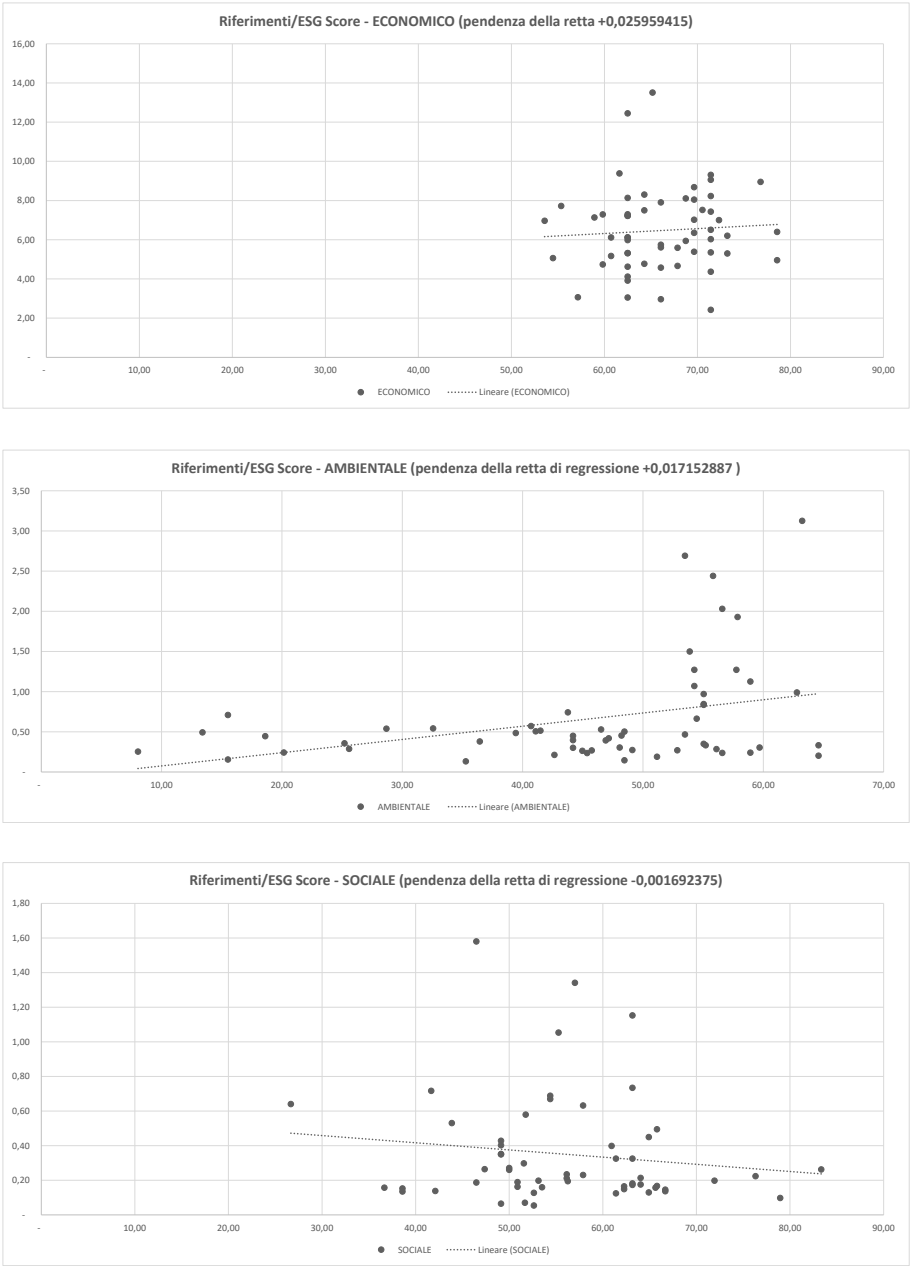


Figura 89 - ANALISI Confronto ricerca qualitativa/punteggio ESG (grafici) – parte 1

Come risulta evidente dai grafici, i risultati sono divergenti: nell'ambito economico ed in quello ambientale la retta di regressione rappresenta una crescita del numero di riferimenti ponderati all'aumentare dello *score* ottenuto dall'azienda nella categoria; nell'ambito sociale tale retta assume invece inaspettatamente un valore negativo.

Qualora si provasse a suddividere ulteriormente i dati tra le aziende appartenenti ai due indici inizialmente utilizzati per differenziare le varie aziende, non si noterebbero grosse divergenze: solo la linea di regressione rappresentativa dei temi economici delle aziende dell'*S&P 350 EU* si scosta sensibilmente dalla controparte.

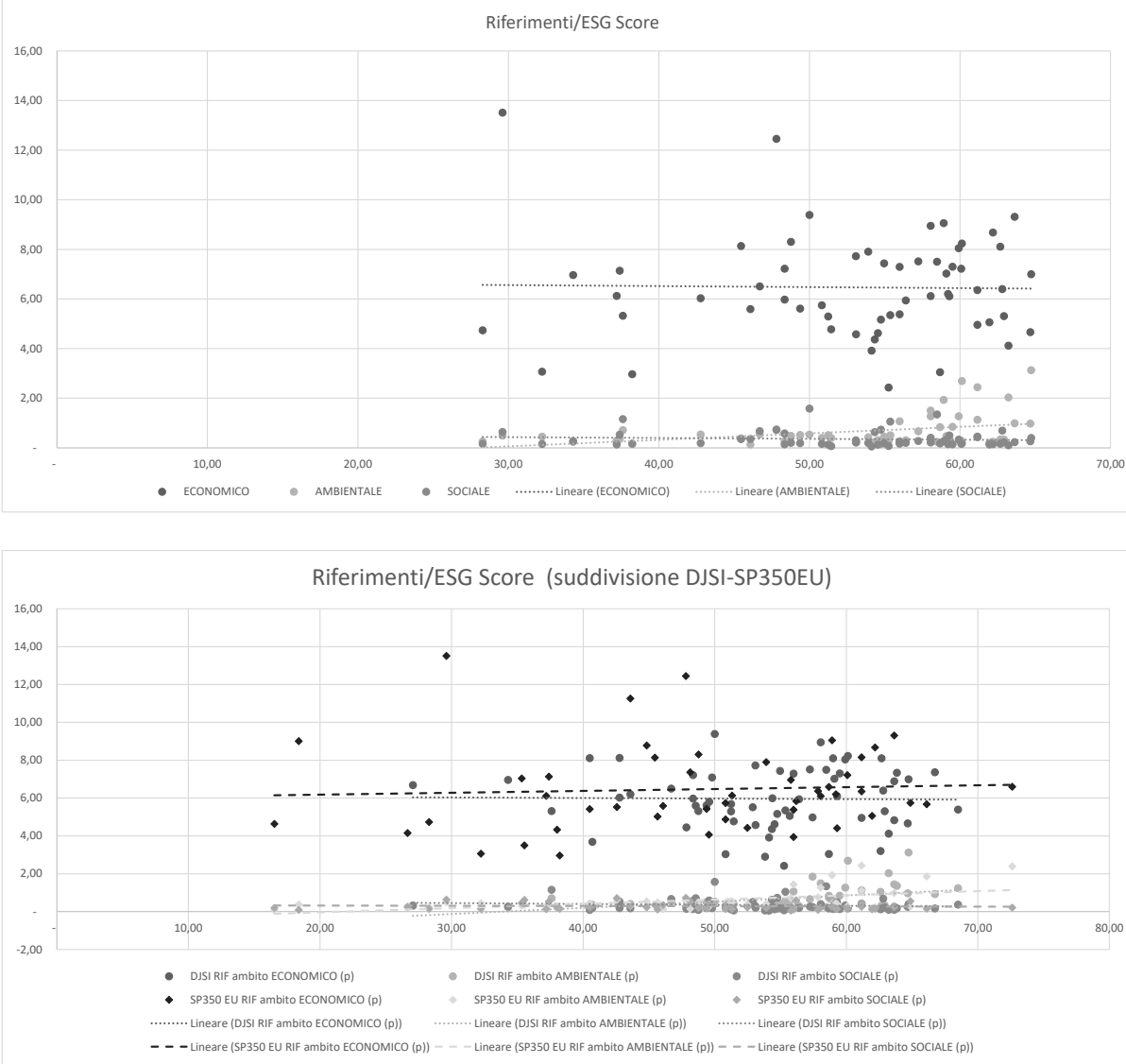


Figura 90 - ANALISI Confronto ricerca qualitativa/punteggio ESG (grafici) – parte 2

I risultati ottenuti divergono notevolmente da quelli attesi: i risultati negativi dell'ambito sociale e la scarsa differenza tra i due indici di riferimento si scontrano con i segnali positivi espressi dall'ambito economico e da quello ambientale. In base ai dati analizzati non è possibile affermare a priori che una crescita nel commitment dell'azienda verso i temi della sostenibilità comporti anche una maggiore rilevanza di questi temi nella relazione analizzata da questo elaborato. Consapevoli che i dati stessi possano avere prodotto un bias nei risultati, si ritiene che questo specifico livello di analisi debba essere indagato ulteriormente attraverso un campione più ampio, o una metodologia di analisi meno influenzata da elementi soggettivi.

3.4.4 Commento all'analisi

Nonostante il *National Investor Relations Institute* suggerisca che i risultati esposti nelle conference call debbano essere inquadrati anche in un'ottica strategica di medio-lungo periodo (National Investor Relations Institute, 2016), le due categorie di interlocutori non si possono definire come naturalmente interessate a questo orizzonte temporale. Gli analisti finanziari che intervengono in questi incontri sono principalmente di tipo *sell-side*, orientati ai risultati di breve termine in quanto il loro stesso rendimento è valutato su un orizzonte breve; dall'altro lato, il management non è interessato a strutturare un investimento nel lungo termine qualora questo penalizzi i propri risultati nel breve, ai quali gli stessi analisti sono maggiormente interessati (Eccles and Serafeim, 2013).

L'Investor Briefing Project ritiene però essenziale che queste due categorie di soggetti includano nei loro processi le tematiche di sostenibilità, in quanto essenziale è la loro partecipazione al fine di contrastare le disastrose conseguenze che le strategie eccessivamente focalizzate sul breve termine stanno causando. Sebbene il commitment verso gli investimenti legati al mondo della sostenibilità stia crescendo, è di fondamentale importanza promuovere ulteriormente queste tematiche in quanto esse possono costituire un ulteriore meccanismo rafforzativo per gli sforzi dei due soggetti: la ricerca proattiva di una comunicazione bidirezionale potrebbe infatti portare la controparte ad includere con maggiore attenzione i temi ESG nella propria attività.

Sebbene i risultati ottenuti siano più incoraggianti rispetto a quelli presenti nell'analisi condotta da Cavezzali et al. (2016), si ritiene che le conference call analizzate siano ancora molto lontane dai principi proposti dall'*Investor Briefing Project*.

Genericamente, la parola sostenibilità ricorre 2.955 volte all'interno delle trascrizioni, interessando un totale di 715 file; nell'analisi precedente questa appariva complessivamente 1.918 volte.

Posizione	Conference Call	Gruppo Industriale GICS	Riferimenti al termine "Sustainability"
1	HENKEL EC 2019Q4	Household and personal products	47
2	CNH INDUSTRIAL EC 2018Q3	Capital Goods	30
3	LEONARDO EC 2019Q4	Capital Goods	27
4	TERNA EC 2018Q4	Utilities	26
5	RECKITT BENCKISER GROUP EC 2018Q4	Household and personal products	25
6	CNH INDUSTRIAL EC 2019Q3	Capital Goods	22
7	RIO TINTO EC 2019Q2	Materials	22
8	CNH INDUSTRIAL EC 2019Q4	Capital Goods	21
9	CRH EC 2019Q4	Materials	21
10	ENAGAS EC 2019Q4	Energy	20

Figura 91 - Riferimenti al termine sustainability (migliori 10 conference call)

Analizzando più approfonditamente le tre dimensioni della sostenibilità è emerso comunque un netto divario nell'interesse delle aziende e degli analisti verso le tematiche economiche, rispetto a quelle sociali ed ambientali. Quest'ultime assumono un ruolo nettamente marginale, ricoprendo rispettivamente solo il 4,39% e il 9,15% dei riferimenti basati sulla tassonomia precedentemente indicata. In considerazione della crescente attenzione degli stakeholder verso le tematiche ESG, inizialmente si auspicavano risultati migliori. Tra le cause principali della mancata evoluzione prospettata dall'*Investor Briefing Project* si può sicuramente annoverare la scarsa attenzione dei soggetti coinvolti verso i principi esposti dallo stesso. Si ritiene che innanzitutto sia mancato il coinvolgimento di soggetti che ricoprono ruoli direttamente legati a tematiche di sostenibilità all'interno della relazione. Ricercando le keyword *sustainability, esg, csr, environment, social e governance* all'interno delle sezioni delle conference call dedicate ai partecipanti, si può notare come solo 23, su un totale di 907, coinvolgano soggetti legati alle funzioni di sostenibilità; inoltre, si evince che nessun soggetto della categoria degli analisti sia principalmente focalizzato sulle tematiche ambientali, sociali o di governance, in quanto tutti i 7 nominativi risultano essere rappresentanti aziendali.

Azienda	Soggetto	Ruolo	Conference Call
CNH Industrial	Massimiliano Chiara	CFO & Chief Sustainability Officer	EC 2018Q1 - EC 2018Q2 EC 2018Q3 - EC 2018Q4 EC 2019Q1 - EC 2019Q2 EC 2019Q3 - EC 2019Q4
Investor AB	Viveka Hirdman-Ryrberg	Head of Corporate Communication & Sustainability	EC 2018Q4 - IM 2018Q3 IM 2019Q1 - IM 2019Q3 EC 2019Q4 - IM 2020Q1
Leonardo	Raffaella Luglini	Head of External Relations, Communication, Italian Institutional Affairs, IR & Sustainability	EC 2018Q1 - EC 2018Q2
Rio Tinto	Stephen McIntosh	Group Executive of Growth & Innovation, Health and Safety & Environment	EC 2019Q4
STMicroelectronics	Jean-Marc Chery	President, CEO, Acting President of Human Res. & Corp. Social Resp, and Member of Managing Board	EC 2019Q4 - EC 2020Q1
Total	Namita Shah	President of People & Social Responsibility	EC 2019Q4
Ingenico	Nathalie Lomon	EVP of Finance, Legal & Governance	CS 2018Q1 - CS 2018Q3 EC 2018Q2

Figura 92 - Figure specializzate in sostenibilità partecipanti alle conference call del campione

Eccles and Serafeim (2013), in un'analisi *dell'Investor Briefing Project*, affermano che alla base della relazione tra aziende ed analisti finanziari risiede un dilemma paragonabile a quello dell'uovo e della gallina:

“Companies complain that analysts never ask questions about sustainability, so why should they bother talking about it? Analysts' and investors' response is that since the company determines the content of the call, if the company isn't talking about sustainability, it must be because it really doesn't think it's all that important. So why should they ask about it?”

A conclusione di questa analisi si ritiene che il problema non risieda nei soggetti coinvolti, come proposto precedentemente dagli autori, ma piuttosto nelle caratteristiche delle conference call stesse, che si rivelano inadatte a trattare i temi della sostenibilità.

Si evidenzia in primis una discrepanza tra l'orizzonte temporale delle informazioni trattate in questi incontri e quello delle dimensioni della sostenibilità. Le conference call seguono la pubblicazione dei risultati economici periodici e sono principalmente dedicate a discutere le cause di breve periodo che li hanno generati; come già anticipato, gli analisti che generalmente vi partecipano sono conseguentemente orientati anche essi al breve termine. La sostenibilità è invece un ambito che difficilmente presenta risultati nel breve periodo, e, sebbene negli incontri si faccia riferimento anche alle prospettive aziendali future, né il tempo a disposizione, né i soggetti coinvolti, risultano essere adatti a trattare la complessità degli ambiti sociali ed ambientali.

Un altro elemento critico risiede nella differenza di esperienza che caratterizza la comunicazione dei due ambiti: mentre per i dati finanziari esistono metriche e standard ormai consolidate a livello internazionale, per le informazioni di sostenibilità sussistono ancora difficoltà sia nella misurazione, che nella stessa esposizione. Gli analisti sono decisamente più confidenti nell'analisi e nell'utilizzo dei primi, mentre incontrano ancora notevoli difficoltà nell'applicazione dei secondi all'interno dei modelli di valutazione. Porre i due sullo stesso livello e all'interno della stessa conversazione comporta un inevitabile sbilanciamento di interesse verso i primi, che risultano più utili ed applicabili. La mancanza di pattern chiaramente a favore degli ambiti sociali ed ambientali all'interno delle varie analisi presentate, conferma che questa tipologia di incontri non si è dimostrata adatta ad accogliere le tematiche di sostenibilità. Nonostante i principi espressi dall'*Investor Briefing Project* possano ritenersi validi in linea teorica, si ritiene che l'integrazione delle due tipologie di informazioni sia stata percepita dalle due categorie come una forzatura, utile a promuovere una morale comune piuttosto che a creare un vero valore aggiunto per la loro attività, ottenendo di conseguenza uno scarso successo. Le due tipologie di informazioni dovrebbero essere valorizzate per le loro differenze, per i diversi orizzonti temporali e per i diversi soggetti a cui si rivolgono, al fine di creare un ambiente dedicato principalmente alle tematiche di sostenibilità e ai relativi riflessi finanziari.

Al pari delle conference call tradizionali, che costituiscono un'integrazione alla comunicazione dei risultati periodici, si dovrebbe promuovere un nuovo formato di *call*, che segua e promuova le informazioni pubblicate dall'azienda annualmente attraverso il *sustainability report* o il *report integrato*.

Sebbene rimanga fondamentale integrare le due tipologie di informazioni, così facendo si potrà garantire ad entrambe un corretto trattamento, grazie ad una diversa prospettiva di presentazione: mentre nelle conference call tradizionali gli aspetti di ambientali e sociali dovranno essere valorizzati solo qualora abbiano prodotto riflessi tangibili sui risultati finanziari, nel nuovo formato proposto i temi della sostenibilità avranno un ruolo centrale, con conseguente esposizione dei riflessi finanziari ad essi associati. L'azienda potrà dedicare il già breve tempo a disposizione delle tradizionali conference call agli obiettivi di breve termine, e commentare invece, con le dovute tempistiche, la complessità delle strategie aziendali di sostenibilità. L'analisi stessa evidenzia una forte differenza tra ciò che risulta essere materiale per ogni settore: comprendere approfonditamente le dinamiche che intercorrono tra sostenibilità e risultati finanziari per una specifica azienda potrebbe stimolare l'inclusione dei criteri ESG esplicitati, nel processo di valutazione della stessa.

Dall'altro lato sarà possibile rivolgersi ad un pubblico di analisti più preciso, capace di valorizzare correttamente l'insieme di informazioni trasmesse durante l'evento. Già durante le prime *ESG Investor Briefing Call* era stata notata una differenza nella tipologia di partecipanti: esse hanno infatti attratto principalmente da analisti di tipo *buy-side*, generalmente orientati ai risultati in un orizzonte di lungo periodo (Eccles and Serafeim, 2013). La forte crescita di importanza che ha caratterizzato la sostenibilità dal 2015 ad oggi ha portato il mondo della finanza allo sviluppo di metriche dedicate ai temi ambientali, sociali e di governance, e alla conseguente creazione di figure dedicate all'analisi di questi dati. La mole di informazioni al riguardo viene supportata però solamente da strumenti comunicativi di tipo unidirezionale, come ad esempio gli *annual report*, che possono rendere difficile l'inclusione degli stessi all'interno dei processi valutativi. Il nuovo formato di call proposto potrebbe creare una nuova fonte di informazioni dinamica, tempestiva ed originale, dedicato a favorire l'importanza di queste nuove figure e delle tematiche da loro trattate all'interno del mondo della finanza.

Durante la ricerca è stato possibile rilevare che alcune aziende appartenenti al campione⁶ sono attualmente impegnate a promuovere la sostenibilità attraverso specifiche call, webinar e incontri: questi sono però saltuari e le relative informazioni sono spesso di difficile reperibilità. Nonostante la varietà di temi trattati possa indurre le aziende a

⁶ BMW, Neste, Partners Group Holding, Rio Tinto, Royal Dutch Shell.

preferire una comunicazione personalizzata è essenziale ricordare che, proprio la regolarità e la standardizzazione del formato di incontro hanno reso le tradizionali conference call una fonte affidabile agli occhi degli analisti; la struttura di base delle call che si è affermata negli anni dovrebbe quindi essere comunque ritenuta un punto di partenza da non scartare.

L'obiettivo finale che si suggerisce di perseguire è quindi la creazione di una nuova tipologia di call, evoluta nelle prospettive, ma di pari affidabilità, che sia capace di sensibilizzare gli interlocutori sull'importanza delle strategie di sostenibilità e sui loro risultati, tanto da essere ritenuta dagli analisti come una fonte di segnali di mercato di pari validità rispetto ai risultati finanziari periodici.

Capitolo 4 – Il punto di vista degli interlocutori sulla sostenibilità

I paragrafi che seguono rappresentano il desiderio di approfondire ulteriormente l'analisi attraverso il coinvolgimento diretto degli interlocutori oggetto della presente ricerca. Nonostante i risultati precedentemente ottenuti rappresentino di per sé un risultato accademicamente rilevante, si è ritenuto fondamentale comprendere con maggiore dettaglio il punto di vista sulla sostenibilità delle due categorie, andando anche oltre il solo momento di incontro rappresentato dalle conference call.

Grazie alla disponibilità offerta dall'Associazione Italiana per l'Analisi Finanziaria (AIAF) e dalla Dottorssa Genuardi (*Head of Sustainability Planning and Performance Management* presso Enel S.p.A.) è stato possibile realizzare rispettivamente:

- un questionario presso i Soci, volto ad indagare in modo generico il rapporto tra analisti finanziari e sostenibilità;
- un'intervista semi-strutturata, volta ad approfondire il ruolo della sostenibilità nella relazione tra azienda e analisti finanziari.

Si è preferito trattare i risultati ottenuti in un capitolo dedicato in modo da distinguere le relative considerazioni: nonostante queste due fonti siano da ritenersi di notevole valore, il numero relativamente basso e geograficamente contenuto di risposte costituisce un elemento di soggettività, che purtroppo riduce il livello di *credibility* dell'analisi.

Le conclusioni emerse hanno garantito però una maggiore profondità, nuovi punti di vista per interpretare i risultati precedentemente ottenuti ed interessanti opinioni. Si auspica che queste possano essere di ispirazione per future analisi, che possano contare su un campione più ampio, producendo di conseguenza dati scientificamente rilevanti che siano di contributo alla ricerca sul tema.

4.1 Il questionario presso i soci dell'Associazione Italiana per l'Analisi Finanziaria

Per approfondire la percezione delle tematiche di sostenibilità dal punto di vista degli analisti finanziari si è scelto di condurre un'indagine attraverso un questionario. Esso rappresenta un metodo di indagine qualitativa, sistematico e standardizzato, che permette di raccogliere informazioni presso campioni di larga scala (Rossi et al., 2013).

Questa tipologia di indagine risulta particolarmente adatta a raccogliere l'opinione di un campione che può differire notevolmente nelle caratteristiche e nelle opinioni.

Nel mese di settembre sono stati quindi somministrati una serie di quesiti tramite l'applicativo *Google Moduli* ai Soci dell'Associazione Italiana per l'Analisi Finanziaria (AIAF). Essa raccoglie professionisti legati al mondo dell'analisi finanziaria sul territorio nazionale e si pone i seguenti scopi sociali (Associazione Italiana per l'Analisi Finanziaria, 2018):

- Definire gli standard dell'analisi finanziaria e controllare il loro corretto utilizzo;
- Promuovere e diffondere lo studio, la cultura e l'educazione per l'analisi finanziaria;
- Valorizzare, sviluppare e tutelare l'esercizio da parte di propri soci delle attività nei seguenti settori professionali: analisi finanziaria, asset management, financial planning, investment banking/corporate finance, financial risk management e ogni altra professione nella quale l'analisi finanziaria abbia un ruolo rilevante.
- Contribuire alla trasparenza, ed efficienza dei mercati finanziari, tenuto conto di criteri e prassi internazionalmente riconosciute anche interagendo per il raggiungimento di tali finalità con Organismi, Enti ed Associazioni pubblici e privati.

Desidero ringraziare nuovamente l'Associazione ed i Suoi Soci per la possibilità accordatami, per la partecipazione e per l'importante supporto fornito.

Il questionario è stato costruito secondo i principi di ricerca evidenziati da Busacca e Bertoli (2017), e facendo riferimento alla ricerca precedentemente condotta sul tema da Amel-Zadeh e Serafeim (2018), di cui si è già trattato nel capitolo 2. Esso è composto da 3 sezioni e 14 domande: la prima sezione è volta a definire il punto di vista dell'individuo sulla sostenibilità (*domande 1-4*), la seconda indaga l'importanza delle informazioni di sostenibilità nell'attività degli analisti (*domande 5-9*), mentre la terza permette l'inquadramento sociodemografico dei rispondenti (*domande 10-14*).

N° domanda e sezione	Domanda	Possibili Risposte	Tipologia di Risposte
D. 01 – S. 1	In generale, quando si riferisce al termine SOSTENIBILITÀ, quale importanza assegna alle tematiche: - Ambientali - Sociali - Governance	-Per nulla Importanti -Poco importanti -Abbastanza importanti -Molto importanti	Scala unipolare con punti di ancoraggio semantico
D. 02 – S. 1	Nello svolgimento della Sua professione, con quale frequenza utilizza informazioni legate alle tematiche di sostenibilità:	-Mai -Raramente -Moderatamente -Spesso -Sempre	Scala unipolare con punti di ancoraggio semantico
D. 03 – S. 1 (facoltativa)	Qualora avesse risposto positivamente alla domanda precedente (e ne abbia la possibilità ed il desiderio) potrebbe descrivere brevemente come utilizza le informazioni di sostenibilità nello svolgimento della sua professione	<i>(si è proceduto ad un'aggregazione delle risposte per categorie simili)</i>	Risposta aperta
D. 04 – S. 1	Nella svolgimento della sua attività, attraverso quali fonti ricerca informazioni relative alla sostenibilità	-Non ricerco questa tipologia di informazioni -Report aziendali -Partecipazione attiva ad eventi/incontri/conference call organizzati dall'azienda -Partecipazione passiva ad eventi/incontri/conference call organizzati dall'azienda (lettura successiva di transcript, presentazioni o press release) -Piattaforme per la consultazione di dati finanziari (Bloomberg, Eikon, Yahoo Finance, etc.) -Quotidiani e riviste -Report di altri analisti -Altro	Risposta a scelta multipla
D. 05 – S. 2	Le informazioni legate alle tematiche di sostenibilità sono rilevanti per valutare le performance futura delle aziende	-3 fortemente in disaccordo -2 in disaccordo -1 parzialmente in disaccordo 0 indifferente +1 parzialmente d'accordo +2 d'accordo +3 completamente d'accordo	Scala di Likert
D. 06 – S. 2	I clienti, o più in generale gli stakeholder, con cui mi relaziono sono sempre più attenti alle tematiche di sostenibilità, tanto da fare espressa richiesta di inclusione di questi criteri	-3 fortemente in disaccordo -2 in disaccordo -1 parzialmente in disaccordo 0 indifferente +1 parzialmente d'accordo +2 d'accordo +3 completamente d'accordo	Scala di Likert
D. 07 – S. 2	Nell'azienda per cui lavoro (oppure secondo la mia opinione se lavoro in proprio), includere informazioni legate alle tematiche di sostenibilità nel processo di valutazione è visto come una responsabilità etica da perseguire	-3 fortemente in disaccordo -2 in disaccordo -1 parzialmente in disaccordo 0 indifferente +1 parzialmente d'accordo +2 d'accordo +3 completamente d'accordo	Scala di Likert

D. 08 – S. 2	Nell'azienda per cui lavoro (oppure secondo la mia opinione se lavoro in proprio), includere informazioni legate alle tematiche di sostenibilità nel processo di valutazione è visto come una strategia utile per attrarre nuovi clienti	-3 fortemente in disaccordo -2 in disaccordo -1 parzialmente in disaccordo 0 indifferente +1 parzialmente d'accordo +2 d'accordo +3 completamente d'accordo	Scala di Likert
D. 09 – S. 2	Nel prossimo futuro le informazioni legate a tematiche di sostenibilità assumeranno sempre più importanza nella valutazione delle aziende; iniziare ora ad includerle nel processo di valutazione potrebbe garantire un vantaggio competitivo	-3 fortemente in disaccordo -2 in disaccordo -1 parzialmente in disaccordo 0 indifferente +1 parzialmente d'accordo +2 d'accordo +3 completamente d'accordo	Scala di Likert
D. 10 – S. 3	Genere	-Uomo -Donna -Preferisco non specificare	Risposta a singola scelta
D. 11 – S. 3	Fascia d'età	-Tra 18 e 29 anni -Tra 30 e 39 anni -Tra 40 e 49 anni -Tra 50 e 60 anni -Più di 60 anni	Risposta a singola scelta
D. 12 – S. 3	Anni di esperienza nel settore dell'analisi finanziaria	-Meno di 5 -Tra 6 e 10 -Tra 11 e 20 -Tra 21 e 30 -Più di 30	Risposta a singola scelta
D. 13 – S. 3	Tipologia di azienda nella quale lavora	<i>(si è proceduto ad un'aggregazione delle risposte per categorie simili)</i>	Risposta aperta
D. 14 – S. 3	Ruolo da Lei ricoperto	<i>(si è proceduto ad un'aggregazione delle risposte per categorie simili)</i>	Risposta aperta

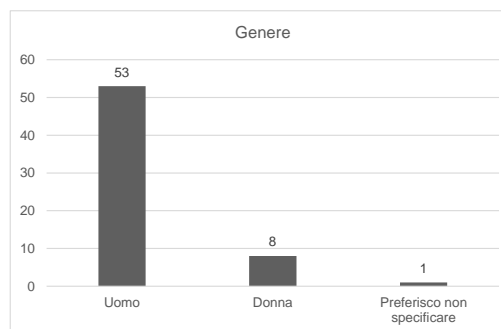
Figura 93 - QUESTIONARIO Domande e risposte

I Soci AIAF sono stati invitati a partecipare all'indagine attraverso una e-mail inviata dalla segreteria dell'Associazione; per motivi di privacy insiti nel regolamento della stessa risulta difficile stimare il numero di soggetti che hanno effettivamente ricevuto l'invito e di conseguenza non risulta possibile calcolare il tasso di risposta.

Nelle due settimane di attività del questionario sono state raccolte 62 risposte. Dalla sezione sociodemografica si evince che la maggior parte di rispondenti sono uomini (50), in una fascia di età compresa tra i 50 – 60 anni (33), che presentano tra i 21 e 30 anni di esperienza (33): ne consegue che molti ricoprono posizioni di alto livello (*C-Suite (11), Manager (18), Board Member e Chairman (11)*); numerosi sono anche gli analisti di vario genere (12). Il settore d'impiego prevalente risulta essere quello bancario (22), seguito dalla consulenza (13) e dall'asset management (10).

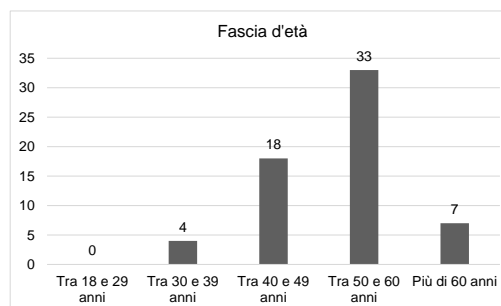
Genere

Opzioni	Risposte	% Risposte
Uomo	53	85%
Donna	8	13%
Preferisco non specificare	1	2%
Totale	62	100%



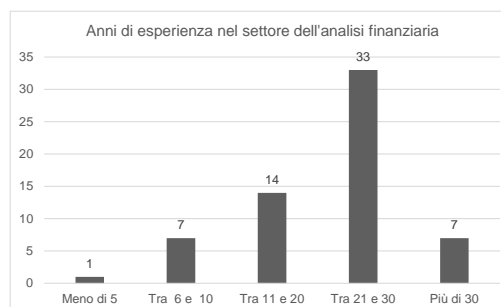
Fascia d'età

Opzioni	Risposte	% Risposte
Tra 18 e 29 anni	0	0%
Tra 30 e 39 anni	4	6%
Tra 40 e 49 anni	18	29%
Tra 50 e 60 anni	33	53%
Più di 60 anni	7	11%
Totale	62	100%



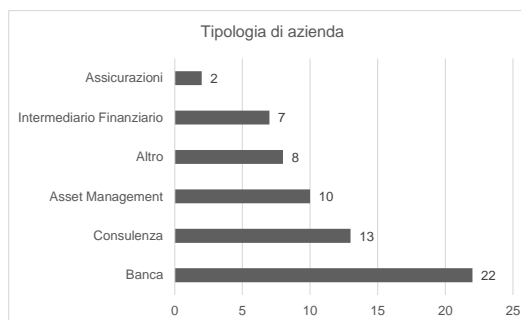
Anni di esperienza nel settore dell'analisi finanziaria

Opzioni	Risposte	% Risposte
Meno di 5	1	2%
Tra 6 e 10	7	11%
Tra 11 e 20	14	23%
Tra 21 e 30	33	53%
Più di 30	7	11%
Totale	62	100%



Tipologia di azienda

Opzioni	Risposte	% Risposte
Banca	22	35%
Consulenza	13	21%
Asset Management	10	16%
Altro	8	13%
Intermediario Finanziario	7	11%
Assicurazioni	2	3%
Totale	62	100%



Ruolo ricoperto

Opzioni	Risposte	% Risposte
Executive/Managing Director	12	19%
Analyst	12	19%
Board Member	7	11%
Altro	5	8%
Partner	5	8%
CEO	5	8%
CIO	4	6%
Chair	4	6%
Portfolio Manager	3	5%
Risk Manager	3	5%
CFO	2	3%
Totale	62	100%

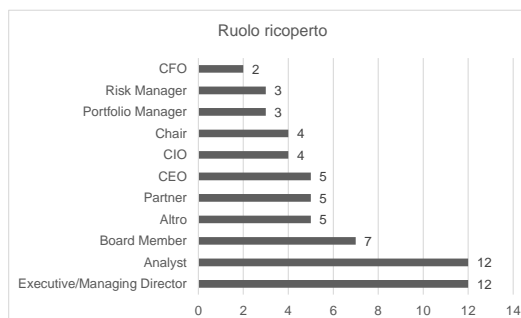


Figura 94 - QUESTIONARIO Sezione 3 – domande sociodemografiche (risposte Soci AIAF)

Nella prima sezione, riguardante il punto di vista dei soggetti intervistati, emerge in generale un atteggiamento più che positivo. Il campione ritiene che il termine sostenibilità assuma in primis una connotazione di tipo ambientale, a cui segue rispettivamente la dimensione sociale e quella di governance; solo uno dei soggetti si mostra estremamente negativo nei confronti delle prime due. L'utilizzo delle informazioni di sostenibilità è abbastanza diffuso nell'attività degli intervistati, che dichiarano di utilizzarle *spesso* (27) o *moderatamente* (23). Tra coloro che hanno deciso di rispondere al quesito n°3 (25/62), riguardante l'utilizzo di questa tipologia di informazioni, sono emersi tre principali metodologie:

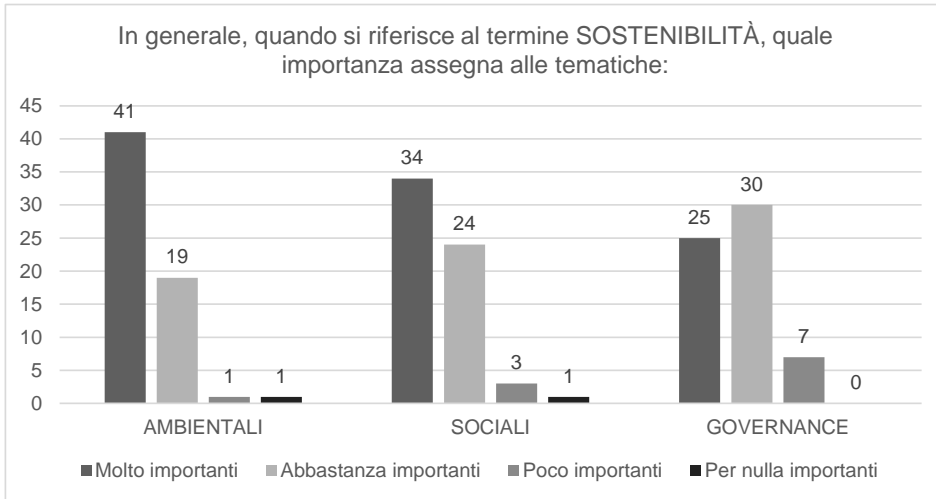
- *Valutazione d'azienda*, ovvero l'inclusione dei criteri ESG nel processo di valutazione seguito dall'analista (12);
- *Screening*, ovvero l'inclusione o l'esclusione di determinati asset da un fondo/portfolio sulla base di specifici criteri ESG (6);
- *Investimento tematico*, ovvero l'attività di investimento in asset direttamente collegati a fattori ESG (4).

Relativamente alle fonti utilizzate dagli analisti finanziari per ricercare informazioni sulla sostenibilità, prevalgono quelle che prevedono una consultazione passiva da parte del soggetto: in primis si evidenzia un ampio affidamento ai report di altri analisti (35), probabilmente specializzati sulle tematiche di sostenibilità, e ai report aziendali (28). Coloro che hanno dichiarato di partecipare attivamente o passivamente a conference call e altri eventi sono rispettivamente 20 e 23 su un totale di 62: questa tipologia di fonte sembra quindi essere relativamente meno diffusa per la ricerca di informazioni ESG da parte degli analisti.

Domanda 1

In generale, quando si riferisce al termine SOSTENIBILITÀ, quale importanza assegna alle tematiche:

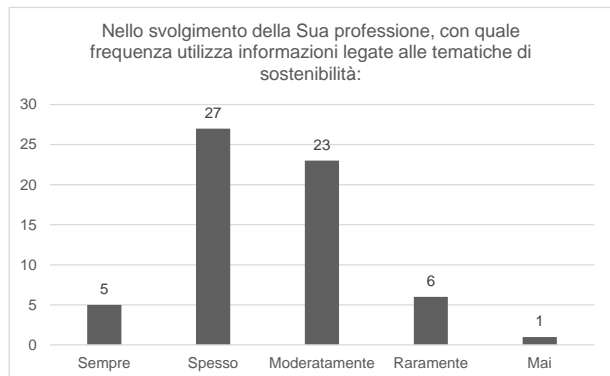
Opzioni	AMBIENTALI	SOCIALI	GOVERNANCE	% AMBIENTALI	%SOCIALI	% GOVERNANCE
Molto importanti	41	34	25	66%	55%	40%
Abbastanza importanti	19	24	30	31%	39%	48%
Poco importanti	1	3	7	2%	5%	11%
Per nulla importanti	1	1	0	2%	2%	0%
Totale	62	62	62	100%	100%	100%



Domanda 2

Nello svolgimento della Sua professione, con quale frequenza utilizza informazioni legate alle tematiche di sostenibilità:

Opzioni	Risposte	% Risposte
Sempre	5	8%
Spesso	27	44%
Moderatamente	23	37%
Raramente	6	10%
Mai	1	2%
Totale	62	100%



Domanda 3 (facoltativa)

Qualora avesse risposto positivamente alla domanda precedente (e ne abbia la possibilità ed il desiderio) potrebbe descrivere brevemente come utilizza le informazioni di sostenibilità nello svolgimento della sua professione

Opzioni	Risposte	% Risposte
Valutazione d'azienda	12	48%
Screening	6	24%
Investimento tematico	4	16%
Altro	3	12%
Totale	25	100%



Domanda 4

Nella svolgimento della sua attività, attraverso quali fonti ricerca informazioni relative alla sostenibilità

Opzioni	Risposte	% Risposte
Report di altri analisti	35	20%
Report aziendali	28	16%
Quotidiani e riviste	26	15%
Partecipazione passiva ad eventi/incontri/conferenze call organizzati dall'azienda (lettura successiva di transcript, presentazioni o press release)	23	13%
Piattaforme per la consultazione di dati finanziati (Bloomberg, Eikon, Yahoo Finance, etc.)	23	13%
Partecipazione attiva ad eventi/incontri/conferenze call organizzati dall'azienda	20	12%
Non ricerca questa tipologia di informazioni	8	5%
Altro	8	5%
Totale	171	100%

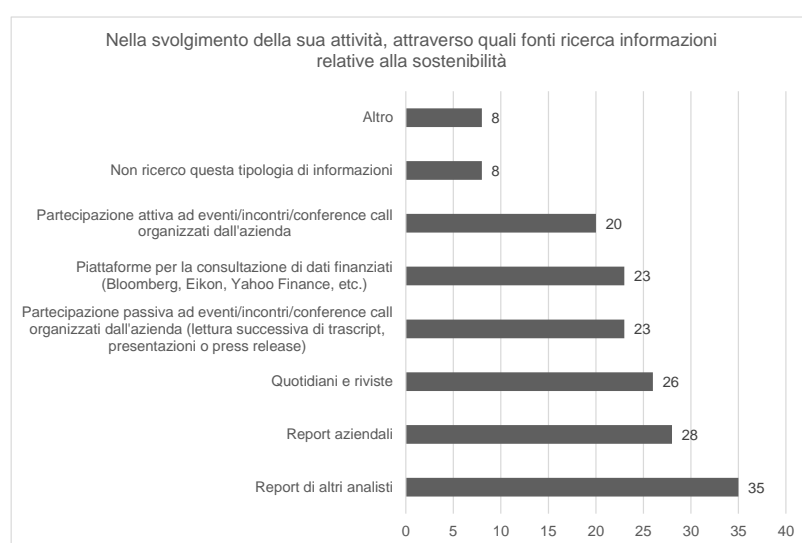


Figura 95 - QUESTIONARIO Sezione 1 - il punto di vista sulla sostenibilità (risposte Soci AIAF)

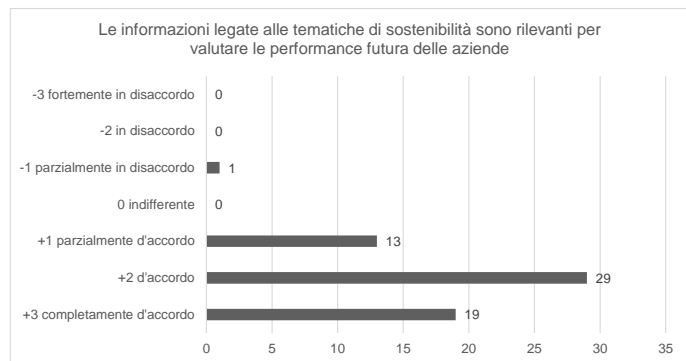
Nella seconda sezione è stato invece chiesto di esprimere il proprio parere in merito ad alcune possibili motivazioni che possono portare un analista finanziario a ritenere rilevanti le informazioni legate alle tematiche di sostenibilità durante il processo di valutazione di un'azienda: il soggetto poteva esprimere il proprio giudizio attraverso una scala di Likert a sette punti, scegliendo un valore compreso tra -3 e +3, dove -3 indica forte disaccordo, 0 indifferenza e +3 totale accordo. In generale gli analisti si sono dimostrati positivi verso tutte le affermazioni presentate, rappresentando quindi un interesse, almeno teorico, verso l'inclusione di informazioni ambientali, sociali e di governance nella loro attività (solo 10 risposte negative e 18 indifferenti su un totale potenziale di 310). Più nel dettaglio, nelle opinioni fornite dagli analisti possono essere individuati tre pattern:

- un ampio consenso nel considerare le tematiche di sostenibilità sia come una responsabilità etica da perseguire, sia come uno strumento che sarà essenziale nel futuro, in quanto capace di garantire un vantaggio competitivo (*domande 7 e 9*);
- un consenso moderato nel ritenere utili le tematiche di sostenibilità per valutare le performance future dell'azienda (*domanda 5*);
- un consenso positivo, ma poco evidente, nel considerare interessanti le tematiche di sostenibilità in base a quanto richiesto dai propri clienti, e più in generale dai propri stakeholder (*domande 6 e 8*).

Domanda 5

Le informazioni legate alle tematiche di sostenibilità sono rilevanti per valutare le performance futura delle aziende

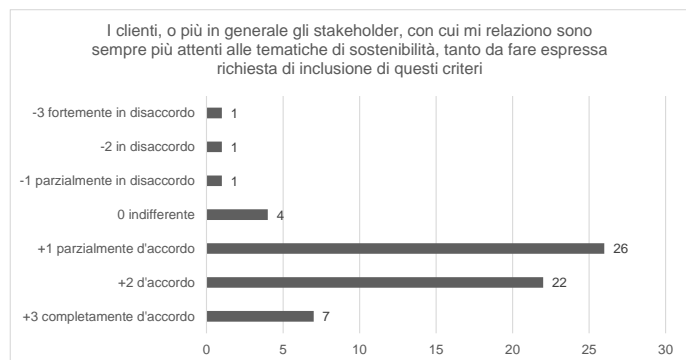
Opzioni	Risposte	% Risposte
+3 completamente d'accordo	19	31%
+2 d'accordo	29	47%
+1 parzialmente d'accordo	13	21%
0 indifferente	0	0%
-1 parzialmente in disaccordo	1	2%
-2 in disaccordo	0	0%
-3 fortemente in disaccordo	0	0%
Totale	62	100%



Domanda 6

I clienti, o più in generale gli stakeholder, con cui mi relaziono sono sempre più attenti alle tematiche di sostenibilità, tanto da fare espressa richiesta di inclusione di questi criteri

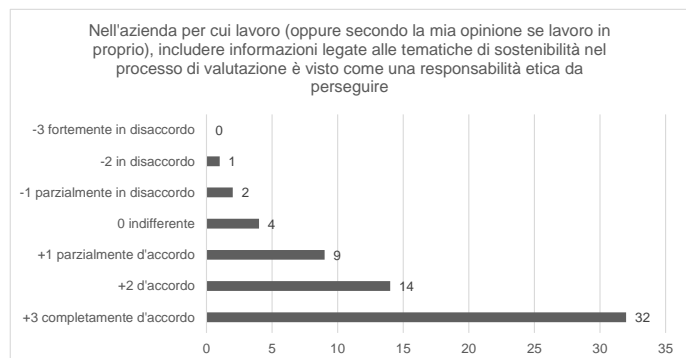
Opzioni	Risposte	% Risposte
+3 completamente d'accordo	7	11%
+2 d'accordo	22	35%
+1 parzialmente d'accordo	26	42%
0 indifferente	4	6%
-1 parzialmente in disaccordo	1	2%
-2 in disaccordo	1	2%
-3 fortemente in disaccordo	1	2%
Totale	62	100%



Domanda 7

Nell'azienda per cui lavoro (oppure secondo la mia opinione se lavoro in proprio), includere informazioni legate alle tematiche di sostenibilità nel processo di valutazione è visto come una responsabilità etica da perseguire

Opzioni	Risposte	% Risposte
+3 completamente d'accordo	32	52%
+2 d'accordo	14	23%
+1 parzialmente d'accordo	9	15%
0 indifferente	4	6%
-1 parzialmente in disaccordo	2	3%
-2 in disaccordo	1	2%
-3 fortemente in disaccordo	0	0%
Totale	62	100%



Domanda 8

Nell'azienda per cui lavoro (oppure secondo la mia opinione se lavoro in proprio), includere informazioni legate alle tematiche di sostenibilità nel processo di valutazione è visto come una strategia utile per attrarre nuovi clienti

Opzioni	Risposte	% Risposte
+3 completamente d'accordo	13	21%
+2 d'accordo	16	26%
+1 parzialmente d'accordo	22	35%
0 indifferente	9	15%
-1 parzialmente in disaccordo	1	2%
-2 in disaccordo	1	2%
-3 fortemente in disaccordo	0	0%
Totale	62	100%



Domanda 9

Nel prossimo futuro le informazioni legate a tematiche di sostenibilità assumeranno sempre più importanza nella valutazione delle aziende; iniziare ora ad includerle nel processo di valutazione potrebbe garantire un vantaggio competitivo

Opzioni	Risposte	% Risposte
+3 completamente d'accordo	31	50%
+2 d'accordo	21	34%
+1 parzialmente d'accordo	8	13%
0 indifferente	1	2%
-1 parzialmente in disaccordo	1	2%
-2 in disaccordo	0	0%
-3 fortemente in disaccordo	0	0%
Totale	62	100%

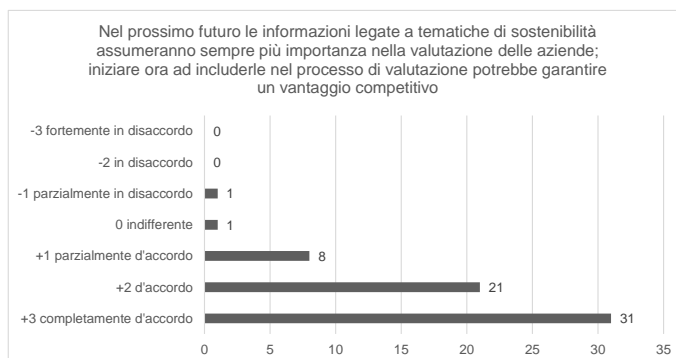


Figura 96 – QUESTIONARIO Sezione 2 – indagine sul legame tra analisti e sostenibilità (risposte Soci AIAF)

4.2 L'intervista con la Dottoressa Genuardi – Enel S.p.A.

Al fine di indagare le possibili motivazioni che caratterizzano la discrepanza tra i risultati dell'analisi con il software *Nvivo* e le risposte del questionario, si è proceduto a ricercare un interlocutore aziendale con cui confrontarsi. È stato scelto di proseguire l'indagine attraverso la metodologia di analisi qualitativa dell'intervista semi-strutturata individuale, che consiste in un insieme di domande programmate a risposte semi-aperte, alle quali si possono aggiungere quesiti che emergono durante l'analisi stessa, da sottoporre ad un soggetto o ad un gruppo di soggetti in un lasso di tempo dedicato che può variare da trenta minuti a qualche ora (DiCicco-Bloom and Crabtree, 2006). Nell'intervista il momento di raccolta dei dati coincide con quello di analisi, permettendo all'intervistatore di adattare i quesiti inizialmente pianificati in base agli spunti che emergono dall'interlocutore, al fine di ottenere un livello di profondità, non raggiungibile attraverso le altre metodologie (Johnson, 2002; DiCicco-Bloom and Crabtree, 2006).

La Dottoressa Giulia Genuardi, *Head of Sustainability Planning and Performance Management* presso Enel S.p.A., si è gentilmente resa disponibile ad un'intervista

telefonica volta ad approfondire l'approccio di Enel S.p.A. verso la sostenibilità e gli effetti di questa sulla relazione con investitori e analisti finanziari; desidero ringraziare nuovamente la Dottoressa Genuardi ed Enel S.p.A. per la disponibilità accordatami e per l'importante contributo fornito all'analisi.

Enel S.p.A. è una società multinazionale del settore energetico e un operatore integrato dei mercati globali dell'elettricità, gas ed energie rinnovabili. Produce energia e distribuisce elettricità ad imprese e utenti residenziali in tutto il mondo. Gestisce impianti eolici, solari, geotermici e idroelettrici in Europa, Americhe, Africa, Asia e Oceania (*fonte: Bloomberg*).

La società è da considerarsi come un elemento di rilievo all'interno del mondo della sostenibilità in quanto le dimensioni ambientali, sociali e di governance sono fortemente legate agli obiettivi strategici che essa persegue. Inoltre, Enel S.p.A. ha dimostrato più volte di essere un elemento trainante dell'evoluzione di questi temi: a titolo esemplificativo si ricorda che già dal 2003 pubblica il bilancio di sostenibilità, nel 2012 è stata una delle aziende pilota dell'*Investor Briefing Project* e negli ultimi anni ha emesso due nuovi importanti strumenti finanziari legati alle dimensioni della sostenibilità (*Green Bond e SDG Linked Bond*). Il percorso di crescita affrontato dall'azienda è rappresentativo dell'evoluzione che ha caratterizzato il concetto di sostenibilità negli ultimi vent'anni:

- Inizialmente la sostenibilità era limitata al rispetto della conformità ambientale degli impianti e ad azioni filantropiche di tipo sociale;
- Successivamente, seguendo i principi espressi dall'*UN Global Compact*, l'azienda ha iniziato a perseguire quella che viene denominata *responsabilità sociale di impresa*, definendo procedure, prassi e politiche per tutelare gli aspetti principali della sostenibilità;
- Dal 2014 la società ha deciso di aumentare ulteriormente il proprio commitment verso le tematiche di sostenibilità. La divisione ESG è uscita dall'area di responsabilità della comunicazione ed è stata creata la funzione *sustainability planning*, con l'obiettivo di includere in egual misura dimensioni ambientali, sociali e di governance all'interno del modello di business. L'approccio qualitativo che veniva utilizzato fino a quel momento viene affiancato da informazioni ottenute attraverso importanti analisi quantitative;
- Negli ultimi anni Enel S.p.A. ha deciso di legare in modo importante la sostenibilità al mondo finanziario, attribuendo alla funzione *sustainability planning* anche

responsabilità nei confronti del CFO e della divisione finanziaria; come già anticipato vengono emessi alcuni particolari bond mirati non solo a finanziare investimenti sostenibili, ma a creare un sistema di remunerazione basato anch'esso su fonti socialmente responsabili.

L'evoluzione ha determinato per Enel S.p.A. anche un nuovo approccio nelle relazioni con gli investitori e gli analisti finanziari. Sebbene l'unità *Investor Relationship* sia tuttora considerata centrale nella relazione con questi soggetti, la creazione dell'unità di progetto *sustainable finance* ha permesso di includervi efficacemente le tematiche ambientali, sociali e di governance. *Investor Relationships* viene in questo modo supportata sia nella realizzazione di ingaggi specifici con analisti specializzati in tematiche ESG, sia nell'integrazione degli elementi ambientali sociali e di governance all'interno dei tradizionali incontri di tipo finanziario; si segnala che, oltre agli incontri ufficiali, le due unità curano quotidianamente la relazione con questi soggetti, rispondendo alle domande che costantemente ricevono, e che possono trattare, più o meno approfonditamente, anche i temi legati alla sostenibilità.

Oltre alle informazioni appena presentate sull'implementazione della sostenibilità all'interno della azienda, dall'intervista con la Dottoressa Genuardi sono emersi vari spunti di riflessione, che sono stati raccolti e rielaborati: se ne fornisce un riepilogo qui di seguito.

Riprendendo i risultati dell'analisi, si è innanzitutto discusso dell'utilità di trattare i temi ambientali, sociali e di governance all'interno delle tradizionali conference call. Una possibile risposta lega la presenza di questi temi alla scelta dell'azienda di includere gli stessi all'interno della propria strategia: gli analisti generalmente si dimostrano interessati a trattarli all'interno di questi specifici incontri solo qualora l'impresa abbia pianificato e comunicato esplicitamente obiettivi direttamente collegati ai temi della sostenibilità, che diventano di conseguenza una dimensione concretamente valutabile. Ne è una conferma la risposta della Dottoressa Genuardi in merito al dilemma posto da Eccles and Serafeim (2013): sebbene inizialmente fosse l'investitore a richiedere informazioni in merito alle tematiche di sostenibilità, attualmente la loro evoluzione presenta un passo estremamente rapido che può risultare difficile da seguire per gli analisti; in questo momento l'azienda deve quindi farsi carico di strutturare una corretta comunicazione, passando dal cosiddetto *management* dell'investitore, al suo *engagement*.

Si è poi proseguito cercando di chiarire il ruolo dell'*Investor Briefing Project*, a cui Enel S.p.A. ha partecipato come società pilota. Per l'azienda, la mancata prosecuzione del format è dovuta proprio alla rapida evoluzione delle metodologie di *engagement* degli investitori sulle tematiche di sostenibilità. Sebbene questi si dimostrino sempre più attenti a tali tematiche, i loro interessi coprono spesso specifiche aree, che possono variare a seconda della conoscenza delle stesse, del posizionamento geografico e del concetto da loro adottato di materialità. Di conseguenza, la relazione deve essere spesso adattata in base alle evoluzioni che caratterizzano il contesto ed i soggetti, accantonando i vecchi strumenti di *engagement* e sperimentandone di nuovi; il progetto si è quindi probabilmente evoluto in un nuovo modello di comunicazione al quale non è stato però stato dato lo stesso tono di ufficialità.

In considerazione della nascita di analisti specializzati in tematiche di sostenibilità si è quindi chiesto se fosse più corretto adottare un approccio integrato o separato tra questa categoria e gli analisti di tipo *mainstream*. È stato segnalato che, sebbene anche questi ultimi utilizzino informazioni legate alla dimensioni della sostenibilità, ciò che distingue le due categorie è la capacità di analizzare ed interpretare i dati: mentre la corrente *mainstream* utilizza queste informazioni per praticare principalmente uno screening delle aziende, le squadre ESG indagano più approfonditamente i dati di loro competenza, cercando di individuare anche le sinergie che intercorrono tra le tre dimensioni. In questo momento, oltre a garantire la disponibilità di informazioni ESG all'interno di ogni incontro realizzato dalla funzione *Investor Relationship*, è necessario offrire momenti di incontro dedicati agli analisti specializzati, in modo da favorire l'evoluzione dei relativi modelli di valutazione. Si noti però che il vero traguardo consisterà nel riuscire a convergere verso una completa integrazione delle tematiche finanziarie con quelle di sostenibilità, attribuendo a ciascuna dimensione il corretto peso nei modelli di valutazione.

Riprendendo il tema dell'integrazione si è cercato di approfondire quali sono le principali difficoltà riscontrate nell'inclusione delle tematiche di sostenibilità all'interno della relazione oggetto dell'analisi. Osservando la domanda dal punto di vista aziendale, la principale criticità riscontrata risulta essere la difficoltà insita nell'ampia varietà di standard, framework e criteri di valutazione relativi alle performance ESG, che obbliga le aziende a adattare continuamente le informazioni presentate in base all'interlocutore di riferimento. Dall'altro lato, la modellistica utilizzata dagli analisti è stata messa in crisi dalla mancanza di serie storiche attendibili: i rischi trattati dalla sostenibilità sono per

loro definizione improbabili nel breve termine ed i sistemi tradizionali di valutazione tendono a sottostimare gravemente le conseguenze che ne possono derivare, proprio a causa della mancanza di eventi passati di riferimento. Per entrambe le parti, la convergenza verso uno standard unico e diffuso a livello internazionale potrebbe apportare notevoli benefici all'integrazione delle tematiche ESG nelle rispettive attività e conseguentemente anche nella relazione che li lega. Secondo la Dottoressa Genuardi, la strada dell'integrazione e del dialogo risulta essere il percorso da seguire nei prossimi anni, anche in considerazione delle possibilità offerte da alcuni elementi del contesto, tra cui si annoverano gli *SDGs*, lo sviluppo di una tassonomia diffusa sulla *sustainable finance* e l'evoluzione della normativa sull'informativa non finanziaria.

Si è chiesto infine un commento finale sul tema: molto interessanti sono le considerazioni offerte. I recenti accadimenti legati al Covid-19 hanno dato prova che le tematiche ESG stanno iniziando ad affermarsi anche per il valore insito in loro stesse: gli analisti che si sono confrontati con Enel S.p.A. si sono dimostrati interessati agli impatti finanziari della pandemia, ma per la prima volta hanno prestato attenzione anche ad una tematica puramente sociale, ovvero l'impatto della malattia sui lavoratori e sul luogo di lavoro, indipendentemente dalle conseguenze finanziarie che essa comporta. L'evoluzione a cui stiamo assistendo deve però affrontare un grosso ostacolo, insito nella mentalità dei soggetti coinvolti, che dovranno passare da una logica di prevenzione del rischio, ad una strategia di ricerca delle opportunità: per gli investimenti in sostenibilità dovranno quindi cambiare i modelli di valutazione, che dovranno che non dovranno più essere basati sugli *utili*, ma piuttosto sulle *capital expenditures*, in modo da non fermarsi ad una scelta orientata solo al breve termine.

4.3 Commento dei risultati

Due diversi percorsi sembrano emergere rispettivamente dall'analisi desk effettuata sulle conference call e dalle risposte ottenute attraverso il questionario e l'intervista. La prima evidenza una netta differenza tra l'interesse verso i temi economici e quelli ambientali/sociali, fortemente a vantaggio dei primi; le altre analisi qualitative dimostrano invece una rilevante attenzione verso i temi della sostenibilità da parte di investitori e analisti finanziari.

Si ritiene che il principale motivo di tale discrepanza sia, come già premesso all'inizio della prima analisi, insito nella tassonomia presa a riferimento. L'insieme di termini atti a rappresentare la governance risulta molto simile ai temi economico-finanziari normalmente trattati all'interno delle tradizionali conference call: ne risulta inevitabilmente un numero maggiore di riferimenti in questa dimensione. Sebbene l'analisi sia da ritenersi tecnicamente valida, dall'intervista sono inoltre emerse alcune considerazioni fondamentali per una sua corretta interpretazione. In primis è necessario osservare come gli standard GRI abbiano portato alla creazione di una tassonomia per l'analisi ampia, che spesso non viene trattata interamente dagli analisti, a causa di una difficoltà tecnica nell'analisi degli stessi termini. Ne è un esempio l'ambito ambientale: il differente grado di difficoltà nella quantificazione del fenomeno e la conseguente maggiore probabilità di future normative vincolanti, porta gli analisti a ritenere più rilevanti le emissioni prodotte dall'attività rispetto agli impatti dell'azienda biodiversità e a ricercare quindi maggiori informazioni al riguardo. Inoltre, la presenza della sostenibilità all'interno delle tradizionali conference call dovrebbe essere valutata anche in base al grado di inclusione delle tre dimensioni all'interno della strategia: solo le aziende con un approccio proattivo si pongono obiettivi strategici direttamente legati alle tematiche ESG e hanno interesse a presentarne apertamente i risultati, a prescindere dalla natura, più o meno finanziaria, dell'incontro; il raggiungimento di questi obiettivi diventa, al pari di altri elementi finanziari, un indicatore chiave per la valutazione dell'azienda da parte degli analisti, che non possono quindi prescindere dalla valutazione della sostenibilità aziendale ampiamente intesa. L'intento strategico purtroppo non è un elemento calcolabile con modalità semplici ed oggettive: non è stato possibile quindi includerlo all'interno della presente analisi, ma si auspica che possa essere presto da altre ricerche. Considerando singolarmente i temi ambientali e sociali, si può comunque notare una loro crescita rispetto alle analisi precedenti. Prendendo come riferimento l'analisi di Cavezzali et al. (2016) si nota come in generale il termine *sustainability* ricorra un numero notevolmente maggiore di volte (2.955 nella presente analisi e 1.918 volte in quella precedente), e come la tassonomia ricercata nelle dimensioni ambientali e sociali sia più ricorrente (almeno uno dei termini appare rispettivamente in 898 e 862 trascrizioni, rispetto ai 486 e 677 dell'analisi precedente). Il miglioramento è coerente con i dati sugli investimenti legati alla sostenibilità esplicitati nel capitolo 2, ma soprattutto con quanto emerso dal questionario. Sebbene sia purtroppo mancato un numero di risposte adeguato

da parte di soggetti con meno di 40 anni e con meno di 10 anni di esperienza, le domande poste agli analisti hanno sottolineato una forte attenzione verso i temi della sostenibilità ritenute utili più per il valore insito nelle informazioni stesse, piuttosto che la loro capacità di creare una relazione migliore con gli stakeholder; il numero di risposte positive costituisce un segnale forte, soprattutto se si considera che provengono da soggetti la cui generazione è in genere diffidente verso l'utilità delle tematiche ESG. Tuttavia, i quesiti della prima sezione evidenziano che, almeno a livello nazionale, le informazioni vengono ricercate principalmente attraverso fonti di tipo passivo (report aziendali, partecipazione passiva ad eventi, incontri, conference call organizzati dall'azienda, piattaforme per la consultazione di dati finanziari, quotidiani e riviste e report di altri analisti) e vengono utilizzate principalmente in modo "elementare", attraverso la valutazione aziendale o come criteri per lo *screening*. Quanto appena esposto è a sua volta coerente con le considerazioni risultanti dall'intervista con la Dottoressa Genuardi. I temi della sostenibilità sono attualmente apprezzati sia dagli analisti specializzati, sia da quelli mainstream, ma la diversa capacità di utilizzare questa tipologia di dati porta le aziende ad organizzare una varietà di incontri atti a soddisfare le esigenze informative di ogni categoria. L'elevato numero di soggetti che fanno affidamento ai report di altri analisti (35 su 62) come fonte per le tematiche ESG conferma l'esistenza di una significativa difficoltà nell'applicare questi dati direttamente ai propri modelli di valutazione tradizionali ed evidenzia la necessità di promuovere un percorso che porti dapprima alla creazione framework e standard condivisi, e successivamente alla diffusione di una metodologia di analisi capace di integrare le tre dimensioni della sostenibilità all'interno del mondo finanziario.

Il modello di conference call proposto all'interno del capitolo 3 si potrebbe quindi dimostrare adatto a supportare le prime fasi di questo processo evolutivo: sebbene possa non essere di pieno interesse per gli analisti di tipo *mainstream*, uno spazio di comunicazione legato ai dati pubblicati nel *sustainability report* e al loro legame con i risultati finanziari costituirebbe una fonte di informazioni rilevanti per gli analisti ESG e per lo sviluppo di modelli capaci di gestire queste dimensione informative. Alla luce di quanto emerso dall'intervista si desidera aggiungere che questo deve però avere un carattere transitorio, ed essere incluso in un più ampio progetto volto a promuovere un progressiva integrazione delle tematiche di sostenibilità all'interno dell'ambito

finanziario, in quanto risulta essenziale porsi l'obiettivo di equiparare il livello di importanza attribuito ai due ambiti da parte di aziende ed analisti finanziari.

Conclusioni

Nella prima parte dell'elaborato è stato introdotto il concetto di materialità negli eventi incerti: l'impatto di un tema sul processo di creazione del valore dipende dalla magnitudine del suo effetto, ponderato per la probabilità di accadimento dello stesso. Questo concetto si è rivelato essere una chiave di lettura essenziale per indagare la relazione tra analisti finanziari e sostenibilità. Mentre per un'azienda il processo di determinazione della materialità risulta essere essenziale per strutturare la propria strategia e la propria comunicazione rispetto ai temi ESG, i tradizionali modelli di valutazione utilizzati dagli analisti sono stati messi in difficoltà dalle nozioni di magnitudine e/o probabilità insite soprattutto nelle dimensioni ambientali e sociali. Le relative informazioni non sono quindi di facile interpretazione ed utilizzo per questi ultimi, ma come illustrato anche dall'idea di materialità dinamica, la loro integrazione con il mondo della finanza sarà presto imprescindibile: sebbene il contesto ed i suoi attori esercitino già una forte spinta verso il cambiamento, si auspica che anche aziende ed analisti finanziari si pongano al più presto in modo proattivo alla ricerca delle possibili soluzioni. La sostenibilità può inoltre garantire loro un valore maggiore se affrontata adottando una logica di ricerca delle opportunità, anziché di semplice prevenzione del rischio.

Le difficoltà insite nell'integrazione sono state innanzitutto osservate grazie ai risultati della literature review: secondo i paper analizzati le informazioni e la reportistica di sostenibilità producono in genere effetti positivi sui livelli di *coverage*, sulla riduzione del *forecast error* e sulle raccomandazioni degli analisti; se si considerano però gli studi che analizzano più specificatamente le conseguenze sul grado di allineamento e di accordo degli analisti (*forecast dispersion*), si può osservare come la complessità nell'interpretazione delle stesse comporti più elevati livelli di dispersione, simbolo di una diffusa incertezza. Le analisi qualitative sulla percezione dell'importanza delle informazioni di sostenibilità confermano ulteriormente il fenomeno: gli analisti direttamente intervistati si dimostrano positivi sulla loro utilità informativa, ma negativi verso la varietà di standard e framework esistenti.

Gli esiti derivanti dall'analisi delle conference call sono coerenti con quanto appena esplicitato e non si discostano dai risultati attesi: considerando la sostenibilità nelle tre dimensioni descritte dalla teoria della *Triple Bottom Line*, ovvero economico, ambientale

e sociale, i riferimenti relativi alla tassonomia creata per descrivere il primo ambito risultano essere nettamente maggiori rispetto agli altri due. È stato possibile osservare un maggiore allineamento nei i temi trattati dai due interlocutori rispetto al passato: gli analisti sembrano essere ora più propensi a trattare i temi proposti dall'azienda durante l'incontro. Dai risultati è emersa anche l'importanza del concetto di materialità: sebbene i riferimenti agli ambiti sociali ed ambientali rimangano comunque esigui, il livello di attenzione prestato dagli analisti sembra dipendere dall'impatto che le aziende possono produrre su queste due dimensioni e viceversa. Dalle suddivisioni tipologiche, geografiche ed aziendali sono invece risultati pattern meno evidenti, per i quali si necessiterebbe di indagini più approfondite.

Dal punto di vista della sostenibilità i risultati non sono positivi, ma se confrontati con la precedente analisi di Cavezzali et al. (2016) si può osservare un netto miglioramento. Maggiori sono sia i riferimenti generici al termine *sustainability*, sia alle keyword specifiche per i temi ambientali e sociali. Diversamente da quanto auspicato dall'*Investor Briefing Project*, rimane critico il livello di coinvolgimento di figure legate alla sostenibilità all'interno di questi incontri: solo 23 conference call hanno coinvolto direttamente una figura specifica del settore, per un totale di 7 soggetti, di cui nessuno dal lato degli analisti finanziari.

Sebbene si possano individuare alcune tracce di sostenibilità, si è concluso che questa tipologia di incontro attualmente non è adatta a trattare correttamente i temi ad essa collegati. Questi eventi sono pensati principalmente per discutere i risultati periodici dell'azienda, il cui orizzonte temporale è nettamente in contrasto con quello relativo alle tematiche ambientali e sociali. Considerate le difficoltà insite nell'interpretazione e nell'utilizzo delle informazioni ESG, si è ritenuto valido proporre la costruzione di un nuovo format di *call* annuale, legato alla pubblicazione dei *sustainability report* da parte delle aziende; questo dovrebbe essere dedicato all'illustrazione delle strategie di sostenibilità adottate dall'azienda con un costante riferimento agli impatti finanziari. Lo scopo è la creazione di un momento specifico per promuovere presso gli analisti finanziari la creazione di una conoscenza condivisa degli elementi finanziari nelle strategie di sostenibilità e lo sviluppo di modelli valutativi capaci di attribuire il corretto peso alle tematiche ESG; attraverso questo stadio intermedio potrebbe essere possibile raggiungere più facilmente la piena integrazione auspicata prematuramente dall'*Investor Briefing Project*.

Infine, le opinioni fornite dai soci dell'Associazione Italiana per l'Analisi Finanziaria e dalla Dottoressa Genuardi, *Head of Sustainability Planning and Performance Management* presso Enel S.p.A., hanno contribuito a formulare conclusioni più approfondite sull'analisi condotta. La tipologia di strategia di sostenibilità adottata dall'azienda risulta essere un elemento essenziale nell'integrazione tra sostenibilità e mondo finanziario: solo coloro che dimostrano un atteggiamento proattivo e si pongono obiettivi strategici direttamente legati alle tematiche ESG, hanno interesse a presentarne apertamente i risultati collegati, a prescindere dalla natura, più o meno finanziaria, dell'incontro; il raggiungimento di questi obiettivi diventa quindi, al pari di altri elementi finanziari, un indicatore chiave per la valutazione dell'azienda da parte degli analisti. Dall'altro lato, questi ultimi si sono dimostrati molto interessati all'inclusione delle tematiche di sostenibilità nella loro attività, sia per il loro valore etico, sia per l'importanza che esse stanno assumendo nei processi di valutazione. Emerge però che la ricerca di tali informazioni da parte degli analisti avviene principalmente in modo passivo (*report aziendali, partecipazione passiva a conference call organizzate dall'azienda, piattaforme per la consultazione di dati finanziari, quotidiani e riviste e report di altri analisti*), ed il loro utilizzo avviene ancora attraverso metodologie relativamente semplici, che non ne sfruttano a pieno potenziale (*valutazione d'azienda, screening*).

In conclusione, si può affermare che gli analisti finanziari, compresi quelli di tipo *mainstream*, si dimostrano interessati all'inclusione dei temi della sostenibilità all'interno della loro attività, ma le difficoltà insite nell'applicazione delle relative informazioni ai tradizionali modelli di valutazione, rendono tali tematiche ancora poco diffuse all'interno del mondo finanziario. Prima che esse possano essere apprezzate all'interno dei tradizionali format di conference call sarà necessario affrontare un processo che porti coesione e chiarezza all'interno dei vari framework e standard attualmente utilizzati, e che crei una conoscenza condivisa sulla rilevanza dei temi ambientali, sociali e di governance, e sulle modalità di integrazione con i valori finanziari; in questo processo un ruolo chiave è affidato all'analista ESG, figura essenziale per lo sviluppo dei nuovi strumenti necessari. Le aziende, coscienti della rapida evoluzione che sta caratterizzando le reazioni con gli investitori, dovranno supportare il suo lavoro di queste figure specializzate con incontri ed informazioni appositamente realizzate; al contempo esse dovranno svolgere un'attività di *engagement* degli investitori tradizionali, al fine di sensibilizzare gradualmente l'intera categoria a questi nuovi strumenti. La completa

integrazione auspicata dall'*Investor Briefing Project* è purtroppo ancora lontana, ma ora più che mai gli attori stanno collaborando per il suo raggiungimento: aziende, analisti, ricercatori ed organizzazioni dovranno impegnarsi ora nella realizzazione dei passaggi intermedi che porteranno alla graduale diffusione della sostenibilità all'interno del mondo finanziario. Un buon livello di integrazione permetterà alle informazioni ESG di essere ritenute come una fonte di segnali di mercato di pari validità rispetto ai tradizionali risultati finanziari, aprendo così le strade ad una finanza più sostenibile, dove la linea del risultato economico, non sarà più l'unico metro di valutazione.

Indice delle figure

Figura 1 - Sustainable Development Goals.....	4
Figura 2 - Rapporto azienda - stakeholder (stakeholder theory).....	6
Figura 3 - Valutazione di materialità negli eventi incerti (International Integrated Reporting Council (IIRC), 2013b).....	9
Figura 4 - <IR> framework (International Integrated Reporting Council (IIRC), 2013a).....	13
Figura 5 - Impatto dei temi ESG sulle risorse finanziarie (World Economic Forum and Boston Consulting Group, 2020).....	16
Figura 6 - Temi chiave per aziende ed investitori nella nuova era di materialità dinamica (World Economic Forum and Boston Consulting Group, 2020).....	17
Figura 7 - Classificazione delle fonti dell'analista finanziario (Leins, 2018).....	23
Figura 8 - Tabella n.2: informazioni ESG nelle decisioni di investimento (Amel-Zadeh and Serafeim, 2018).....	25
Figura 9 - Tabella n.3: ostacoli all'integrazione delle informazioni ESG (Amel-Zadeh and Serafeim, 2018).....	26
Figura 10 - Tabella n.4: strategie di investimento con criteri ESG (Amel-Zadeh and Serafeim, 2018).....	27
Figura 11 - Tabella n.5: strategie di investimento ESG e rendimenti (Amel-Zadeh and Serafeim, 2018).....	27
Figura 12 - LITERATURE REVIEW Procedimento adottato per la revisione sistematica della letteratura.....	28
Figura 13 - Relazione tra analyst coverage e sostenibilità (Hinze and Sump, 2019).....	29
Figura 14 - Relazione tra forecast accuracy e sostenibilità (Hinze and Sump, 2019).....	30
Figura 15 - Relazione tra analysts recommendations e sostenibilità (Hinze and Sump, 2019).....	31
Figura 16 - Relazione tra analysts perceptions e sostenibilità (Hinze and Sump, 2019).....	31
Figura 17 - LITERATURE REVIEW Grafico della distribuzione temporale delle pubblicazioni.....	35
Figura 18 - Variazione annuale stimata dei fondi di investimento legati alla sostenibilità (Hale, 2020).....	36
Figura 19 - Proiezione degli investimenti legati al mondo della sostenibilità (Deese et al., 2019).....	37
Figura 20 - LITERATURE REVIEW Grafico della distribuzione geografica delle pubblicazioni.....	38
Figura 21 - LITERATURE REVIEW Numero di pubblicazioni per continente.....	38
Figura 22 - LITERATURE REVIEW Numero di pubblicazioni per area geografica OCED.....	38
Figura 23 - Progressi nel SDG index suddivisi per regione (2015 - 2019) (Sachs et al., 2020).....	39

Figura 24 – LITERATURE REVIEW I 15 articoli più citati del database	39
Figura 25 - LITERATURE REVIEW Riviste relative agli articoli del database di ricerca	40
Figura 26 - LITERATURE REVIEW Grafico della qualità delle fonti - ABS/Non ABS	41
Figura 27 - LITERATURE REVIEW Grafico della qualità delle fonti - Ranking	41
Figura 28 - LITERATURE REVIEW Grafico della distribuzione delle riviste per ambito	41
Figura 29 - LITERATURE REVIEW Riepilogo temi codificati attraverso procedura automatica Nvivo	42
Figura 30 - LITERATURE REVIEW Temi auto-codificati (1)	42
Figura 31 - LITERATURE REVIEW Temi auto-codificati (2)	43
Figura 32 - LITERATURE REVIEW Word Search Query risultati	45
Figura 33 - LITERATURE REVIEW Word Frequency Query (tabella).....	46
Figura 34 - LITERATURE REVIEW Word Frequency Query (Word Cloud)	47
Figura 35 - LITERATURE REVIEW Articoli principali per ogni categoria di metrica degli analisti finanziari (coverage)	48
Figura 36 - LITERATURE REVIEW Articoli principali per ogni categoria di metrica degli analisti finanziari (forecast accuracy)	48
Figura 37- LITERATURE REVIEW Articoli principali per ogni categoria di metrica degli analisti finanziari (recommendation).....	49
Figura 38 - LITERATURE REVIEW Articoli principali per ogni categoria di metrica degli analisti finanziari (perception)	49
Figura 39 - LITERATURE REVIEW - Relazione tra sostenibilità e analyst coverage.....	51
Figura 40 - LITERATURE REVIEW - Relazione tra sostenibilità e forecast accuracy	53
Figura 41 - LITERATURE REVIEW - Relazione tra sostenibilità e raccomandazioni degli analisti	54
Figura 42 - LITERATURE REVIEW - Relazione tra sostenibilità e percezione degli analisti	55
Figura 43 - Confronto tra analisi qualitativa e quantitativa (Masue et al., 2013)	60
Figura 44 - Versioni di Nvivo (QSR International, 2020)	64
Figura 45 - ESG Value Driver Framework (Global Compact LEAD and Principles for Responsible Investment, 2014)	67
Figura 46 - Cambiamento nella comunicazione azienda – investitori (Global Compact LEAD and Principles for Responsible Investment, 2012)	68
Figura 47 - Risultati della ricerca della tassonomia di sostenibilità all'interno delle conference call (Cavezzali et al., 2016).....	70
Figura 48 - Risultati della ricerca della tassonomia di sostenibilità all'interno delle conference call (Cavezzali et al., 2016).....	70

Figura 49 - Risultati della ricerca della tassonomia di sostenibilità all'interno delle conference call (Cavezzali et al., 2016).....	71
Figura 50 - Dow Jones Sustainability Index Europa - parte 1.....	74
Figura 51 - Dow Jones Sustainability Index Europa - parte 2.....	75
Figura 52 - S&P 350 EUROPE (fonte: Bloomberg) - parte 1.....	76
Figura 53 - S&P 350 EUROPE (fonte: Bloomberg) - parte 2.....	77
Figura 54 - S&P 350 EUROPE (fonte: Bloomberg) - parte 3.....	78
Figura 55 - S&P 350 EUROPE (fonte: Bloomberg) - parte 4.....	79
Figura 56 - S&P 350 EUROPE (fonte: Bloomberg) - parte 5.....	80
Figura 57 - Tassi di Conversione valuta al 6 maggio 2020 (fonte: Morningstar).....	81
Figura 58 - Global Industry Classification Standard.....	82
Figura 59 - Specifica per adattamento dei trimestri in base al mese di chiusura dell'esercizio sociale	85
Figura 60 - Campione selezionato per l'analisi - parte 1	87
Figura 61 - Campione selezionato per l'analisi - parte 2	88
Figura 62 - Riepilogo documenti campione in base a GICS	89
Figura 63 - Struttura GRI standard (Global Reporting Initiative, 2016).....	90
Figura 64 - ANALISI Termini inizialmente selezionati dagli standard GRI.....	91
Figura 65 - ANALISI Termini eliminati in quanto fuorvianti	93
Figura 66 - ANALISI Word Tree termine spill.....	94
Figura 67 - ANALISI Risultati delle word search query - ambito economico.....	95
Figura 68 - ANALISI Risultati delle word search query - ambito ambientale	96
Figura 69 - ANALISI Risultati delle word search query - ambito sociale.....	97
Figura 70 - ANALISI Riferimenti suddivisi per ambito (tabella).....	98
Figura 71 - ANALISI Riferimenti suddivisi per ambito (grafico).....	98
Figura 72 - ANALISI Andamento temporale dei riferimenti (tabella)	100
Figura 73 - ANALISI Andamento temporale dei riferimenti (grafico)	100
Figura 74 - ANALISI Riferimenti suddivisi per sezione (tabella).....	101
Figura 75 - ANALISI Riferimenti suddivisi per sezione (grafico).....	101
Figura 76 - ANALISI Riferimenti suddivisi per indice (tabella).....	102
Figura 77 - ANALISI Riferimenti suddivisi per indice di riferimento (grafico).....	102
Figura 78 - ANALISI Riferimenti suddivisi per tipologia di conference call (tabella)	103
Figura 79 - ANALISI Riferimenti per tipologia di conference call (grafico).....	104
Figura 80 - ANALISI Distribuzione geografica dei riferimenti (tabella)	105
Figura 81 - ANALISI Distribuzione geografica dei riferimenti (grafico con riferimento al numero di conference call).....	105

Figura 82 - SDG Country Index Score 2020 (Sachs et al., 2020).....	106
Figura 83 - ANALISI Distribuzione geografica dei riferimenti (grafico con riferimento al SDG Country Index Score 2020).....	107
Figura 84 - ANALISI Riferimenti suddivisi per gruppo industriale GICS (tabella)	108
Figura 85 - ANALISI Riferimenti suddivisi per gruppo industriale GICS (grafici)	109
Figura 86 - ANALISI Riferimenti suddivisi per azienda (tabella) - parte 1.....	111
Figura 87 - ANALISI Riferimenti suddivisi per azienda (tabella) - parte 2.....	112
Figura 88 - ANALISI Riferimenti suddivisi per azienda (tabelle migliori/peggiori 5 aziende per ambito).....	113
Figura 89 - ANALISI Confronto ricerca qualitativa/punteggio ESG (grafici) – parte 1.....	114
Figura 90 - ANALISI Confronto ricerca qualitativa/punteggio ESG (grafici) – parte 2.....	115
Figura 91 - Riferimenti al termine sustainability (migliori 10 conference call).....	117
Figura 92 - Figure specializzate in sostenibilità partecipanti alle conference call del campione	118
Figura 93 - QUESTIONARIO Domande e risposte.....	125
Figura 94 - QUESTIONARIO Sezione 3 – domande sociodemografiche (risposte Soci AIAF)	126
Figura 95 - QUESTIONARIO Sezione 1 - il punto di vista sulla sostenibilità (risposte Soci AIAF)	129
Figura 96 – QUESTIONARIO Sezione 2 – indagine sul legame tra analisti e sostenibilità (risposte Soci AIAF).....	131

Bibliografia e sitografia

- Abhayawansa, S., Eljido-Ten, E., Dumay, J., 2019. A practice theoretical analysis of the irrelevance of integrated reporting to mainstream sell-side analysts. *Account Finance* 59, 1615–1647.
- Adhikari, B.K., 2016. Causal effect of analyst following on corporate social responsibility. *Journal of Corporate Finance* 41, 201–216.
- Aerts, W., Cormier, D., Magnan, M., 2008. Corporate environmental disclosure, financial markets and the media: An international perspective. *Ecological Economics* 64, 643–659.
- Amel-Zadeh, A., Serafeim, G., 2018. Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal* 74, 87–103.
- Associazione Italiana per l'Analisi Finanziaria, 2018. Statuto AIAF.
- BamSEC [WWW Document], 2020. BamSEC. URL <https://www.bamsec.com/> (accessed 06.05.20).
- Bazeley, P., Jackson, K., 2013. *Qualitative data analysis with NVivo*, Second edition. ed. SAGE, Los Angeles London New Delhi.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., Giovannelli, A., 2013. Corporate social responsibility and earnings forecasting unbiasedness. *Journal of Banking & Finance* 37, 3654–3668.
- Bernardi, C., Stark, A.W., 2018. Environmental, social and governance disclosure, integrated reporting, and the accuracy of analyst forecasts. *The British Accounting Review* 50, 16–31.
- Bertinetti, G.S., Rigoni, U., Cavezzali Elisa, 2009. I report degli analisti finanziari: metodi di valutazione e raccomandazioni d'investimento, in: *Banca, Sistemi e Modelli. Saggi in Onore Di Tancredi Bianchi*. Bancaria Editrice.
- Beunza, D., Garud, R., 2007. Calculators, Lemmings or Frame-Makers? The Intermediary Role of Securities Analysts. *The Sociological Review* 55, 13–39.
- Blackrock, 2020. BlackRock Client Letter | Sustainability [WWW Document]. <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/blackrock-client-letter> (accessed 16.08.20).
- Bowen, R.M., Davis, A.K., Matsumoto, D.A., 2002. Do Conference Calls Affect Analysts' Forecasts? 33.
- Brundtland, G.H., Khalid, M., Agnelli, S., Al-Athel, S., Chidzero, B., 1987. *Our common future*. New York 8.
- Bryman, A., 1984. The Debate about Quantitative and Qualitative Research: A Question of Method or Epistemology? *The British Journal of Sociology* 35, 75.

- Busacca, B., Bertoli, G., 2017. Customer value: soddisfazione, fedeltà, valore. Egea.
- Bushee, B.J., Matsumoto, D.A., Miller, G.S., 2003. Open versus closed conference calls: the determinants and effects of broadening access to disclosure\$. *Journal of Accounting and Economics* 32.
- Campbell, D., Slack, R., 2011. Environmental disclosure and environmental risk: Sceptical attitudes of UK sell-side bank analysts. *The British Accounting Review* 43, 54–64.
- Casey, R.J., Grenier, J.H., 2015. Understanding and Contributing to the Enigma of Corporate Social Responsibility (CSR) Assurance in the United States. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory* 34, 97–130.
- Cavezzali, E., Hussain, N., Rigoni, U., 2016. The Integrated Reporting and the Conference Calls Content, in Mio, C. (Ed.), *Integrated Reporting*. Palgrave Macmillan UK, London, pp. 231–252.
- Chang, Y., Chen, T.-H., Chou, H.-H., Shen, Y.-F., 2014. Corporate social responsibility and analyst's recommendation. *International Review of Accounting, Banking and Finance* 6, 1–42.
- Cheng, M., Green, W., Conradie, P., Konishi, N., Romi, A., 2014. The International Integrated Reporting Framework: Key Issues and Future Research Opportunities. *J Int Financ Manage Account* 25, 90–119.
- Cormier, D., Lapointe-Antunes, P., Magnan, M., 2015. Does corporate governance enhance the appreciation of mandatory environmental disclosure by financial markets? *J Manag Gov* 19, 897–925.
- Cormier, D., Magnan, M., 2015. The Economic Relevance of Environmental Disclosure and its Impact on Corporate Legitimacy: An Empirical Investigation: The Relevance of Environmental Disclosure and its Impact on Legitimacy. *Bus. Strat. Env.* 24, 431–450.
- Cormier, D., Magnan, M., 2014. The impact of social responsibility disclosure and governance on financial analysts' information environment. *Corporate Governance* 14, 467–484.
- Corporate Reporting Dialogue, 2016. Statement of Common Principles of Materiality of the Corporate Reporting Dialogue.
- Dai, Y., Kong, D., 2016. Getting Attention Through Corporate Philanthropy. *Emerging Markets Finance and Trade* 52, 2364–2378.
- de Villiers, C., Rinaldi, L., Unerman, J., 2014. Integrated Reporting: Insights, gaps and an agenda for future research. *Acc Auditing Accountability J* 27, 1042–1067.
- de Villiers, C., Venter, E.R., Hsiao, P.-C.K., 2017. Integrated reporting: background, measurement issues, approaches and an agenda for future research. *Account Finance* 57, 937–959.

- Deegan, C., Rankin, M., 1997. The materiality of environmental information to users of annual reports. *Acc Auditing Accountability J* 10, 562–583.
- Deese, B., Hildebrand, P., Kushel, R., Novick, B., Wiseman, M., 2019. Sustainability: The future of investing.
- Dhaliwal, D.S., Li, O.Z., Tsang, A., Yang, Y.G., 2011. Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review* 86, 59–100.
- Dhaliwal, D.S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., Yang, Y.G., 2012. Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure. *The Accounting Review* 87, 723–759.
- DiCicco-Bloom, B., Crabtree, B.F., 2006. The qualitative research interview. *Medical Education* 40, 314–321. <https://doi.org/10.1111/j.1365-2929.2006.02418.x>
- Durand, R., Paugam, L., Stolowy, H., 2019. Do investors actually value sustainability indices? Replication, development, and new evidence on CSR visibility. *Strat. Mgmt. J* 40, 1471–1490.
- Eccles, R.G., Serafeim, G., 2013. A Tale of Two Stories: Sustainability and the Quarterly Earnings Call. *Journal of Applied Corporate Finance* 25, 8–19.
- Elkington, J., 1999. *Cannibals with forks: the triple bottom line of 21st century business*. Capstone, Oxford, U.K.
- European Commission, 2020. Non-financial reporting [WWW Document]. European Commission. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/non-financial-reporting_en (accessed 10.2.20).
- European Securities and Markets Authorities, 2020. Sustainable Finance Strategy.
- Fayers, C., Cocklin, C., Holmes, D., 2000. ENVIRONMENTAL CONSIDERATIONS IN THE DECISIONS OF AUSTRALIAN INVESTMENT PROFESSIONALS 30.
- Fieseler, C., 2011. On the corporate social responsibility perceptions of equity analysts. *Business Ethics: A European Review* 20, 131–147.
- Flores, E., Fasan, M., Mendes-da-Silva, W., Sampaio, J.O., 2019. Integrated reporting and capital markets in an international setting: The role of financial analysts. *Bus Strat Env* 28, 1465–1480.
- Frankel, R., Johnson, M., Skinner, D.J., 1999. An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium 19.
- Freeman, R.E., 1984. Strategic management: A stakeholder theory. *Journal of Management Studies* 39, 1–21.

- Friedman, M., 1973. The social responsibility of business is to increase its profits. *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*.
- Gao, F., Dong, Y., Ni, C., Fu, R., 2016. Determinants and Economic Consequences of Non-financial Disclosure Quality. *European Accounting Review* 25, 287–317.
- García-Sánchez, I.M., Gómez-Miranda, M., David, F., Rodríguez-Ariza, L., 2019. Analyst coverage and forecast accuracy when CSR reports improve stakeholder engagement: The Global Reporting Initiative-International Finance Corporation disclosure strategy. *Corp Soc Resp Env Ma*.
- García-Sánchez, I.-M., Hussain, N., Khan, S.-A., Martínez-Ferrero, J., 2020. Do Markets Punish or Reward Corporate Social Responsibility Decoupling? *Business & Society*.
- Garrido-Miralles, P., Zorio-Grima, A., García-Benau, M.A., 2016. Sustainable Development, Stakeholder Engagement and Analyst Forecasts' Accuracy: Positive Evidence from the Spanish Setting: CSR Reporting Impact on Analyst Forecasts' Accuracy. *Sust. Dev.* 24, 77–88.
- Giannarakis, G., Zafeiriou, E., Sariannidis, N., Efthalitsidou, K., 2016. DETERMINANTS OF DISSEMINATION OF ENVIRONMENTAL INFORMATION: AN EMPIRICAL SURVEY. *Journal of Business Economics and Management* 17, 749–764.
- Gibassier, D., Rodrigue, M., Arjaliès, D.-L., 2018. “Integrated reporting is like God: no one has met Him, but everybody talks about Him”: The power of myths in the adoption of management innovations. *Acc Auditing Accountability J* 31, 1349–1380.
- Glavič, P., Lukman, R., 2007. Review of sustainability terms and their definitions. *Journal of Cleaner Production* 15, 1875–1885.
- Global Compact LEAD, Principles for Responsible Investment, 2014. *The Value Driver Model: a tool for communicating the business value of sustainability*.
- Global Compact LEAD, Principles for Responsible Investment, 2012. *Enhancing company-investor communication: insight from the ESG Investor Briefing Project*.
- Global Reporting Initiative, 2016. GRI 101 Foundation.
- Guba, E.G., Lincoln, Y.S., 1989. *Fourth generation evaluation*. Sage.
- Hale, J., 2020. Sustainable Fund Flows in 2019 Smash Previous Records | Morningstar [WWW Document]. Morningstar.
<https://www.morningstar.com/articles/961765/sustainable-fund-flows-in-2019-smash-previous-records> (accessed 14.08.20).
- Harjoto, M.A., Jo, H., 2015. Legal vs. Normative CSR: Differential Impact on Analyst Dispersion, Stock Return Volatility, Cost of Capital, and Firm Value. *J Bus Ethics* 128, 1–20.

- Harjoto, M.A., Jo, H., Philosophy Documentation Center, 2013. Do Thinkers Lead Doers? The Causal Relation between CSR and Reputation of Analysts and Brokerage Houses. *Business and Professional Ethics Journal* 32, 221–258.
- Hinze, A.-K., Sump, F., 2019. Corporate social responsibility and financial analysts: a review of the literature. *Sustainability* 10, 183–207.
- Holbrook, M.E., 2014. Corporate social responsibility and earnings predictability. *International Journal of the Academic Business World* 8, 37–50.
- Hsu, A., Koh, K., Liu, S., Tong, Y.H., 2019. Corporate Social Responsibility and Corporate Disclosures: An Investigation of Investors' and Analysts' Perceptions. *J Bus Ethics* 158, 507–534.
- International Integrated Reporting Council (IIRC), 2013a. The International IR Framework.
- International Integrated Reporting Council (IIRC), 2013b. Materiality – Background Paper for <IR>.
- Ioannou, I., Serafeim, G., 2015. The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics: CSR and Investment Recommendations. *Strat. Mgmt. J.* 36, 1053–1081.
- Jo, H., Harjoto, M., 2014. Analyst coverage, corporate social responsibility, and firm risk. *Bus Ethics Eur Rev* 23, 272–292.
- Johnson, J.M., 2002. In-depth interviewing. *Handbook of interview research: Context and method* 1.
- Knorr Cetina, K., 2011. Financial Analysis: Epistemic Profile of an Evaluative Science, in: *Social Knowledge in the Making*. University of Chicago Press, Chicago: London, pp. 405–441.
- Krasodomska, J., Cho, C.H., 2017. Corporate social responsibility disclosure: Perspectives from sell-side and buy-side financial analysts. *Sustainability* 8, 2–19.
- Kraus, S., Breier, M., Dasí-Rodríguez, S., 2020. The art of crafting a systematic literature review in entrepreneurship research. *Int Entrep Manag J* 16, 1023–1042.
- Lee, C., Palmon, D., Yezegel, A., 2018. The Corporate Social Responsibility Information Environment: Examining the Value of Financial Analysts' Recommendations. *J Bus Ethics* 150, 279–301.
- Leech, N.L., Onwuegbuzie, A.J., 2011. Beyond constant comparison qualitative data analysis: Using NVivo. *School Psychology Quarterly* 26, 70–84.
- Leins, S., 2020. 'Responsible investment': ESG and the post-crisis ethical order. *Economy and Society* 49, 71–91.

- Leins, S., 2018. *Stories of Capitalism: Inside the Role of Financial Analysts*. University of Chicago Press.
- Luo, X., Wang, H., Raithel, S., Zheng, Q., 2015. Corporate social performance, analyst stock recommendations, and firm future returns: Research Notes and Commentaries. *Strat. Mgmt. J.* 36, 123–136.
- Maher, C., Hadfield, M., Hutchings, M., de Eyto, A., 2018. Ensuring Rigor in Qualitative Data Analysis: A Design Research Approach to Coding Combining NVivo With Traditional Material Methods. *International Journal of Qualitative Methods*.
- Martínez-Ferrero, J., Ruiz-Cano, D., García-Sánchez, I.-M., 2016. The Causal Link between Sustainable Disclosure and Information Asymmetry: The Moderating Role of the Stakeholder Protection Context: CSR Reporting and Information Asymmetry. *Corp. Soc. Responsib. Environ. Mgmt.* 23, 319–332.
- Masue, O.S., Swai, I.L., Anasel, M.G., 2013. The Qualitative-Quantitative ‘Disparities’ in Social Science Research: What Does Qualitative Comparative Analysis (QCA) Brings in to Bridge the Gap? *ASS* 9, p211.
- Mays, N., Pope, C., 1995. Qualitative research: rigour and qualitative research. *BMJ* 311.6997, 109–112.
- Milne, M.J., Chan, C.C.C., 1999. NARRATIVE CORPORATE SOCIAL DISCLOSURES: HOW MUCH OF A DIFFERENCE DO THEY MAKE TO INVESTMENT DECISION-MAKING? *The British Accounting Review* 31, 439–457.
- Mio, C., 2016. *Integrated reporting: A new accounting disclosure*. Springer.
- Mio, C., 2013. *Programmazione e controllo delle vendite: una prospettiva di sostenibilità*. EGEA spa.
- Morningstar [WWW Document], 2020. URL <https://www.morningstar.it/it/> (accessed 06.05.20).
- Muslu, V., Mutlu, S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., 2019. Corporate Social Responsibility Report Narratives and Analyst Forecast Accuracy. *J Bus Ethics* 154, 1119–1142.
- National Investor Relations Institute, 2016. *Standards of Practice for Investor Relations*.
- Nilsson, H., Cunningham, G.M., Hassel, L.G., 2008. A study of the provision of environmental information in financial analysts’ research reports. *Sust. Dev.* 16, 180–194.
- Pflugrath, G., Roebuck, P., Simnett, R., 2011. Impact of Assurance and Assurer’s Professional Affiliation on Financial Analysts’ Assessment of Credibility of Corporate Social Responsibility Information. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory* 30, 239–254.
- Price, S.M., Doran, J.S., Peterson, D.R., Bliss, B.A., 2012. Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of textual tone. *Journal of Banking & Finance* 36, 992–1011.

- Qian, C., Lu, L.Y., Yu, Y., 2019. Financial analyst coverage and corporate social performance: Evidence from natural experiments. *Strat Mgmt J* 40, 2271–2286.
- QSR International, 2020. NVivo for Windows Help - Understand product editions [WWW Document]. http://helpnv11.qsrinternational.com/desktop/concepts/Understand_product_editions.htm (accessed 01.04.20).
- Rivière-Giordano, G., Giordano-Spring, S., Cho, C.H., 2018. Does the level of assurance statement on environmental disclosure affect investor assessment? An experimental study. *Sustainability* 9, 336–360.
- RobecoSAM [WWW Document], 2020. Pure play asset management | Robeco.com. URL <https://www.robecosam.com/en/> (accessed 06.05.20).
- Rossi, P.H., Wright, J.D., Anderson, A.B., 2013. *Handbook of survey research*. Academic Press.
- Sachs, J., Schmidt-Traub, G., Kroll, C., Lafortune, G., Fuller, G., Woelm, F., 2020. *Sustainable Development Report 2020: The Sustainable Development Goals and Covid-19*.
- Slack, R., Tsalavoutas, I., 2018. Integrated reporting decision usefulness: Mainstream equity market views. *Accounting Forum* 42, 184–198.
- Stark, D., Beunza, D., 2009. The Cognitive Ecology of an Arbitrage Trading Room, in: *The Sense of Dissonance: Accounts of Worth in Economic Life*. Princeton University Press, Princeton.
- Suddaby, R., 2006. From the Editors: What Grounded Theory Is Not. *The Academy of Management Journal* 49, 633–642.
- Tranfield, D., Denyer, D., Smart, P., 2003. Towards a Methodology for Developing Evidence-Informed Management Knowledge by Means of Systematic Review. *Br J Management* 14, 207–222.
- UN Global Compact, International Finance Corporation (IFC), Swiss Government, 2009. *FUTURE PROOF? Embedding environmental, social and governance issues in investment markets*.
- United Nations, 2017. *Transforming Our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development*, in: *A New Era in Global Health*. Springer Publishing Company, New York, NY.
- United Nations Environment Programme Finance Initiative, World Business Council for Sustainable Development, 2010. *Translating ESG into sustainable business value*.
- Williams, A., Kennedy, S., Philipp, F., Whiteman, G., 2017. Systems thinking: A review of sustainability management research. *Journal of Cleaner Production* 148, 866–881.

- World Economic Forum, Boston Consulting Group, 2020. Embracing the New Age of Materiality Harnessing the Pace of Change in ESG.
- Zhang, M., Tong, L., Su, J., Cui, Z., 2015. Analyst coverage and corporate social performance: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal* 32, 76–94.
- Zhou, S., Simnett, R., Green, W., 2017. Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market? *Abacus* 53, 94–132.

